



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΘΕΜΑ: «CoCos και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών»

Επιβλέπων Καθηγητής

A. A. ANTZOYΛΑΤΟΣ

Συντάκτης

ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ Ζ. ΚΑΠΟΤΗΣ (ΜΧΑΝ 1711)

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

καθηγητής Α. ANTZOYΛΑΤΟΣ

καθηγητής ΓΚ. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ

επικ. καθηγητής Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΜΑΪΟΣ 2019

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αντζουλάτο Α. Άγγελο για την βοήθεια και την καθοδήγηση στη συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας, καθώς και την οικογένειά μου και τη σύντροφό μου για την υποστήριξή τους όλο αυτό το διάστημα.

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία αναλύεται μια νέα μορφή υβριδικών εργαλείων χρηματοδότησης των κεφαλαίων των τραπεζών και συγκεκριμένα τα μετατρέψιμα ομολόγα (Convertible Contingent Bonds-CoCos). Κατ' επέκταση μελετάται η επίδραση των εκδόσεων αυτών στην πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών, καθώς έχουν αρχίσει να αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι των εποπτικών κεφαλαίων με δυνατότητα να απορροφούν ζημιές.

Μέσω της βιβλιογραφικής επισκόπησης περιγράφονται τα χαρακτηριστικά και η συμβολή τους στα εποπτικά κεφάλαια καθώς επίσης αναφέρονται και οι διάφορες μορφές έκδοσης καθώς και τα κριτήρια βάσει των οποίων επιλέγονται. Ακολουθεί η ανάλυση της λογικής και των τεχνικών των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών και η σχέση τους με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των κεφαλαίων τους.

Στα πλαίσια της εμπειρικής μελέτης και με χρήση του μοντέλου της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης διερευνώνται οι επιδράσεις ορισμένων χαρακτηριστικών των CoCos, των εκδοτριών τραπεζών και των χωρών τους στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Η ανάλυση αυτή διενεργήθηκε σε δείγμα τραπεζών με εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων κατά την περίοδο 2010 – 2018.

Το κύριο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι η έκδοση CoCos αυξάνει την πιθανότητα αναβάθμισης των τραπεζών. Αυξάνοντας τη δυνατότητά τους να απορροφούν ζημιές και ικανοποιώντας ταυτόχρονα τις απαιτήσεις για κεφαλαιακή επάρκεια της συνθήκης της Βασιλείας, έχουν θετική επίδραση στην πιστοληπτική τους ικανότητα.

Λέξεις-Κλειδιά: Μετατρέψιμα ομολόγα, πιστοληπτική ικανότητα, μηχανισμός απορρόφησης ζημιών, εποπτικά κεφάλαια, κόστος χρηματοδότησης

Abstract

This thesis analyzes a new form of hybrid instruments used to enhance banks' loss-absorption capacity, namely, convertible contingent bonds (CoCos). Specifically, it studies the effect of these issues in the credit ratings of banks.

In greater details, the thesis describes CoCo characteristics and their contribution to the regulatory capital. Then it reviews the literature on bank credit ratings and their determinants.

Lastly, in the empirical section it combines the aforementioned two strands of the literature with financial intermediation theory, to explore whether CoCo issuance is associated with credit-rating upgrade of the issuing banks. The results confirm this expectation.

Key-words: Convertible bonds, creditworthiness, loss absorption mechanism, regulatory funds, financing cost

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	3
Abstract	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	9
2.1 Χρησιμότητα και λειτουργίες	9
2.2 Πιστωτικά ιδρύματα - Λειτουργίες και λογιστική απεικόνιση	11
2.3 Τραπεζικοί κίνδυνοι	21
2.4 Τραπεζικοί κίνδυνοι - Επίδραση στην οικονομία /από τις αγορές	27
2.5 Κρίσεις και Αρχές - Μέτρα πρόληψης και αντιμετώπισης	30
2.6 Ρευστότητα / Κεφαλαιακή επάρκεια και Πιστοληπτική Ικανότητα	35
ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ	41
3.1 Δομή και σχεδιασμός	41
3.2 Έκδοση των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων	44
3.3 Επενδυτές των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων	46
3.4 Πρωτογενής αγορά - Τιμολόγηση	47
3.5 Κεφαλαιακή επάρκεια και κίνδυνοι	48
3.6 Ανεπαρκείς κεφαλαιακές απαιτήσεις	51
3.7 Επιλογές σχεδιασμού και κατάλληλο σημείο ενεργοποίησης	52
3.8 Μηχανισμός μετατροπής και πιστοληπτική ικανότητα	53
3.9 Τιμή μετοχής και επίδραση στην μετατροπή	55
3.10 Επιλογές στον σχεδιασμό των μετατρέψιμων ομολόγων	56
3.11 Κίνητρα έκδοσης	58
3.12 Μετατρέψιμα ομόλογα και κόστος αντιπροσώπευσης	59
3.13 Αντιμετώπιση του κόστους δυσμενών επιλογών	60
3.14 Εκτιμήσεις της ζήτησης των επενδυτών	60
3.15 Κερδοφορία-Οικονομίες κλίμακας και πεδίο εφαρμογής	61
3.16 Εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων και οικονομική κρίση	63
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	64
4.1 Η εξέλιξη της βιομηχανίας αξιολόγησης	64
4.2 Κόστος και φήμη αξιολογήσεων	68
4.3 Η διαδικασία της αξιολόγησης	69
4.4 Αξιολογήσεις και κανονιστικό πλαίσιο	69
4.5 Οργανισμοί αξιολόγησης και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	70
4.6 Αξιολόγηση δυναμικότητας των τραπεζών - Moody's	71
4.7 Αξιοπιστία των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας	73
4.8 Παράγοντες και επιπτώσεις αξιολογήσεων κρατών	74
4.9 Επιρροή στις αποδόσεις ομολόγων	78
4.10 Αμφισβήτηση των Οργανισμών Αξιολόγησης	79
4.11 Ευρωπαϊκή Ένωση και οργανισμοί αξιολόγησης	82
4.12 Εταιρική διακυβέρνηση και αξιολογήσεις ομολόγων	83
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ	85
5.1 Δεδομένα	85
5.2 Ποιοτική ανάλυση	85
5.3 Τεχνική οικονομετρικής ανάλυσης δεδομένων	95
5.4 Διαμόρφωση και ανάλυση της προς εκτίμηση εξίσωσης	96
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	104
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	110
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	113

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την τελευταία παγκόσμια οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2008 οι εποπτικές αρχές επαναπροσδιόρισαν τα κριτήρια και τους κανονισμούς σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Πλέον δεν αποτελεί μόνο η ποσότητα το βασικότερο κριτήριο για την βιωσιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και η ποιότητα των κεφαλαίων. Οι κανονισμοί απαιτούν επαρκείς και αποτελεσματικούς μηχανισμούς οι οποίοι θα είναι ικανοί να απορροφήσουν ζημίες αν και όποτε αυτό καταστεί αναγκαίο.

Ως επακόλουθο των απαιτήσεων των εποπτικών αρχών, οι τράπεζες έστρεψαν το ενδιαφέρον τους σε νέες μορφές χρηματοδότησης. Τον λόγο αποτέλεσε η αύξηση των εποπτικών κεφαλαίων, η οποία οδήγησε σε αύξηση του κόστους άντλησής τους. Οι τράπεζες αναζητούν εκείνα τα εργαλεία άντλησης ρευστότητας τα οποία θα ενισχύουν τα κεφάλαιά τους με το μικρότερο δυνατό κόστος. Μια τέτοια μορφή μέσου χρηματοδότησης αποτέλεσαν τα CoCos των οποίων η έκδοση τείνει να αυξάνεται τα τελευταία χρόνια.

Το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι η δυνατότητα τους να εκδίδονται ως μια μορφή χρέους μειωμένης εξασφάλισης, ένα χρέος όμως το οποίο μπορεί να μετατραπεί σε κεφάλαιο. Αξιοσημείωτη συνεπώς είναι η συνεισφορά τους στην αντιμετώπιση των κινδύνων και του κόστους που ήταν υποχρεωμένες οι τράπεζες να αναλάβουν με άλλες μορφές ενίσχυσης των κεφαλαίων τους, απομακρύνοντας αυτές από την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων τους.

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελούν οι εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων. Μελετάται η συμβολή τους στην ικανοποίηση των κανονιστικών απαιτήσεων σχετικά με τα εποπτικά κεφάλαια άλλα κυρίως η επίδρασή τους στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των τραπεζών.

Διαρθρώνεται σε επτά κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο συνοψίζονται τα κύρια στοιχεία που αποτελούν το αντικείμενο της παρούσας διατριβής όπως η ανάγκη

ενίσχυσης των κεφαλαίων και η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τις βασικές έννοιες της τραπεζικής εστιάζοντας στις οικονομικές καταστάσεις και τους κινδύνους που διατρέχει το τραπεζικό σύστημα. Επιπλέον γίνεται αναφορά στα εποπτικά κεφάλαια των τραπεζών και στις μετατρέψιμες ομολογίες. Ακολούθως, στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται τα χαρακτηριστικά των μετατρέψιμων ομολόγων, ο σχεδιασμός τους και η χρησιμότητά τους ως εργαλείο ενίσχυσης των κεφαλαίων μέσω της απορρόφησης ζημιών. Στο τέταρτο κεφάλαιο ακολουθούν αναφορές σε προηγούμενες μελέτες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών περιγράφοντας την λογική και τα αποτελέσματά τους.

Τα τρία τελευταία κεφάλαια περιλαμβάνουν την εμπειρική μελέτη της παρούσας εργασίας σχετικά με την επίδραση της έκδοσης CoCos στην πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών. Στο πέμπτο κεφάλαιο περιγράφεται η ποιοτική ανάλυση της μελέτης με τη χρήση διαγραμμάτων, ενώ στο έκτο και στο έβδομο κεφάλαιο ακολουθούν τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα της παλινδρόμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος, εστιάζοντας στις λογιστικές καταστάσεις όπως ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσεως, καθώς επίσης στην διάρθρωση του κεφαλαίου, τους κινδύνους και τις εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων.

2.1 Χρησιμότητα και λειτουργίες

Η ευημερία μιας κοινωνίας βασίζεται στην θετική επίδραση και συμβολή του χρηματοοικονομικού συστήματος. Αν και η προστιθέμενη αξία, δηλαδή η συμμετοχή του στην παραγόμενη αξία της οικονομίας ως ποσοστό του Α.Ε.Π. είναι σχετικά μικρή, τα οφέλη που αποκομίζονται από τις λειτουργίες του είναι πολύ σημαντικά. Από την άλλη πλευρά, η αναποτελεσματική λειτουργία του μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις σε μια κοινωνία, οι οποίες μεγιστοποιούνται σε περιόδους υφέσεως και τις οποίες συνήθως επωμίζονται τα ασθενέστερα στρώματα.

Διαχείριση πλεοναζόντων πόρων

Αναλύοντας τις λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος, παρατηρείται ότι την κύρια και σημαντικότερη αποτελεί η διαχείριση των πλεοναζόντων πόρων, καθώς συνδέει τους χρηματοδότες, εκ των οποίων σε μια οικονομία μεγαλύτερος είναι τα νοικοκυριά μέσω των αποταμιεύσεών τους, με τους χρηματοδοτούμενους, οι οποίοι συνήθως είναι οι κυβερνήσεις. Η λειτουργία αυτή ουσιαστικά αποτελεί τη διαδικασία της χρηματοδότησης, της μεταφοράς δηλαδή των πόρων από τους έχοντες πλεόνασμα σε αυτούς οι οποίοι χρειάζονται κεφάλαια και διακρίνεται σε άμεση και έμμεση.

Η άμεση χρηματοδότηση διενεργείται μέσω της αγοράς χρήματος για βραχυχρόνια όπως τα πιστοποιητικά κατάθεσης και τα έντοκα γραμμάτια, και των αγορών κεφαλαίου για μακροχρόνια όπως τα χρηματιστήρια μετοχών και οι αγορές ομολόγων. Αντίστοιχα, η έμμεση διενεργείται μέσω των

χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών όπως οι τράπεζες. Συνεπώς, η ορθή και παραγωγική αξιοποίηση των εν λόγω πόρων δύναται να αποτελεί μια σημαντική διαδικασία για την λειτουργία μιας οικονομίας.

Αποτελεσματικότητα της οικονομίας

Μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος και των προϊόντων που παρέχει, ενισχύεται η αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας καθώς διευκολύνει τις συναλλαγές μειώνοντας το κόστος και τα όποια εμπόδια δυσχεραίνουν τις εμπορικές σχέσεις μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία μέσω των συστημάτων πληρωμών και των ποικίλων τραπεζικών προϊόντων που παρέχουν, συμβάλουν όχι μόνο στην αποτελεσματικότητα αλλά και στην μείωση του κινδύνου των συναλλαγών που πιθανόν να προκύψει, λόγω της έλλειψης εμπιστοσύνης για την καλή εκτέλεσή τους, σε περιπτώσεις εμφανών προβλημάτων στην οικονομία που δραστηριοποιούνται οι συναλλασσόμενοι.

Επιπροσθέτως, σημαντική είναι η συμμετοχή του τραπεζικού συστήματος στην συλλογή και παροχή πληροφοριών αναφορικά με τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία, ώστε οι ενδιαφερόμενοι να έχουν τη δυνατότητα αξιολόγησής τους και λήψης ορθών αποφάσεων. Έχουν δηλαδή πρόσβαση σε μεγάλο όγκο πληροφοριών, καθώς επίσης και τη δυνατότητα να την αξιοποιήσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Παρέχουν έτσι σε όλους τους παράγοντες της οικονομίας τη δυνατότητα να κατευθύνουν τις επιχειρηματικές και επενδυτικές τους κινήσεις προς ίδιον όφελος και κατ' επέκταση προς όφελος του συνόλου, συμβάλλοντας στην ανάπτυξη. Μέσω των καινοτόμων προϊόντων και του θεσμικού πλαισίου στο οποίο δημιουργούνται και με τους όποιους περιορισμούς το συνοδεύουν, λύνεται το πρόβλημα της αντιμετώπισης τεχνικών δυσκολιών με νόμιμο τρόπο.

Οφέλη και αντιμετώπιση δυσχερειών

Το χρηματοοικονομικό σύστημα παίζει σπουδαίο ρόλο σε μια οικονομία: χωρίς της ύπαρξή του δεν θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί πλήθος συναλλαγών όπως επίσης να αξιοποιηθούν κεφάλαια, τα οποία πρέπει να συλλεχθούν από

τους χρηματοδότες ώστε να χρηματοδοτήσουν μεγάλες επενδύσεις. Στην περίπτωση αυτή, τα κεφάλαια θα παρέμεναν ανεκμετάλλευτα, χωρίς καμία συμμετοχή στην παραγωγική διαδικασία. Επίσης, η συλλογή πολλών μικρών κεφαλαίων και η επένδυσή τους σε μια επιχείρηση, μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του κόστους άντλησής τους, σε θετική επίδραση στην μείωση του κινδύνου για τους επενδυτές και ως εκ τούτου, σε επικερδέστερες επενδύσεις.

Μέσω του τραπεζικού συστήματος, οι οικονομικοί παράγοντες έχουν ένα ακόμα σημαντικό όφελος, αυτό της μείωσης του κινδύνου. Σε διαφορετική περίπτωση το μεγάλο κόστος θα απέτρεπε τους ενδιαφερόμενους από τέτοιου είδους επενδύσεις καθώς δεν θα είχαν άλλες επιλογές αντιστάθμισής του. Δημιουργούνται έτσι τα κατάλληλα κίνητρα για αποφυγή κινδύνων όπως ο ηθικός, πιθανότατα επιζήμιων δηλαδή δραστηριοτήτων εκ μέρους ενός εκ των αντισυμβαλλομένων εις βάρος του άλλου. Αυτό θα μπορούσε να βασιστεί στο γεγονός ότι το θεσμικό πλαίσιο γενικότερα και οι τράπεζες σε περιπτώσεις όπως η δανειοδότηση, θα μπορούσαν να επιβάλλουν τους όρους για μια αποτελεσματικότερη συνεργασία. Σε αντίθετη περίπτωση θα ισχύσει η πειθαρχία της αγοράς, μέσω της δημοσιοποίησης πληροφοριών και της επιβράβευσης ή τιμωρίας των τραπεζών από τους συμμετέχοντες στην αγορά.

2.2 Πιστωτικά ιδρύματα - Λειτουργίες και λογιστική απεικόνιση

Οι λειτουργίες των παραγόντων του χρηματοοικονομικού συστήματος, οι οποίες διαδραματίζουν σπουδαίο ρόλο σε μια οικονομία, θετικό ή και αρνητικό πολλές φορές, απαιτείται να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο στους ενδιαφερόμενους και στις εποπτικές αρχές, ώστε αυτοί με τη σειρά τους, να μπορούν να παρακολουθήσουν την πορεία τους και τους πιθανούς κινδύνους που μπορεί να κρύβονται. Η ανάγκη αυτή μεγιστοποιείται στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, διότι, πιθανή δυσκολία να ανταποκριθεί μια τράπεζα στις υποχρεώσεις της, μπορεί να προκαλέσει ντόμινο αρνητικών εξελίξεων, το οποίο αργά ή γρήγορα αν δεν αντιμετωπιστεί, θα επεκταθεί και σε άλλους κλάδους της οικονομίας με απρόβλεπτες συνέπειες.

Λύση σε αυτό δίνεται μέσω των οικονομικών καταστάσεων όπως ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσεως. Η κύρια διάκριση σε έναν ισολογισμό είναι το

ενεργητικό και το παθητικό. Η πλευρά του ενεργητικού περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία και τις απαιτήσεις, περιγράφοντας πώς έχουν χρησιμοποιηθεί τα κεφάλαια που διαχειρίζεται μια τράπεζα, ενώ το παθητικό τις υποχρεώσεις της, τις πηγές δηλαδή της χρηματοδότησής της. Η άντληση και η διαχείριση των κεφαλαίων αυτών έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία εσόδων και εξόδων τα οποία παρουσιάζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Ως αποτέλεσμα, ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσεως αποτελούν πολύτιμο εργαλείο ανάλυσης της χρηματοπιστωτικής θέσης και της προοπτικής μιας τράπεζας, δεδομένου ότι μπορεί να τις χρησιμοποιήσει οποιοσδήποτε, χρηματοδότες ή ακόμα και επενδυτές ώστε να αξιολογήσουν την οικονομική της κατάσταση.

Ισολογισμός

Ενεργητικό

Στην πλευρά του ενεργητικού αναδεικνύονται σημαντικά για την λειτουργία μιας τράπεζα θέματα. Η ρευστότητα, η οποία μέσω της αποτίμησης και σε συνδυασμό με τον ρόλο του θεσμικού πλαισίου, αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι για την βιωσιμότητα της τράπεζας. Μελετώντας τα, μπορούμε να απαντήσουμε στο κατά πόσο συμβάλουν στην προστιθέμενη αξία των τραπεζών και αν η συμβολή αυτή είναι ανάλογη του κινδύνου που δημιουργούν. Τα σημαντικότερα στοιχεία του ενεργητικού, και τα οποία αποτελούν το 90% της αξίας του είναι τα διαθέσιμα, οι απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων, τα δάνεια, τα παράγωγα και τα αξιόγραφα.

Η ρευστότητα σχετίζεται με τον χρόνο, περιγράφει δηλαδή πόσο σύντομα και εύκολα ένα στοιχείο του ενεργητικού μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει τις υποχρεώσεις της τράπεζας κάθε στιγμή που θα εμφανιστούν και κατά πόσο η ρευστοποίησή του μπορεί να γίνει με τον βέλτιστο τρόπο, χωρίς να προκαλέσει ζημία. Στην περίπτωση της ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων, εμπλέκεται ο παράγοντας αποτίμηση. Απαιτείται δηλαδή να είναι γνωστή ανά πάσα στιγμή η αξία του προς ρευστοποίηση στοιχείου προς αποφυγήν, τόσο πρόκλησης ζημίας όσο και της λανθασμένης εκτίμησης της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η τράπεζα. Αποτίμηση μπορεί να γίνει με δύο τρόπους,

στο ιστορικό κόστος κτήσης, στο αναπόσβεστο δηλαδή μέρος του στοιχείου σε σχέση με το αρχικό κόστος απόκτησής του, και στην εύλογη αξία, δηλαδή στην τιμή, ή παρούσα αξία, στην οποία θα ήταν κάποιος διατεθειμένος να το αγοράσει ή να το πουλήσει.

Πίνακας 1: Ισολογισμός Τυπικής Τράπεζας

<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>	<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>
<p><u>Διαθέσιμα</u></p> <p>Ταμείο Καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα</p> <p><u>Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων</u></p> <p><u>Δάνεια</u> Μείον Συσσωρευμένες απομειώσεις</p> <p><u>Παράγωγα</u>(Συμβόλαια με θετική αποτίμηση)</p> <p><u>Αξιόγραφα</u></p> <p>✓ Μετοχές ✓ Ομόλογα</p>	<p><u>Καταθέσεις</u></p> <p><u>Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα</u></p> <p><u>Χρηματοδότηση από τις αγορές</u></p> <p>Βραχυπρόθεσμη (Αγορά Χρήματος) Μακροπρόθεσμη (Αγορά Κεφαλαίου) Δάνεια Μειωμένης Εξασφάλισης Τυπικά Δάνεια Μειωμένης Εξασφάλισης Μετατρέψιμες Ομολογίες (Low-trigger Coco's) Μετατρέψιμες Ομολογίες (High-trigger Coco's)</p> <p><u>Παράγωγα</u>(Συμβόλαια με αρνητική αποτίμηση)</p> <p><u>Καθαρή Θέση</u></p> <p>Προνομιούχες Μετοχές Κοινές Μετοχές Παρακρατηθέντα Κέρδη</p>
<p>Σύνολο Ενεργητικού = Σύνολο Παθητικού</p>	

Περιγράφοντας το ενεργητικό, το στοιχείο των διαθεσίμων περιλαμβάνει τα χρήματα που έχει στη διάθεσή της μια τράπεζα, είτε στα ταμεία της είτε υπό την μορφή καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα. Αν και αποτελεί μικρό ποσοστό, περίπου 2%, του συνολικού ενεργητικού, η σημασία του είναι μεγάλη καθώς είναι η μεγαλύτερη πηγή ρευστότητας για κάλυψη υποχρεώσεων, για χορήγηση δανείων και για επενδύσεις. Επίσης, το γεγονός ότι τα διαθέσιμα δεν χάνουν την αξία τους, δίνει την δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν οποτεδήποτε χωρίς κανένα κόστος και δεν ενέχουν πιστωτικό κίνδυνο λόγω του ότι για τις κεντρικές τράπεζες δεν υπάρχει κίνδυνος πτωχεύσεως.

Οι απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων περιλαμβάνουν καταθέσεις, συμφωνίες επαναγοράς τίτλων, καταθέσεις ως εγγυήσεις και δάνεια σε άλλες τράπεζες. Μπορούν να αποβούν επιζήμιες για την τράπεζα σε περιπτώσεις αδυναμίας από πλευράς πιστωτικών ιδρυμάτων να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους οπότε ενέχουν πιστωτικό κίνδυνο. Αναφορικά με την ρευστότητα, ισχύει το αντίθετο σε σχέση με τα διαθέσιμα. Δεν είναι άμεσα διαθέσιμες και πιθανή εκχώρησή τους θα πραγματοποιηθεί σε χαμηλότερη τιμή από την αξία του τρέχοντος αναπόσβεστου τμήματος με το οποίο αποτιμούνται, με κόστος για την τράπεζα.

Τα δάνεια, τα οποία αποτελούν και το μεγαλύτερο τμήμα του ενεργητικού, περιλαμβάνουν τα προς φυσικά πρόσωπα, νομικά πρόσωπα και κυβερνήσεις. Επίσης περιλαμβάνουν χρηματοοικονομικές μισθώσεις και εισπράξεις επιχειρηματικών απαιτήσεων καλύπτοντας με τα ποικίλα χαρακτηριστικά τους τις ανάγκες κάθε δανειολήπτη. Λόγω της μεγάλης συνήθως διάρκειάς τους όμως, αποτελούν στοιχείο με πολύ μικρή ρευστότητα, δημιουργώντας έτσι κίνδυνο ρευστότητας. Ενέχουν επίσης πιστωτικό κίνδυνο λόγω της πιθανότητας κάποια από αυτά να μην αποπληρωθούν. Για να προστατευθούν οι τράπεζες συσσωρεύουν αποθέματα, τα οποία καταγράφονται ως συσσωρευμένες απομειώσεις. Ο προσδιορισμός της καθαρής αξίας των δανείων η οποία υπολογίζεται αφαιρώντας από το αναπόσβεστο κόστος τις συσσωρευμένες απομειώσεις, του ποσού δηλαδή το οποίο η τράπεζα υπολογίζει ότι δεν θα κατορθώσει να εισπράξει, καθιστά σαφές το πόσο σημαντική είναι η σωστή τιμολόγηση ενός δανείου.

Ως αξιόγραφα περιγράφονται οι μετοχές, τα ομόλογα και διάφορα άλλα είδη όπως καταθέσεις, Repos, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, αμοιβαία κεφάλαια Μπορούν να είναι μετοχές επιχειρήσεων εγχώριων ή ξένων και ομόλογα κυβερνήσεων ή ιδιωτικών επιχειρήσεων, εγχώριων ή ξένων. Όσα διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές συνήθως ενέχουν μικρό κίνδυνο ρευστότητας και ως συνέπεια μπορούν να πωληθούν στην εύλογη αξία τους. Αντιθέτως, στις περιπτώσεις ιδιωτικών συμφωνιών, ο κίνδυνος ρευστότητας είναι μεγαλύτερος. Στα αξιόγραφα θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν και τα

παράγωγα. Οι θέσεις σε παράγωγα με θετική αποτίμηση περιλαμβάνονται στην πλευρά του ενεργητικού χωρίς όμως όπως φαίνεται, να αναδεικνύουν πλήρως την ζημία που μπορεί να προκαλέσουν.

Παθητικό

Στο παθητικό περιγράφονται οι υποχρεώσεις της τράπεζας, οι οφειλές της δηλαδή είτε προς τρίτους όπως οι καταθέσεις και η χρηματοδότηση από τις αγορές, είτε προς πιστωτικά ιδρύματα, καθώς επίσης και η υποχρέωσή της έναντι των μετόχων, αναφερόμενη ως καθαρή θέση. Επιπροσθέτως, όπως και στο ενεργητικό, περιλαμβάνονται οι θέσεις σε παράγωγα, με αρνητική όμως αυτή τη φορά αποτίμηση.

Καθώς τα στοιχεία του παθητικού αποτελούν την πηγή χρηματοδότησης η οποία παρέχει χρήματα προς αξιοποίηση στο ενεργητικό, εμφανίζονται πάλι τα θέματα της ρευστότητας και της αποτίμησης των στοιχείων αυτών απαραίτητα ώστε να ικανοποιείται απρόσκοπτα οποιαδήποτε απαίτηση έναντι της τράπεζας εμφανιστεί. Η ρευστότητα συνδέεται άμεσα με τον χρόνο δέσμευσης των χρημάτων των χρηματοδοτών ενώ η αποτίμηση, η οποία εκτός των παραγώγων που γίνεται στην εύλογη αξία, σε όλα τα υπόλοιπα στοιχεία γίνεται στο αναπόσβεστο κόστος. Στην κάλυψη αυτών των απαιτήσεων υπάρχει μια προτεραιότητα, τόσο σε κανονικές καταστάσεις όσο και σε περίπτωση πτωχεύσεως.

Το μεγαλύτερο σε αξία στοιχείο του παθητικού αποτελούν οι καταθέσεις και διακρίνονται σε όψεως, ταμιευτηρίου και προθεσμίας. Μπορούν να είναι ιδιωτών και επιχειρήσεων και αποτελούν τη μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης, μπορεί όμως να ενέχουν μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας καθώς οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να τις επιστρέψουν στο σύνολό τους οποτεδήποτε απαιτηθούν. Επειδή όμως, εκτός από τις περιπτώσεις πανικού των καταθετών, σπάνια εμφανίζεται ο κίνδυνος αυτός και σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος ως πηγή χρηματοδότησης προτιμάται έναντι άλλων πηγών.

Η χρηματοδότηση από πιστωτικά ιδρύματα δημιουργεί δανειακές υποχρεώσεις ενώ άλλου είδους υποχρεώσεις προς αυτά, περιλαμβάνουν καταθέσεις όψεως,

προθεσμίας και πράξεις προσωρινής εκχώρησης (repos). Επίσης, δανειακές υποχρεώσεις μπορεί να υπάρχουν και προς κεντρικές τράπεζες ως κάποιο είδος βοήθειας, είτε υπό την μορφή παροχής ρευστότητας προς αποφυγήν κρίσεων στα πλαίσια νομισματικής πολιτικής, είτε προς ενίσχυση της κερδοφορίας. Και στην περίπτωση αυτή εμφανίζεται ο κίνδυνος ρευστότητας διότι οι υποχρεώσεις αυτές είναι συνήθως βραχυπρόθεσμες. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση διακοπής της χρηματοδότησης από ένα πιστωτικό ίδρυμα, η χρηματοδοτούμενη τράπεζα έχει μικρό χρονικό περιθώριο ώστε να μπορέσει να βρει τα χρήματα που απαιτούνται να επιστραφούν.

Άλλη πηγή χρηματοδότησης αποτελούν οι αγορές. Διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμη, δηλαδή με διάρκεια μέχρι ένα έτος και μακροπρόθεσμη. Στην βραχυπρόθεσμη περιλαμβάνονται προϊόντα της αγοράς χρήματος όπως πράξεις προσωρινής εκχώρησης και πιστοποιητικά καταθέσεων ενώ στην μακροπρόθεσμη ομόλογα και δάνεια μεγάλης διάρκειας καθώς και τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Στην περίπτωση αυτή, ο κίνδυνος ρευστότητας εμφανίζεται στη λήξη των αξιογράφων. Αν δεν ανανεωθούν από τους επενδυτές, η τράπεζα πρέπει να βρει νέα πηγή χρηματοδότησης ώστε να καλύψει τέτοιες εκροές κεφαλαίων διότι δεν μπορεί να βασιστεί στην προσέλκυση καταθέσεων σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα.

Μέρος των χρημάτων τα οποία διαχειρίζεται ένα πιστωτικό ίδρυμα ανήκει στους μετόχους και αποτυπώνονται στην καθαρή θέση. Περιλαμβάνει το μετοχικό κεφάλαιο το οποίο διακρίνεται σε κοινές και προνομιούχες μετοχές. Το θετικό στο συγκεκριμένο στοιχείο του παθητικού είναι ότι η τράπεζα δεν έχει την υποχρέωση επιστροφής των χρημάτων στους μετόχους-επενδυτές και ως εκ τούτου δεν αντιμετωπίζεται κίνδυνος ρευστότητας.

Στις περιπτώσεις έκδοσης μετοχών, μπορούμε να αναγνωρίσουμε την αποτελεσματική λειτουργία της τράπεζας και της υπεραξίας που προκύπτει, στην διαφορά που δημιουργείται από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Στο σημείο αυτό εμφανίζεται και ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου από το οποίο εξαρτάται το ύψος των αποθεματικών που θα σχηματίσει η τράπεζα. Αντίστοιχα με τα αποθεματικά, κεφάλαια τα οποία συγκεντρώνονται, αποτελούν και τα

αποτελέσματα εις νέον τα οποία προέρχονται από τα κέρδη που δεν διανεμήθηκαν ως μέρος όπως και τα λοιπά εισοδήματα λόγω μεταβολών της εύλογης αξίας στοιχείων όπως τα ομόλογα.

Συνεπώς προκύπτει ότι η καθαρή θέση ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεων προς τρίτους. Στην περίπτωση που θα πρέπει να καλυφθούν απώλειες σε αξία στην πλευρά του ενεργητικού οι οποίες δεν ακολουθούνται από αντίστοιχες μειώσεις στις υποχρεώσεις προς τρίτους, θα παρατηρηθεί μείωση της καθαρής θέσης.

Αναλύοντας τις υποχρεώσεις μιας τράπεζας έναντι των χρηματοδοτών της, υπάρχει προτεραιότητα ως προς την κάλυψή τους. Οι έχοντες την μεγαλύτερη προτεραιότητα έχουν και τον μικρότερο κίνδυνο να υποστούν ζημία σε οποιαδήποτε κατάσταση και αν επικρατεί, και αντίστροφα. Υπό κανονικές συνθήκες οι χρηματοδότες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Στην πρώτη με την μεγαλύτερη προτεραιότητα εντάσσονται οι καταθέτες, τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτές σε χρεόγραφα. Ακολουθούν οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών και τελευταίοι έρχονται οι κοινοί μέτοχοι.

Σε περίπτωση πτωχεύσεως πρώτα καλύπτονται υποχρεώσεις προς την εφορία, τα ασφαλιστικά ταμεία, τους εργαζόμενους και τέλος τους προμηθευτές. Ακολουθούν οι έχοντες εγγυήσεις με πρώτες στη σειρά τις κεντρικές τράπεζες και στη συνέχεια τους καταθέτες και οι επενδυτές σε χρεόγραφα. Τις δύο τελευταίες περιπτώσεις επηρεάζει αν υπάρχει ή όχι κάλυψη από το ταμείο εγγύησης καταθέσεων και επενδύσεων. Τελευταίοι έρχονται οι μέτοχοι.

Στοιχεία εκτός ισολογισμού

Εκτός ισολογισμού στοιχεία αποτελούν τα στοιχεία του ενεργητικού ή του παθητικού που δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό μιας τράπεζας επειδή δεν αφορούν τρέχουσα υποχρέωση ή απαίτηση. Είναι δύσκολο να εντοπιστούν στις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών και συνήθως εμφανίζονται μόνο στις συνοδευτικές σημειώσεις.

Αποτελούνται συχνά από τίτλους που μπορεί να ανήκουν σε μεμονωμένους πελάτες ή σε νομικά πρόσωπα. Η τράπεζα δεν έχει καμία άμεση απαίτηση για τα περιουσιακά αυτά στοιχεία, γι' αυτό δεν τα καταγράφει στον ισολογισμό της. Αναφέρονται όμως στις λογιστικές καταστάσεις ως στοιχεία υπό διαχείριση. Ορισμένες κατηγορίες εκτός ισολογισμού δραστηριοτήτων αποτελούν οι εγγυητικές επιστολές, τα Swap και οι τιτλοποιήσεις.

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως

Πηγές εισροών και εκροών

Καθώς ο ισολογισμός περιγράφει μέσω των λειτουργιών μιας τράπεζας τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις που δημιουργούνται, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως καταγράφει τα αποτελέσματα που απορρέουν μέσω αυτών, τόκους δηλαδή και προμήθειες, οι οποίες αποτελούν τις κύριες πηγές εσόδων και εξόδων. Περιλαμβάνει επίσης τις προβλέψεις, οι οποίες αφορούν σε αναμενόμενες ζημίες από στοιχεία εκτός ισολογισμού, και τις ζημίες απομειώσεως, οι οποίες αφορούν στοιχεία του ενεργητικού τα οποία αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος διότι αποτελούν έξοδο για την τράπεζα καθώς δεν αναμένεται να αποπληρωθούν.

Στην τελευταία περίπτωση, στην οποία το ύψος της ζημίας και ο χρόνος πραγματοποίησής της εκτιμάται από την τράπεζα, της δίνει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί τις ζημίες απομειώσεως με τέτοιο τρόπο ώστε να επηρεάσει την παρουσίαση των πραγματικών κερδών. Εάν όμως η εκτίμηση αυτή είναι λανθασμένη, προκύπτουν μη αναμενόμενες ζημίες οι οποίες επιβαρύνουν τα κέρδη της περιόδου και επηρεάζουν δυσμενώς την καθαρή θέση της τράπεζας. Σε περιπτώσεις που η τράπεζα επιθυμεί την διαγραφή μη εξυπηρετούμενων δανείων, δεν επηρεάζει ούτε τον λογαριασμό των δανείων ούτε τα κέρδη χρήσης διατηρώντας παράλληλα την απαίτησή της από τον δανεισθέντα. Τα δάνεια αυτά μεταφέρονται στα στοιχεία εκτός ισολογισμού και συγκεκριμένα στους λογαριασμούς μνείας.

Πίνακας 2: Αποτελέσματα Χρήσης Τυπικής Τράπεζας (Έσοδα-Έξοδα)

<u>Καθαρά έσοδα από τόκους</u> • Έσοδα από τόκους • Έξοδα για τόκους
<u>Καθαρά μη-επιτοκιακά έσοδα</u> Προμήθειες από: • Τραπεζικές εργασίες • Ασφαλιστικές δραστηριότητες • Επενδυτική τραπεζική • Μεσιτεία τίτλων Έσοδα από τίτλους (μερίσματα μετοχών) Χρηματοοικονομικές Πράξεις (Κέρδη-ζημίες από μεταβολές αξιών)
<u>Καθαρά λειτουργικά έσοδα</u>
<u>Άλλα έξοδα:</u> Αμοιβές και έξοδα προσωπικού Γενικά διοικητικά έξοδα Αποσβέσεις Λοιπά
<u>Καθαρά έσοδα προ ζημιών απομειώσεως και προβλέψεων</u>
<u>Ζημίες απομειώσεως και προβλέψεις</u>
<u>Κέρδη (Ζημίες) προ φόρων εισοδήματος</u>
<u>Φόροι εισοδήματος</u>
<u>Καθαρά Κέρδη (Ζημίες) μετά τον φόρο εισοδήματος</u>

Για μια τράπεζα, τα δάνεια, τα οποία και αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των απαιτήσεων της, σε συνδυασμό με τις απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων και τα ομόλογα είναι η κυριότερη πηγή εσόδων μέσω της είσπραξης των τόκων. Επιπλέον, έσοδα μπορούν να υπάρχουν υπό την μορφή μερισμάτων μετοχών και κεφαλαιακών κερδών λόγω της αύξησης της εύλογης αξίας ομολόγων και μετοχών. Το ίδιο ισχύει για θέσεις σε παράγωγα στην περίπτωση αύξησής της για την πλευρά του ενεργητικού και μείωσής της στην πλευρά του παθητικού καθώς επίσης και από μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όμως ούτε η αύξηση ούτε και η μείωση της εύλογης αξίας των μετοχών αποτελούν καθαρές ταμιακές ροές μέχρι την στιγμή της πώλησής τους με αποτέλεσμα το κέρδος ή την ζημία αντίστοιχα. Προμήθειες κατά καταθετικών λογαριασμών αποτελούν επίσης έσοδα. Αντίστοιχα, πηγή εξόδων είναι οι τόκοι για καταθέσεις, υποχρεώσεις έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων και η χρηματοδότηση από τις αγορές.

Ζημίες απομειώσεως - Κίνητρα και διλήμματα

Η πιθανή δυνατότητα των τραπεζών να χρησιμοποιούν τις ζημίες απομειώσεως προκειμένου να παρουσιάζουν τα λογιστικά κέρδη πιο ευνοϊκά, στηρίζεται τόσο στη δυσκολία προσδιορισμού τους όσο και στα κίνητρα των διοικήσεων με απώτερο σκοπό την συμμόρφωση στους κανόνες που επιβάλλουν οι εποπτικές και λογιστικές αρχές ή άλλα ενδιαφερόμενα μέρη.

Ως ζημία απομειώσεως ορίζεται η πιθανότητα να επέλθει ζημία στην περίπτωση που ο δανειολήπτης δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις. Στην περίπτωση αυτή η τράπεζα θα έχει εκτιμήσει το ποσό το οποίο θεωρεί ότι θα μπορέσει να εισπράξει έτσι ώστε να έχει προσδιορίσει την ζημία απομειώσεως. Αν και δεν είναι καθόλου εύκολος ο προσδιορισμός της πιθανότητας εμφάνισης αυτών των δυσκολιών, αν δεν το πράξει θα αναγκαστεί να αναγνωρίσει σε μεταγενέστερο χρόνο μεγαλύτερες ζημίες μειώνοντας τα κέρδη της.

Από την άλλη πλευρά οι εποπτικές αρχές επιθυμούν να έχουν γίνει οι απαιτούμενες ενέργειες εκ των προτέρων ώστε να αντιμετωπιστούν οι δυσκολίες αυτές αν και όταν συμβούν. Το βασικότερό τους επιχείρημα είναι η μεγάλη μόχλευση των τραπεζών. Αυτό σημαίνει ότι ακόμα και μικρής έκτασης ζημίες μπορούν να καταστήσουν αρνητική την καθαρή θέση μιας τράπεζας οδηγώντας την σε πτώχευση. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο οι τράπεζες εκτιμούν τον πιθανό κίνδυνο μη αποπληρωμής ακόμη και από την στιγμή της σύναψης ενός δανείου, τις οποίες εκτιμήσεις επαναπροσδιορίζουν ανάλογα με τις καταστάσεις που επικρατούν στην οικονομία.

Παρά το γεγονός ότι οι τράπεζες εφευρίσκουν διάφορους τρόπους για να αποφύγουν τις απαιτήσεις των αρχών ή άλλων συμμετεχόντων της αγοράς παρουσιάζοντας τεχνηέντως τα κέρδη που αυτές κάθε φορά επιθυμούν, αργά ή γρήγορα το πρόβλημα θα εμφανιστεί. Τα κίνητρα όμως δεν είναι πάντα στρεβλά. Πολλές φορές ακολουθούνται τέτοιου είδους τακτικές είτε κατ' ανάγκη είτε προς το συμφέρον της τράπεζας, για λογιστικούς ή φορολογικούς

παραδείγματος χάριν λόγους, χωρίς κάποια επίπτωση στο δημόσιο συμφέρον και συνήθως σε περιόδους καλές για την οικονομία.

Αντίθετα, τα στρεβλά κίνητρα συνδέονται άμεσα με τις κακές περιόδους, και η αντιμετώπισή τους από τις εποπτικές αρχές είναι δύσκολη. Ακόμα και στις καλές εποχές, γνωρίζοντας ότι οι αδυναμίες πάντα υπάρχουν αν και δεν έχουν ακόμα εμφανιστεί, αν διαπιστώσουν υποεκτιμήσεις στις ζημιές απομειώσεως και επιχειρήσουν να τις διορθώσουν, θα αντιμετωπίσουν την πιθανότητα πρόκλησης τραπεζικής κρίσης. Στις κακές περιόδους η πτώχευση λόγω τέτοιων ενεργειών είναι πιθανή για όλους.

Στην χειραγώγηση των ζημιών απομειώσεως και των κερδών συμβάλει και η ασύμμετρη πληροφόρηση και στην περίπτωση των τραπεζών η πληροφόρηση που έχουν οι διοικήσεις έναντι των υπολοίπων την οποία υπάρχει πιθανότητα να χρησιμοποιήσουν προς ίδιον όφελος. Το θεσμικό πλαίσιο αδυνατεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τέτοιες καταστάσεις. Από τη μία η διακριτική ευχέρεια των τραπεζών στην εκτίμηση των ζημιών απομειώσεως και από την άλλη η δυσκολία απαίτησης παροχής αναλυτικών πληροφοριών για τις ζημιές αυτές, το μεγάλο κόστος ελέγχου από τις εποπτικές αρχές και τα πιθανά στρεβλά κίνητρα των στελεχών των εποπτικών αρχών δυσχεραίνουν και καθιστούν αναποτελεσματικό το έργο του. Ακόμα όμως και αν μπορούσε να επιτευχθεί άριστη εποπτεία από τις αρχές, θα αποδυνάμωνε την πειθαρχία της αγοράς, αποθαρρύνοντας τους ενδιαφερόμενους να παρακολουθούν τις ενέργειες από πλευράς διοικήσεως των τραπεζών.

2.3 Τραπεζικοί κίνδυνοι

Συμβολή στην οικονομία και κίνδυνος πτώχευσης

Οι τράπεζες μέσω των λειτουργιών τους συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας και στην κοινωνική ευημερία. Πάντα υπάρχει όμως ο κίνδυνος της πτώχευσης, ακόμα και σε καλές εποχές, καθώς οι τράπεζες αναλαμβάνουν κινδύνους που πολλές φορές δεν μπορούν να ελέγξουν. Όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν, τόσο μεγαλύτερη και η πιθανότητα αυτό να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για το τραπεζικό

σύστημα. Αν δηλαδή μια τράπεζα δεν μπορέσει να ανταπεξέλθει στους κινδύνους που έχει αναλάβει, θα οδηγήσει σε μια γενικευμένη κρίση με δυσμενείς συνέπειες για ολόκληρη την κοινωνία. Τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων οι οποίες επιθυμούν την μεγιστοποίηση των κερδών τους αναλαμβάνοντας μεγάλα ρίσκα καθώς και η δυσκολία εκτίμησης των ρίσκων αυτών είναι δυνατόν να αποφέρουν μεγάλο κοινωνικό κόστος.

Κυριότερες μορφές κινδύνων που απορρέουν από τις λειτουργίες μιας τράπεζας αποτελούν ο πιστωτικός, διότι υπάρχει πιθανότητα μη αποπληρωμής κάποιων δανείων που έχουν χορηγηθεί, και ο κίνδυνος αγοράς λόγω μείωσης της αξίας ορισμένων επενδύσεων της τράπεζας. Επίσης, η χρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων τους με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, δάνεια και καταθέσεις αντίστοιχα όπως και χρηματοδότηση από τις αγορές, οδηγούν στον κίνδυνο ρευστότητας και επιτοκίου.

Πιστωτικός κίνδυνος

Για έναν καταθέτη, η διαχείριση των χρημάτων με σκοπό την μεγαλύτερη απόδοσή τους έχει θετικά και αρνητικά στοιχεία. Θα μπορούσε δηλαδή από την επιλογή να καταθέσει τα χρήματά του σε μια τράπεζα, να τα δανείσει κατευθείαν σε κάποιον δανειολήπτη καθώς θα απολάμβανε μεγαλύτερη απόδοση και θα απέφευγε το κόστος διαμεσολάβησης. Τον πιστωτικό όμως κίνδυνο που θα προέκυπτε στην περίπτωση αθέτησης ή αδυναμίας από πλευράς δανειολήπτη δεν θα μπορούσε να τον διαχειριστεί.

Το κόστος αυτό το αναλαμβάνουν οι τράπεζες παρέχοντας στον αποταμιευτή την ασφάλεια των χρημάτων του. Οι τράπεζες μέσω της τεχνογνωσίας και των πληροφοριών που μπορούν να συλλέξουν, είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους που θα εμφανιστούν, να τους εκτιμήσουν και να τους παρακολουθούν. Αυτό επιτυγχάνεται λόγω του μεγάλου μεγέθους τους και του καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου δανείων, μειώνοντας την πιθανότητα αθέτησης και κατ' επέκταση την ζημία.

Ο πιστωτικός κίνδυνος όμως μπορεί να οδηγήσει μια τράπεζα σε πτώχευση. Τα κίνητρα των διοικήσεων για χορήγηση δανείων υψηλού κινδύνου σε τρίτους ή σε εταιρείες συμφερόντων τους, προς όφελός τους, όπως και η ανάληψη πιστωτικού κινδύνου σε περιπτώσεις που βρίσκονται ήδη στα όρια της πτώχευσης, δύσκολα θα αποτρέψουν το μοιραίο, τόσο για την τράπεζα όσο και για όλο το τραπεζικό σύστημα.

Κίνδυνος ρευστότητας

Μια τραπεζική κρίση θα μπορούσε επίσης να προκαλέσει και η έλλειψη ρευστότητας, ακόμα και παροδική, καθώς θα έπληττε την φερεγγυότητα του τραπεζικού συστήματος. Οι τράπεζες και πάλι έχουν, λόγω μεγέθους και τεχνογνωσίας, τη δυνατότητα να διαχειριστούν τον κίνδυνο αυτό αποτελεσματικότερα. Χαμηλά κόστη συναλλαγών και τυποποιημένα προϊόντα συμβάλουν επίσης θετικά προς αυτό τον σκοπό όπως και τα οφέλη του μεγέθους τα οποία μετριάζουν τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης υποχρεώσεων οι οποίες απαιτείται να καλυφθούν άμεσα.

Ο κίνδυνος αυτός εμφανίζεται λόγω του μικρού ποσοστού χρημάτων που διατηρούν οι τράπεζες ως διαθέσιμα. Το κόστος ευκαιρίας, η μικρή δηλαδή απόδοση των διαθεσίμων, σε αντίθεση με την απόδοση από την επένδυσή τους, οδηγεί τις τράπεζες στην αύξηση της ρευστότητάς τους μέσω επενδύσεως της σε βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα και αξιόγραφα κυμαινόμενου επιτοκίου καθώς ο κίνδυνος είναι μικρός.

Οι αποδόσεις αυτές των επενδύσεων των διαθεσίμων αποτελούν κίνητρο για της διοικήσεις των τραπεζών να κρατούν την ρευστότητα χαμηλή καθιστώντας όμως αυτές ευάλωτες σε περίπτωση εμφάνισης μεγάλων εκροών. Αν σε αυτή την περίπτωση δεν βρει πηγές αναχρηματοδότησης, θα οδηγηθεί σε πληρωμή υψηλότερων επιτοκίων ή ακόμα χειρότερα σε ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού με αρνητική επίδραση στην καθαρή θέση.

Αυτό το γεγονός καθιστά ευάλωτες ακόμα και τις μη έχουσες πρόβλημα ρευστότητας τράπεζες, καθώς θα προκαλέσει πανικό και άμεση εκροή από όλο το τραπεζικό σύστημα, μιας και οι καταθέτες θα σπεύσουν να αποσύρουν τα

χρήματά τους. Συνεπώς το θεσμικό πλαίσιο θα μπορούσε με τη θέσπιση κανόνων ρευστότητας και την παρακολούθηση ότι εφαρμόζονται σωστά και από όλους, να αντιμετωπίσει τις δυσμενείς επιπτώσεις αυτού του κινδύνου για την κοινωνία.

Κίνδυνος επιτοκίου

Η διαδικασία χορήγησης ενός δανείου από την τράπεζα απαιτεί την άντληση του ποσού αυτού από κάποια πηγή χρηματοδότησης με κάποιο κόστος. Το κόστος αυτό ορίζεται με την μορφή επιτοκίου που θα πρέπει να πληρώσει η τράπεζα ενώ παράλληλα θα εισπράττει τόκο από το χορηγηθέν δάνειο. Το κόστος αυτό μπορεί να μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου λόγω των μεταβολών των επιτοκίων δημιουργώντας έτσι κίνδυνο.

Για τα δάνεια σταθερού επιτοκίου, μια αύξηση των εξόδων για τόκους με τα αντίστοιχα έσοδα σταθερά, θα μειώσουν τα καθαρά έσοδα από τόκους. Αντίστροφα, στα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου οι τράπεζες έχουν μια σταθερότητα στα έσοδα από τόκους την οποία δεν έχουν οι δανειολήπτες. Μια πιθανή δηλαδή αύξηση του επιτοκίου θα τους επιβαρύνει περαιτέρω στην αποπληρωμή. Η δυσχέρεια αυτή, θα μπορούσε να τους οδηγήσει σε αδυναμία πληρωμής. Από την πλευρά της τράπεζας θα μπορούσε να αποφύγει αρχικά τον κίνδυνο επιτοκίου αλλά πιθανόν να αντιμετώπιζε τον πιστωτικό. Το πλεονέκτημα των τραπεζών από την δυνατότητα να απολαμβάνουν υψηλά καθαρά έσοδα από τόκους δίχως να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο επιτοκίου συνδέεται και πάλι με τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων οι οποίες κερδίζουν έως ότου ο κίνδυνος εμφανιστεί.

Άλλοι κίνδυνοι

Οι συναλλαγές (καταθέσεις και δάνεια) των τραπεζών δεν γίνονται πάντα στο εγχώριο νόμισμα αλλά και σε συνάλλαγμα με αποτέλεσμα η τράπεζα να εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει όταν μεταβάλλονται οι νομισματικές ισοτιμίες στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος. Συνεπώς, ως συναλλαγματικός κίνδυνος ορίζεται η μεταβολή της καθαρής θέσης της τράπεζας λόγω μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οφείλεται στις

διακυμάνσεις της αξίας των νομισμάτων, που επηρεάζουν τις θέσεις που έχει λάβει μια τράπεζα σε συνάλλαγμα για τη διαχείριση των διαθεσίμων της ή για λογαριασμό πελατών της. Οι τράπεζες έχουν μεγάλες θέσεις σε συνάλλαγμα τόσο στην τρέχουσα όσο και στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, που μεταβάλλονται συνεχώς επηρεάζοντας την καθαρή θέση.

Η επίδραση αυτή μπορεί να είναι άμεση, να είναι εμφανής στον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσεως και να οφείλεται στην ανατίμηση ή υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος και έμμεση με την μορφή κάποιου άλλου κινδύνου άσχετη με τις μεταβολές της ισοτιμίας όπως ο πιστωτικός, ρευστότητας επιτοκίου, αγοράς και χώρας. Τα κίνητρα μιας τράπεζας να δανείσει ή να δανειστεί σε ξένο νόμισμα, με σκοπό την κερδοφορία και σε σχέση με τις εκτιμήσεις της για την πιθανή κίνηση της ισοτιμίας θα οδηγήσουν σε πιστωτικό κίνδυνο αν οι εκτιμήσεις αυτές πέσουν έξω.

Επιπροσθέτως, δυσμενείς μεταβολές ισοτιμιών, επιτοκίων και γενικότερα της οικονομίας προκαλούν μεταβολές στην εύλογη αξία ομολόγων, μετοχών και παραγώγων στα οποία έχει επενδύσει η τράπεζα οδηγώντας στον κίνδυνο αγοράς. Τα στρεβλά κίνητρα για επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης θα μπορούσαν να φέρουν μια τράπεζα αντιμέτωπη με τον κίνδυνο αυτό.

Ο λειτουργικός κίνδυνος είναι αρκετά σοβαρός για μια τράπεζα καθώς εκτός από το γεγονός ότι είναι δύσκολος να προβλεφθεί, οφείλεται στον ανθρώπινο παράγοντα. Ανεπαρκείς εσωτερικές λειτουργίες και αστοχία πληροφοριακών συστημάτων, ανθρώπινα λάθη και αδυναμίες, νομικές ατέλειες και εξωτερικά γεγονότα μπορούν να οδηγήσουν σε σημαντικές δυσλειτουργίες χωρίς να δώσουν περιθώρια αντίδρασης. Απαιτούνται λοιπόν μηχανισμοί οι οποίοι θα ελέγχουν για τέτοιου είδους καταστάσεις όπως και για τα κίνητρα των εργαζομένων τα οποία θα πρέπει να είναι πάντα εναρμονισμένα με τα συμφέροντα της τράπεζας.

Ο κίνδυνος φήμης εμφανίζεται σε περιπτώσεις όπου οι πρακτικές της τράπεζας παίρνουν αρνητική δημοσιότητα με αποτέλεσμα απώλεια πελατών και εσόδων και παράλληλα αύξηση των εξόδων. Η πρόβλεψή του είναι πολύ δύσκολη

όπως και οι πιθανές ζημίες που μπορεί να προκαλέσει μιας και εμφανίζονται σπάνια. Θα μπορούσε όμως εν μέρει να αποτραπεί αποφεύγοντας τα στρεβλά κίνητρα που μπορεί να υπάρχουν στους εργαζόμενους λόγω των στόχων τους οποίους προσπαθούν να επιτύχουν προωθώντας λάθος υπηρεσίες σε λάθος πελάτες. Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και με τον νομικό κίνδυνο μόνο που στην περίπτωση αυτή προέρχεται από νομικές υποθέσεις.

Ο παρεμβατισμός των εποπτικών αρχών στο τραπεζικό σύστημα μέσω των μεταβολών του θεσμικού πλαισίου είναι δυνατόν να οδηγήσει σε ζημίες και ονομάζεται θεσμικός κίνδυνος. Τέτοιου είδους μεταβολές αναφέρονται στην δυνατότητα των τραπεζών να επενδύουν σε αξιόγραφα όπως και οι εκ των υστέρων μεταβολές σε όρους ιδιωτικών συμβολαίων. Ο παρεμβατισμός αυτός εντείνεται συνήθως σε περιόδους χρηματοοικονομικής κρίσης.

Ακόμη, ο κίνδυνος χώρας μπορεί να επιφέρει επιζήμιες για μια τράπεζα καταστάσεις χωρίς όμως η ίδια να στερείται δυνατότητας. Αυτό οφείλεται κυρίως σε περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων στο εξωτερικό επιβληθέντες από την ίδια την χώρα για λόγους άσχετους με την κατάσταση της τράπεζας. Οι αντισυμβαλλόμενοί της επομένως ενδέχεται να κινηθούν εναντίον της, δημιουργώντας προβλήματα στη τράπεζα άνευ λόγου.

Υπάρχει όμως και η πιθανότητα οι κίνδυνοι να συνυπάρχουν ή να αλληλεπιδρούν μεταξύ τους καθιστώντας βέβαιη την πτώχευση μιας τράπεζας. Από ποιόν κίνδυνο θα ξεκινήσει η διαδικασία αυτή μικρή σημασία έχει διότι αργά ή γρήγορα θα κάνουν την εμφάνισή τους και οι υπόλοιποι, και ενισχύοντας ο ένας τον άλλο θα προκαλέσουν δυσμενείς συνέπειες ακόμα και για ολόκληρη την οικονομία. Επίσης η ταχύτητα με την οποία ο ένας κίνδυνος ακολουθεί τον άλλο είναι μεγάλη μην αφήνοντας περιθώρια αντίδρασης. Αρνητική επίδραση σε αυτό έχουν οι προσδοκίες καθώς σε μια υποψία προβλήματος θα λειτουργήσουν αποσταθεροποιητικά διογκώνοντάς το και οδηγώντας την τράπεζα ακόμα και σε πτώχευση παρά το γεγονός ότι η κατάστασή της δεν ήταν τέτοια ώστε να καταλήξει έτσι.

2.4 Τραπεζικοί κίνδυνοι - Επίδραση στην οικονομία /από τις αγορές

Η παρακολούθηση των τραπεζικών κινδύνων για το πως αυτοί επιδρούν στο τραπεζικό σύστημα, και ακόμα πως η ίδια η οικονομία επηρεάζει τους κινδύνους αυτούς αποτελεί ένα πολύ σημαντικό στοιχείο για την διατήρηση της σταθερότητας. Οι δείκτες μόχλευσης των τραπεζών για παράδειγμα, όπως και οι αξιολογήσεις τους από τους οίκους αξιολόγησης (stand-alone rating) αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο στην πρόβλεψη της κατάστασης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προς αυτή την κατεύθυνση μπορούμε να συμπεριλάβουμε και στοιχεία της αγοράς όπως το κρατικό χρέος, η ανεργία ή το θεσμικό πλαίσιο.

Οικονομικές συνθήκες και συνέπειες

Το τραπεζικό σύστημα παίζει σπουδαίο ρόλο στην κοινωνική ευημερία μέσω της επίδρασής του στην οικονομία, τις αγορές και το θεσμικό πλαίσιο. Παράλληλα όμως επηρεάζεται και αυτό άμεσα από την ίδια την οικονομία. Καθώς οι τραπεζικοί κίνδυνοι υπάρχουν ακόμα και στις περιόδους ανάπτυξης, απαιτείται συνεχής παρακολούθηση από όλους τους παράγοντες της οικονομίας καθώς μια πιθανή ύφεση δεν μπορεί να προβλεφτεί. Συνεπώς, μια τραπεζική κρίση θα μπορούσε να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την οικονομία.

Λόγω των μεταβαλλόμενων συνθηκών που επικρατούν σε μια οικονομία επηρεάζονται τόσο οι τραπεζικοί κίνδυνοι στο σύνολό τους, επηρεάζοντας με τη σειρά τους τα στοιχεία του ισολογισμού μιας τράπεζας, όσο και τα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσεως. Κίνδυνοι όπως ο πιστωτικός, ο ρευστότητας καθώς και άλλοι που σχετίζονται με τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις τιμές των αξιογράφων, αν και σε περιόδους ανάπτυξης δεν είναι ορατοί, σε περιόδους ύφεσης επηρεάζουν αρνητικά τόσο στοιχεία του ενεργητικού όσο και του παθητικού. Ως συνέπεια, οι αρνητικές συνθήκες της οικονομίας μπορούν να επηρεάσουν τα έσοδα μιας τράπεζας και συνεπώς και την καθαρή της θέση.

Το μέγεθος της τράπεζας αποτελεί σημαντικό κομμάτι στη σχέση της με την οικονομία και τις αγορές. Αν και η επίδραση των κακών συνθηκών της οικονομίας είναι ίδια στους κινδύνους των τραπεζών, μικρών και μεγάλων, η εμφάνιση κάποιου κινδύνου σε μία μικρή τράπεζα θα έχει περιορισμένο αντίκτυπο στην οικονομία και τις αγορές. Το αντίθετο συμβαίνει για μια μεγάλη τράπεζα. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο σε επίπεδο μιας χώρας ή ακόμα και σε παγκόσμιο επίπεδο κάποιες τράπεζες χαρακτηρίζονται ως συστημικά σημαντικές βάσει ορισμένων κριτηρίων.

Προσδοκίες - Θετική και αρνητική αλληλεπίδραση

Η αλληλεπίδραση μεταξύ τραπεζικού συστήματος και οικονομίας οδηγεί σε κοινωνική ευημερία σε περιόδους ανάπτυξης. Το αντίθετο ισχύει σε περιόδους ύφεσης. Η αλληλεπίδραση αυτή ενισχύεται περαιτέρω μέσω των προσδοκιών. Προσδοκίες για βελτίωση των οικονομικών συνθηκών θα έχουν θετική επίδραση στο τραπεζικό σύστημα όπως και αν οι θετικές προσδοκίες αφορούν το τραπεζικό σύστημα. Μέσω της σταθερότητας των τραπεζών θα βελτιωθούν και οι συνθήκες της οικονομίας και των αγορών. Σε αντίστροφες όμως περιπτώσεις, η ενισχυτική επίδραση των προσδοκιών θα είναι αρνητική.

Οι προσδοκίες όμως δεν θα μπορούσαν να λειτουργήσουν χωρίς την πληροφόρηση. Χρησιμοποιώντας και αξιολογώντας τις πληροφορίες που παρέχονται από τις κυβερνήσεις, τις κεντρικές τράπεζες, ακόμα και από τις εποπτικές αρχές επιδρούν αναλόγως, θετικά ή αρνητικά, βελτιώνοντας ή επιδεινώνοντας την κατάσταση τόσο των τραπεζών όσο και της οικονομίας.

Οικονομικό περιβάλλον - Επίδραση των μεταβολών του

Οι προσδοκίες εγκυμονούν προβλήματα τα οποία είτε είναι δύσκολο να διαχειριστούν από τις κυβερνήσεις είτε μπορούν να προκαλέσουν κρίσεις. Οι συνεχείς μεταβολές στην οικονομία και η ύπαρξη κινδύνων στο τραπεζικό σύστημα αποτελούν από μόνα τους παράγοντες πρόκλησης αποσταθεροποίησης, οι οποίοι παράγοντες μπορούν να κάνουν την εμφάνισή τους οποτεδήποτε.

Σε περιόδους υφέσεως και αναπτύξεως, η θετική και η αρνητική επιρροή στην κοινωνία ενισχύεται από τις προσδοκίες. Οι εξελίξεις εντείνονται και μεγιστοποιούνται περισσότερο από ότι θα συνέβαινε συνήθως. Συνεπώς, όσο περισσότερα κερδίζονται σε περιόδους ανάπτυξης, τόσα θα χαθούν όταν επέλθει η ύφεση. Επιπλέον, οι εντάσεις αυτές στις φάσεις της οικονομίας εντείνουν και την αλληλεπίδραση των κινδύνων των τραπεζών, κάτι το οποίο γνωρίζουν οι τράπεζες και υπό φυσιολογικές συνθήκες θα μπορούσαν να προστατευθούν.

Οι αισιόδοξες προβλέψεις πέραν του φυσιολογικού από πλευράς προσδοκιών είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε συσσώρευση προβλημάτων. Εάν τα προβλήματα αυτά δεν αντιμετωπισθούν εγκαίρως θα προκαλέσουν κρίση και φούσκες όπως παραδείγματος χάριν ακινήτων, καθώς επίσης και υπερχρέωση νοικοκυριών και επιχειρήσεων και κατ' επέκταση της χώρας. Ο λόγος είναι ότι η αισιοδοξία θα οδηγήσει σε αυξημένη ζήτηση σε δάνεια.

Αντιστοίχως στην πλευρά της προσφοράς, οι τράπεζες παραβλέπουν τους πιθανούς κινδύνους της υπερχρέωσης εξακολουθώντας να καλύπτουν την αυξανόμενη ζήτηση. Και στις δύο περιπτώσεις, κάνουν την εμφάνισή τους τα στρεβλά κίνητρα. Η άγνοια του κινδύνου οδηγεί σε επιθυμία για μεγαλύτερες απολαβές με αποτέλεσμα τον μεγαλύτερο δανεισμό. Αυξάνονται με αυτόν τον τρόπο οι αρνητικές συνέπειες, οι οποίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν παράγοντα αποσταθεροποίησης της οικονομίας.

Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος με την εισροή επενδυτικών κεφαλαίων από το εξωτερικό και η διευκόλυνση των αγορών να ανταγωνίζονται ελεύθερα διογκώνουν το πρόβλημα. Οι επενδυτές για λόγους επίτευξης αυξημένης απόδοσης των κεφαλαίων τους και οι χώρες λήπτες για λόγους ανάπτυξης μέσω επενδύσεων προκαλούν μέσω των στρεβλών κινήτρων τους φούσκες, με κόστος προς και τις δύο κατευθύνσεις.

Κρίση και γεγονότα πρόκλησης

Για να προκληθεί μια κρίση συνυπάρχουν προβλήματα τόσο στο χρηματοοικονομικό σύστημα όσο και στην οικονομία. Υπάρχει δηλαδή συστημικός κίνδυνος μέσω του οποίου ακόμα και μια ασήμαντη αφορμή μπορεί να πυροδοτήσει αρνητικές εξελίξεις. Η συσσώρευση προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα μπορεί να επηρεαστεί περαιτέρω από διαταραχές στην οικονομία, οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε κατάρρευση το τραπεζικό σύστημα και πτώχευση.

Πότε όμως θα επέλθει η κρίση δύσκολα μπορεί να εκτιμηθεί. Συνήθως οι διαταραχές αυτές υπάρχουν έως ότου κάνουν αισθητή την παρουσία τους. Η διόγκωση των χρεών σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις και τα συσσωρευμένα προβλήματα των τραπεζών τους καθιστούν ευάλωτους σε οποιαδήποτε μεταβολή στην οικονομία. Όσο πιο μεγάλη η έκθεση σε κινδύνους και οι διαταραχές που θα την επηρεάσουν τόσο πιο μεγάλη και η ζημία που θα προκληθεί. Η κυριότερη αρνητική επίδραση στην οικονομία και τις τράπεζες προέρχεται από τις υπερχρεωμένες κυβερνήσεις και χώρες. Όντας οι μεγαλύτεροι οφειλέτες σε μια οικονομία, αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους θα επηρεάσει άμεσα τις τράπεζες και εν συνεχεία την οικονομία.

Οι εποπτικές αρχές έχουν εργαλεία που τους δίνουν τη δυνατότητα να αντιμετωπίζουν διαταραχές οι οποίες έχουν διαγνωστεί. Μέσω της οικονομικής, νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής επηρεάζουν τους παράγοντες που προκαλούν τις διαταραχές ενισχύοντας τη σταθερότητα. Έχουν επίσης τη δυνατότητα να επηρεάσουν τις προσδοκίες στους τομείς της ζήτησης και της προσφοράς σε συνδυασμό με τα μέτρα του θεσμικού πλαισίου προς την ίδια κατεύθυνση.

2.5 Κρίσεις και Αρχές - Μέτρα πρόληψης και αντιμετώπισης

Τα συσσωρευμένα προβλήματα στην οικονομία και στις αγορές μπορούν να οδηγήσουν σε κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος. Γνωρίζοντας ότι μια τραπεζική κρίση θα έχει αντίκτυπο στην κοινωνική ευημερία, οι αρχές οφείλουν

να παρακολουθούν για μια τέτοια πιθανότητα ώστε να αποφευχθεί οποιαδήποτε μελλοντική ανάγκη στήριξης των τραπεζών. Προβλήματα τα οποία δεν αφορούν το τραπεζικό σύστημα και κάποιες φορές ακόμα και την ίδια την χώρα μπορούν να εμφανιστούν ανά πάσα στιγμή. Η δυσκολία όμως αποτροπής και έγκαιρης αναγνώρισής τους, καθιστούν την κρατική παρέμβαση αναπόφευκτη. Η εκ των προτέρων γνώση αυτής της παρέμβασης στα δύσκολα, μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων των τραπεζών μεγεθύνοντας το πρόβλημα.

Εστιάζοντας στην ανάγκη παροχής στήριξης προς τις τράπεζες εμφανίζονται ανισοροπίες στην κοινωνία. Στήριξη των λίγων και δυνατών θα παρέχεται εις βάρος της πλειοψηφίας των μικρομεσαίων στρωμάτων. Για την αποφυγή τους θα ήταν προτιμότερη μια αυστηρή επιτήρηση η οποία θα αντιμετώπιζε το πρόβλημα εν τη γενέσει του μέσω ενός αποτελεσματικού θεσμικού πλαισίου πριν καταστεί αναγκαία η παροχή στήριξης.

Εκ των προτέρων παρεμβάσεις

Η οικονομική πολιτική, η προσαρμογή του θεσμικού πλαισίου και των όρων ιδιωτικών συμβάσεων, η θεσμική ανοχή και τα μέτρα περιορισμού του κινδύνου ρευστότητας αποτελούν τα εργαλεία των αρχών για την αποτροπή δημιουργίας καταστάσεων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μια κρίση. Μέσω της αλληλεπίδρασής τους επηρεάζουν θετικά τις προσδοκίες και μειώνουν τους κινδύνους. Προς αυτή την κατεύθυνση, οι εποπτικές αρχές για να διασφαλίσουν την χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επέβαλλαν ορισμένα μέτρα (Βασιλεία III) για τη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού τομέα να απορροφά ζημίες. Αυτό επιτυγχάνεται απαιτώντας από τις τράπεζες να τηρούν επαρκή κεφάλαια και να τα ενισχύουν μέσω διαφόρων μορφών χρηματοδότησης.

Παράλληλα όμως έχουν και κάποιο κόστος, τόσο από άποψη προσδοκιών ενισχύοντας τα στρεβλά κίνητρα και τις ανισότητες, όσο και κοινωνικό. Αναλυτικότερα, ο κίνδυνος ρευστότητας αποτελεί τον πρώτο στόχο των αρχών διότι εκτός της καταστροφικής επίδρασής του σε μια τράπεζα, δεν προκαλείται από συσσωρευμένες παθολογίες του συστήματος και της οικονομίας, αλλά

επηρεάζεται άμεσα από οποιαδήποτε μεταβολή. Συνεπώς, είναι σχεδόν αδύνατο να προβλεφθεί και η αντιμετώπισή του εκτός από άμεση όταν διαπιστωθεί παρέχοντας ρευστότητα, μπορεί να είναι και έμμεση, προληπτική δηλαδή προς αποφυγήν ή ακόμα και μετριασμού των συνεπειών μέσω των κινήτρων προς τους ιδιώτες για παροχή ρευστότητας όπως η εγγύηση των καταθέσεων.

Η κρατική εγγύηση των υποχρεώσεων των τραπεζών και ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας ως δανειστής της τελευταίας καταφυγής, παρέχουν επί-σης στήριξη στις τράπεζες. Στην πρώτη περίπτωση το κράτος εγγυάται τις υποχρεώσεις τους προς τους πιστωτές ενώ στη δεύτερη ενισχύει τη σταθερότητα καθώς όλοι γνωρίζουν ότι σε περίπτωση εμφάνισης δυσκολιών θα παρέμβει παρέχοντας ρευστότητα. Και στις δύο περιπτώσεις όμως επηρεάζονται αρνητικά τα στρεβλά κίνητρα. Οι τράπεζες έχουν τη σιγουριά της άντλησης ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα και την εγγύηση για τις υποχρεώσεις τους από την κυβέρνηση χωρίς κανένα κόστος. Θα έπρεπε λοιπόν να υπάρχει διαμόρφωση στο θεσμικό πλαίσιο, τέτοια ώστε να αποφεύγονται τα στρεβλά κίνητρα και η παροχή βοήθειας εις βάρος της κοινωνίας.

Μέσω της οικονομικής, δημοσιονομικής από την πλευρά της κυβέρνησης, και νομισματικής από την πλευρά της κεντρικής τράπεζας πολιτικής, επηρεάζεται η οικονομία και οι κίνδυνοι που απορρέουν από αυτή. Η διαχείριση παραδείγματος χάριν των επιτοκίων, των ισοτιμιών και των προσδοκιών οδηγούν και στη διαχείριση κινδύνων όπως ο πιστωτικός, ο συναλλαγματικός και ο επιτοκίου. Προς την ίδια κατεύθυνση μετριασμού των κινδύνων είναι και η αλλαγή των κανόνων του θεσμικού πλαισίου και των όρων ιδιωτικών συμβολαίων. Η κύρια επιδίωξη είναι να υπάρχει μια ισορροπία μεταξύ του ευνοούμενου και αυτού που θα επωμιστεί τις συνέπειες, περιορίζοντας το κόστος για το κοινωνικό σύνολο. Απαιτείται όμως κάποιες φορές και η θεσμική ανοχή. Η ελαστικότερη δηλαδή εφαρμογή των κανόνων του θεσμικού πλαισίου δίνοντας το περιθώριο για αντιμετώπιση των όποιων προβλημάτων.

Για να εκτιμήσουν οι αρχές την βιωσιμότητα των τραπεζών λόγω των επιλογών αυτών διενεργούν τις ασκήσεις φερεγγυότητας (stress tests). Στο ποιο θα είναι

όμως το αποτέλεσμα τον πρώτο λόγο έχουν οι αγορές καθώς ακόμα και αν τα αποτελέσματα είναι θετικά, σημαντικό ρόλο παίζει η αξιοπιστία των σεναρίων. Αν οι αγορές δεν πεισθούν, θα δημιουργηθούν αρνητικές προσδοκίες.

Εδώ εμφανίζεται και πάλι ο ρόλος των αρχών και της στήριξης που μπορούν να παρέχουν σε συνδυασμό με τη θεσμική ανοχή. Το τραπεζικό σύστημα θα πρέπει να λειτουργεί με τη λογική ότι θα πρέπει να μετριάξει τους κινδύνους που αναλαμβάνει διότι σε περίπτωση κρίσης δεν θα παρασχεθεί οποιαδήποτε μορφή βοήθειας περιορίζοντας έτσι και τα στρεβλά κίνητρα. Από την άλλη μεριά όμως θα πρέπει να αφήνεται και ένα περιθώριο για παρεκκλίσεις, ώστε οι αγορές να προσδοκούν τέτοιες παρεμβάσεις προς σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος όταν δημιουργηθούν συνθήκες κρίσης πάντα όμως χωρίς διακρίσεις και οποιαδήποτε εξωτερική επιρροή προς τις αρχές όπως παραδείγματος χάριν η στήριξη των μεγάλων τραπεζών.

Οι σχέσεις μεταξύ των τραπεζών και πιο συγκεκριμένα οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις κατά και προς πιστωτικά ιδρύματα μέσω του ισολογισμού σχετίζονται με τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο ρευστότητας αντίστοιχα οι οποίοι μπορούν να δημιουργηθούν ή να μετακυληθούν από την μία τράπεζα στην άλλη. Μέσω των εκτός ισολογισμού στοιχείων μπορεί να προκληθεί πρόβλημα ρευστότητας όταν μια τράπεζα αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τρίτους, δημιουργώντας παρόμοια προβλήματα και στις υπόλοιπες τράπεζες και οδηγώντας αλυσιδωτά σε έλλειψη ρευστότητας.

Η πιθανότητα μόλυνσεως από λανθασμένες επιλογές μιας τράπεζας, ενισχύει τα στρεβλά κίνητρα των υπολοίπων, ωθώντας αυτές στην ανάληψη υψηλών κινδύνων λόγω του πειρασμού της χαμηλής ρευστότητας μέσω της χειραγώγησης των λογιστικών στοιχείων, της συλλογικής ανάληψης μεγάλων κινδύνων και της ενίσχυσης των δεσμών μεταξύ τους μειώνοντας έτσι τη δυνατότητα των αρχών να βοηθήσουν λόγω της έκτασης του προβλήματος και του μεγάλου δημοσιονομικού κόστους.

Όλες αυτές οι ενέργειες και οι παρεμβάσεις από πλευράς των εποπτικών αρχών για την στήριξη του τραπεζικού συστήματος, είτε εάν η κρίση έχει κάνει

την εμφάνισή της είτε ενεργώντας προληπτικά, οφείλουν να έχουν ένα και κύριο στόχο, την αποτροπή της χρηματοοικονομικής μόλυνσης. Οι επιλογές μιας τράπεζας μπορούν να οδηγήσουν σε κατάρρευση ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας. Τα στρεβλά κίνητρα, ο ισολογισμός και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία αποτελούν μέσα επέκτασης της μόλυνσης σε όλο το τραπεζικό σύστημα.

Εκ των υστέρων παρεμβάσεις

Όταν η τραπεζική κρίση ξεσπάσει, ως συνέπεια της αναποτελεσματικότητας των προληπτικών μέτρων των εποπτικών αρχών, απαιτείται η παρέμβαση προς καταστολή των συνεπειών της, με μεγαλύτερη το κλείσιμο των τραπεζών. Τα μέτρα διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες, την άμεση στήριξη, την ανακεφαλαιοποίηση και την εξυγίανση.

Η άμεση παροχή ρευστότητας σε μια τράπεζα ακόμα και αν έχει ήδη πτωχεύσει, της δίνει τη δυνατότητα να συνεχίσει να λειτουργεί βελτιώνοντας τις προσδοκίες και μειώνοντας το δημοσιονομικό κόστος. Η πιθανή ζημία λόγω της πτώχευσης περιλαμβάνει τους έχοντες απαιτήσεις μεταξύ των οποίων τους δημόσιους φορείς και τις κυβερνήσεις στην περίπτωση που έχουν εγγυηθεί για τις υποχρεώσεις των τραπεζών.

Αν και η άμεση παροχή ρευστότητας αποτρέπει το κλείσιμο της τράπεζας, η λειτουργία της με αρνητική καθαρή θέση δεν είναι δυνατόν να συνεχιστεί για μεγάλο χρονικό διάστημα. Της δίνει όμως το χρονικό περιθώριο προς αναζήτηση κεφαλαίων για την βελτίωση της καθαρής θέσης της, μέσω της οποίας καλύπτονται ζημίες από μη εξυπηρετούμενα δάνεια και από μεταβολές της εύλογης αξίας αξιολογίων.

Η ανακεφαλαιοποίηση μπορεί να γίνει με ιδιωτικά κεφάλαια, με κυβερνητικά ή και συνδυασμό τους. Η περίπτωση της συμμετοχής του δημοσίου στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με αύξηση της καθαρής θέσης παρέχει ρευστότητα στις τράπεζες, ενώ αν υπάρξει κρατικοποίηση, η κυβέρνηση συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο με δυνατότητα ελέγχου της διοικήσεως. Το γεγονός αυτό

συμβάλει στην βελτίωση των προσδοκιών και της εμπιστοσύνης όλων των ενδιαφερομένων προς το τραπεζικό σύστημα.

Η κυβέρνηση μπορεί να παράσχει οικονομικά κίνητρα προς τους ιδιώτες ώστε να καλύψουν το απαιτούμενο ποσό της ανακεφαλαιοποίησης, μπορούν όμως να συμμετέχουν από κοινού, με κίνητρο προς τους ιδιώτες την εκχώρηση της διοίκησης ή την συμμετοχή με μικρότερο κίνδυνο για τα κεφάλαιά τους όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες (CoCos).

Αγορά στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, όπως και στοιχείων εκτός ισολογισμού, συνήθως εις βάρος των φορολογουμένων καθώς γίνονται με χρήματά τους από τις αρχές, αποτελούν μέτρα εξυγίανσης αυξάνοντας τα ρευστά διαθέσιμα και βελτιώνοντας περαιτέρω την καθαρή θέση. Μπορούν επίσης να ακολουθήσουν συγχωνεύσεις και εξαγορές, δημιουργώντας νέες τράπεζες με μεγαλύτερη ρευστότητα. Για την επίτευξη όμως όλων αυτών των στόχων απαιτείται και η κατάλληλη οικονομική πολιτική, η οποία θα συμβάλει θετικά μέσω της βελτίωσης ολόκληρης της οικονομίας.

2.6 Ρευστότητα / Κεφαλαιακή επάρκεια και Πιστοληπτική Ικανότητα

Η ανάλυση της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, των οικονομικών καταστάσεων τους, των κινδύνων μέσω των στρεβλών κινήτρων, των παρεμβάσεων των αρχών και την αλληλεπίδραση όλων αυτών με την οικονομία και τις αγορές αποδεικνύει πως η πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών, η ικανότητα δηλαδή να ανταποκρίνονται στις δανειακές τους υποχρεώσεις και η κεφαλαιακή τους επάρκεια αποτελούν στοιχεία αλληλένδετα. Την μεγαλύτερη απόδειξη σε αυτό αποτελεί το παρελθόν μέσω των κρίσεων που έχουν καταγραφεί.

Ακόμη και σε περιόδους όπου δεν υπάρχουν εμφανή σημάδια επερχόμενης κρίσης, η μη τήρηση των κανόνων περί κεφαλαιακής επάρκειας, αργά ή γρήγορα, θα οδηγήσει σε χρηματοοικονομική μόλυνση και αναπόφευκτα σε κρίση. Συνεπώς, η σωστή διαχείριση της ρευστότητας πρέπει να ξεκινά από τις καλές εποχές και προς αυτή την κατεύθυνση κινούνται και οι κανόνες

ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των συμφώνων της Βασιλείας ως χρήσιμο εργαλείο παρέμβασης και εποπτείας του τραπεζικού συστήματος.

Σύμφωνα της Βασιλείας

Η ανάληψη υψηλών κινδύνων από πλευράς διοικήσεων των τραπεζών συνήθως απορρέει από την επιθυμία των μετόχων για υψηλές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων. Ένας τρόπος για να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός είναι μέσω της αύξησης της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων με μείωση των ρευστών διαθεσίμων. Χαμηλή ρευστότητα όμως θα μπορούσε να σημάνει αποσταθεροποίηση του συστήματος, το οποίο οι αρχές προσπαθούν να αντιμετωπίσουν με κανόνες για την ελάχιστη απαιτούμενη ρευστότητα την οποία υποχρεούνται οι τράπεζες να τηρούν ως ποσοστό των καταθέσεων.

Προς την ίδια κατεύθυνση κινήθηκε και η Επιτροπή της Βασιλείας μέσω της Βασιλείας III, μια αναθεώρηση της Βασιλείας II μιας και αποδείχθηκε ανεπαρκής μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2008, θεσπίζοντας κανόνες για την ρευστότητα χρηματοδότησεως. Μέσω των δεικτών καλύψεως ρευστότητας και καθαρής σταθερής χρηματοδότησεως, αποσκοπεί αφ' ενός στη δυνατότητα αντιμετώπισης παροδικής απώλειας ή αδυναμίας άντλησης ρευστότητας για διάστημα όχι μεγαλύτερο των τριάντα ημερών, με τον δείκτη "Αξία στοιχείων του ενεργητικού με μεγάλη ρευστότητα" προς "Συνολική εκροή ρευστότητας τις επόμενες τριάντα ημερολογιακές ημέρες" να απαιτείται μεγαλύτερος ή ίσος του 100%, και αφ' ετέρου στη μείωση του κινδύνου ρευστότητας σε μεγαλύτερο ορίζοντα με χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους με σταθερές πηγές χρηματοδότησης και με τον δείκτη "Διαθέσιμη σταθερή χρηματοδότηση" προς "Απαιτούμενη σταθερή χρηματοδότηση" μεγαλύτερο ή ίσο του 100%.

Η μέτρηση όμως των μεγεθών που απαιτούνται για τον υπολογισμό των δεικτών αυτών είναι πολύ δύσκολη με συνέπεια να αμφισβητείται η αξιοπιστία τους όταν ανακοινώνονται όπως επίσης και η αποτελεσματικότητά τους. Επιπροσθέτως, οι δύο αυτοί δείκτες μόνοι τους δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων και των μετόχων διότι οι τελευταίοι με τους κανόνες ρευστότητας να τους περιορίζουν στην επίτευξη της

επιθυμητής απόδοσης στρέφονται στην αύξηση της μόχλευσης με τις ίδιες επιπτώσεις όπως και της χαμηλής ρευστότητας.

Σε αυτή την περίπτωση η αντιμετώπιση έρχεται με τη θέσπιση ενός ανώτατου ορίου του λόγου "Συνολικό ενεργητικό" προς "Καθαρή θέση". Όταν όμως τα διαφορετικά λογιστικά πρότυπα των χωρών και η έκθεση των τραπεζών σε πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα καθιστούν τα αποτελέσματα αναξιόπιστα, για να συμπεριληφθούν οι διαφορές αυτές στον συντελεστή μόχλευσης, αυτός ορίζεται ως το "Μέτρο κεφαλαίου" προς το "Μέτρο εκθέσεως". Ο αριθμητής περιλαμβάνει τα βασικά ίδια κεφάλαια (Tier 1) ενώ ο παρονομαστής όλα τα στοιχεία του ενεργητικού, την έκθεση σε παράγωγα και συναλλαγές οι οποίες περιλαμβάνουν αξιόγραφα όπως συμφωνίες επαναγοράς και δανεισμός αξιολογίων, και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία όπως οι εγγυητικές επιστολές και οι ανοικτές γραμμές πίστωσης.

Ακολούθως, οι διοικήσεις αναζητούν άλλους τρόπους για την ικανοποίηση των προσδοκιών τους. Χορηγούν υψηλού κινδύνου δάνεια ή επενδύουν σε υψηλού κινδύνου αξιόγραφα απολαμβάνοντας τις υψηλές αποδόσεις έως ότου εμφανιστεί ο κίνδυνος και ούτω καθεξής. Αντιστοίχως, απαιτείται να θεσπιστούν περιορισμοί όσον αφορά τη σύνθεση του ενεργητικού όπως το κατώτατο όριο για την καθαρή θέση σε σχέση με το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό, το μέρος δηλαδή των ιδίων κεφαλαίων το οποίο δεσμεύει κάθε στοιχείο του ενεργητικού και τη χρήση των καταθέσεων για χρηματοδότηση ριψοκίνδυνων επενδύσεων. Επομένως, κάθε δάνειο, και γενικότερα στοιχείο του ενεργητικού, δεσμεύει μέρος του κεφαλαίου της τράπεζας. Όταν τα όρια των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας καλυφθούν, δεν θα υπάρχει η δυνατότητα για περαιτέρω χορήγηση δανείων ακόμα και αν εύρισκε την απαιτούμενη χρηματοδότηση με την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων να αποτελεί μονόδρομο.

Έτσι δημιουργείται κόστος για την τράπεζα στις περιπτώσεις της πρόωρης αποπληρωμής δανείων λόγω των πιθανώς χαμηλότερων επιτοκίων για νέες χορηγήσεις όταν η τράπεζα έχει δεσμευτεί για τον δανεισμό της με υψηλότερο. Από άποψη στάθμισης των στοιχείων του ενεργητικού και πιο συγκεκριμένα ο διαχωρισμός των δανείων με διαφορετικά σταθμά, μπορεί να ενισχύσει τα

στρεβλά κίνητρα ωθώντας τις τράπεζες να χρηματοδοτούν εκείνα με τη χαμηλότερη στάθμιση και άρα τη μικρότερη δέσμευση των ιδίων κεφαλαίων παραβλέποντας τις μελλοντικές συνέπειες στην κοινωνική ευημερία λόγω της αποφυγής των παραγωγικών επενδύσεων.

Παράκαμψη των κανονισμών

Λόγω του στόχου των διοικήσεων των τραπεζών για μεγιστοποίηση του πλούτου τους, έχουν αυξημένα κίνητρα για αποφυγή των περιορισμών οι οποίοι περιορίζουν τα μέσα επίτευξής του. Ο ισολογισμός αποτελεί έναν τρόπο παράκαμψης των κανόνων ρευστότητας, παραποιώντας τα στοιχεία και δείχνοντας ότι πληροί τους κανόνες ακόμα και αν αυτό δεν ισχύει.

Το ίδιο ισχύει και για τον κανονισμό κεφαλαιακής επάρκειας. Επιτυγχάνεται με χορήγηση δανείων σε οργανισμούς με μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο αποφέροντας υψηλότερα επιτόκια. Προς την ίδια κατεύθυνση και η υποτίμηση των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του ενεργητικού μειώνοντας τον λόγο των στοιχείων αυτών προς την καθαρή θέση χωρίς να απαιτείται μείωση του συνολικού ενεργητικού, αύξηση των ιδίων κεφαλαίων ή μείωση της μόχλευσης. Ακόμη, η μεταφορά των δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού μέσω των τιτλοποιήσεων δίνει στην τράπεζα την δυνατότητα να εμφανίζεται εντός των ορίων των κανονισμών. Η τράπεζα μεταφέρει τα δάνεια σε ένα όχημα ειδικού σκοπού το οποίο εκδίδει ομόλογα ίδιας αξίας και έτσι αντικαθιστά τα δάνεια στο ενεργητικό της με διαθέσιμα, με τα οποία μπορεί να χορηγήσει νέα δάνεια, μεταφέροντας επίσης τον πιστωτικό κίνδυνο στους επενδυτές που θα αγοράσουν τα ομόλογα από το όχημα ειδικού σκοπού.

Κεφάλαια απορρόφησης μη αναμενόμενων ζημιών

Τα εποπτικά κεφάλαια, των οποίων οι απαιτήσεις έχουν θεσπιστεί μέσω της Βασιλείας III, απορροφούν ζημίες πριν κληθούν οι πιστωτές και οι καταθέτες να τις επωμισθούν. Διακρίνονται σε βασικά ίδια κεφάλαια (Tier 1) τα οποία αποτελούνται από τα κύρια βασικά ίδια κεφάλαια όπως κοινές μετοχές και

παρακρατηθέντα κέρδη και πρόσθετα κεφάλαια όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες και οι προνομιούχες μετοχές και σε συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια (Tier 2) τα οποία περιλαμβάνουν δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, μετατρέψιμες ομολογίες και γενικά αποθεματικά, με τα τελευταία να είναι τα μόνα που αντιστοιχούν σε δάνεια των μετόχων.

Από τη Βασιλεία III προβλέπεται ότι τα κύρια βασικά ίδια κεφάλαια δεν μπορούν να είναι κάτω από 4,5% και τα βασικά ίδια κεφάλαια κάτω από 6% του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού. Από αυτό προκύπτει ότι τα πρόσθετα βασικά ίδια κεφάλαια δεν μπορούν να είναι μεγαλύτερα του 1,5% του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού. Σχετικά με τα συνολικά εποπτικά κεφάλαια (Tier 1 + Tier 2) και τα συμπληρωματικά, απαιτείται να μην είναι κάτω από 8% και πάνω από 2% αντίστοιχα, του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού.

Αναλύοντας τα συστατικά των εποπτικών κεφαλαίων, τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης διατρέχουν μικρό κίνδυνο να κλιθούν να συμμετάσχουν στις ζημίες σε περίπτωση πτώχευσης. Η αντίδραση των κατόχων τους είναι αρχικά η παρακολούθηση των τραπεζών και η πώληση των αξιογράφων στη δευτερογενή αγορά. Η αύξηση των αποδόσεών τους αποτελεί σημαντική πληροφορία για τους συμμετέχοντες στην αγορά καθώς και τις εποπτικές αρχές διότι αποτελούν ένδειξη κινδύνων. Παρ' όλα αυτά, προτιμούνται από τις τράπεζες λόγω του μικρού κόστους χρηματοδότησεως έναντι άλλων μορφών, καθώς οι αποδόσεις που ζητούνται από τους επενδυτές είναι χαμηλές λόγω του μικρού κινδύνου που αντιμετωπίζουν και οι τόκοι εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα. Στην ίδια κατηγορία βρίσκονται και τα γενικά αποθεματικά. Απομειώσεις που δεν έχουν εκτιμηθεί βάσει συγκεκριμένου δανείου, υπολογίζονται ως μέρος των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων (Tier 2) μέχρι ένα ποσοστό τους.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες (Contingent convertible bonds ή CoCos) αποτελούν επίσης συστατικό των εποπτικών κεφαλαίων. Απορροφούν ζημίες είτε απευθείας μέσω απομείωσης της ονομαστικής τους αξίας είτε με την μετατροπή τους σε μετοχές. Με τον τρόπο αυτό μειώνεται η μόχλευση και ικανοποιούνται

οι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Το πως και το πότε απορροφούνται ζημιές μέσω αυτού του είδους κεφαλαίων αποτελούν τα κυριότερα χαρακτηριστικά τους.

Η ενίσχυση των κεφαλαίων των τραπεζών μπορεί να αποτρέψει πιθανή χρεοκοπία και αυτό αποτελεί το σημαντικότερο πλεονέκτημα των ομολογιών αυτών, τόσο για τους μετόχους όσο και για τις εποπτικές αρχές. Για τους μετόχους, αν και η μετατροπή μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας, πριν τη μετατροπή οι τόκοι οι οποίοι εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα αυξάνουν την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ενώ για τις αρχές ένα ακόμα θετικό είναι η αποτροπή της ανακεφαλαιοποίησης την οποία θα επωμισθούν οι φορολογούμενοι. Στην πλευρά των επενδυτών το θετικό είναι το υψηλότερο επιτόκιο σε σύγκριση με τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης ή με άλλα ομόλογα.

Στη σχέση κινδύνου και ωφέλειας όμως έρχεται να προστεθεί και ο παράγων "επενδυτής", ποιος δηλαδή επενδύει και με ποιο σκοπό, όπως επίσης και το γεγονός ότι αποτελούν πολύ μικρό ποσοστό του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού ώστε να είναι σημαντική η συμβολή τους σε περίπτωση κρίσεως.

Επιπλέον κεφάλαια για απορρόφηση μη αναμενόμενων ζημιών αποτελούν το κεφαλαιακό απόθεμα, το οποίο ανέρχεται σε 2,5 % του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού, το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας στα ίδια ποσοστά και το κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας συστημικά σημαντικών τραπεζών οι οποίες καλούνται να τηρούν επιπλέον απόθεμα ασφαλείας της τάξεως του 1% έως και 2,5% του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Τα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα (CoCos) αποτελούν τίτλους υβριδικού κεφαλαίου, χρηματοοικονομικούς δηλαδή τίτλους που εκδίδουν οι τράπεζες και λογίζονται ως βασικά εποπτικά κεφάλαια (Tier 1 ή Tier 2) από τις τραπεζικές εποπτικές αρχές, όχι όμως με την ίδια βαρύτητα όπως το μετοχικό κεφάλαιο. Η συμβολή τους είναι σημαντική κυρίως σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας όπου αφενός οι ιδιώτες επενδυτές είναι απρόθυμοι να παράσχουν επιπλέον κεφάλαια στις τράπεζες και αφετέρου η στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον δημόσιο τομέα γίνεται με κεφάλαια τα οποία κοστίζουν στους φορολογούμενους και ενισχύουν τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων των τραπεζών (Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova, 2013).

Μέσω της ικανότητάς τους να απορροφούν ζημίες όταν τα κεφάλαια μιας τράπεζας πέσουν κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, οδηγούν το χρέος σε μείωση ενισχύοντας έτσι την κεφαλαιοποίηση της τράπεζας προς ικανοποίηση των κανονιστικών κεφαλαιακών απαιτήσεων οι οποίες αποτελούν και τον βασικότερο λόγο έκδοσης υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων.

3.1 Δομή και σχεδιασμός

Σύμφωνα με τους Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova (2013) η δομή τους διαμορφώνεται από τον κύριο στόχο της άμεσα διαθέσιμης πηγής κεφαλαίων σε περιόδους κρίσης. Ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων είναι το επίπεδο στο οποίο ενεργοποιείται ο μηχανισμός απορρόφησης απωλειών. Τα κριτήρια (trigger) ενεργοποίησης μπορούν να είναι περισσότερα του ενός και στην περίπτωση αυτή ενεργοποιείται ο μηχανισμός όταν οποιοδήποτε από αυτά παραβιαστούν. Το πότε θα ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός μπορεί να στηρίζεται στο εποπτικό κεφάλαιο ή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών, ως ποσοστό του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού όταν αυτό πέσει κάτω από τα προκαθορισμένα όρια.

Η ενεργοποίηση του μηχανισμού απορρόφησης μπορεί να είναι μηχανική, καθορισμένη δηλαδή αριθμητικά με βάση κάποιο κεφαλαιακό δείκτη, ή στη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών. Στην περίπτωση της μηχανικής, η ενεργοποίηση πραγματοποιείται όταν τα κεφάλαια της εκδότριας τράπεζας υποχωρήσουν κάτω από ένα προκαθορισμένο όριο των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού της. Ο υπολογισμός του κεφαλαίου βασίζεται είτε στην λογιστική αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου (Tier 1/CET 1) ως αναλογία των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού είτε στην αγοραία αξία, στην ελάχιστη δηλαδή αναλογία της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης της τράπεζας ως προς τα περιουσιακά της στοιχεία.

Στην περίπτωση της λογιστικής αξίας, η αποτελεσματικότητα εξαρτάται από την συχνότητα με την οποία οι παραπάνω δείκτες υπολογίζονται και δημοσιοποιούνται, όπως επίσης και από την αυστηρότητα και τη συνέπεια των εσωτερικών μοντέλων κινδύνου. Καθώς όμως τα μοντέλα αυτά διαφέρουν από τράπεζα σε τράπεζα, μπορούν να οδηγήσουν σε μη έγκαιρη ενεργοποίηση του μηχανισμού απορρόφησης. Όταν το εποπτικό κεφάλαιο αναφέρεται στα συνολικά εποπτικά κεφάλαια, στα βασικά ίδια κεφάλαια και στα κύρια βασικά ίδια κεφάλαια, και λόγω του ότι τα στοιχεία ανακοινώνονται ανά τρίμηνο ή έτος ο μηχανισμός θα ενεργοποιηθεί καθυστερημένα όπως και στην περίπτωση όπου οι διοικήσεις διαστρεβλώνουν τα λογιστικά στοιχεία.

Η ασυνέπεια αυτή στις λογιστικές αποτιμήσεις μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω της αγοραίας αξίας μειώνοντας το περιθώριο χειραγώγησης των αποτελεσμάτων του ισολογισμού και την κανονιστική ανοχή, δημιουργώντας όμως κίνητρα για χειραγώγηση των τιμών των μετοχών λόγω της δυσκολίας της τιμολόγησης των παραγόντων ενεργοποίησης μέσω της αγοραίας αξίας. Οι κάτοχοι τέτοιων ομολόγων μετατρέπόμενα σε μετοχικό κεφάλαιο, ίσως να έχουν το κίνητρο να προβούν σε ανοικτές πωλήσεις (short-selling) των υποκείμενων κοινών μετοχών με στόχο να πιέσουν την τιμή της μετοχής στο σημείο κατά το οποίο θα παραβιαστούν τα κριτήρια ενεργοποίησης του μηχανισμού.

Η τιμολόγηση μέσω της αγοραίας αξίας ενός ομολόγου μετατρέπόμενο σε μετοχικό κεφάλαιο θα μπορούσε να αντιμετωπίσει το πρόβλημα των πολλαπλών ισορροπιών. Πιο συγκεκριμένα, δεδομένου ότι ένα υπό συνθήκη μετατρέψιμο ομόλογο πρέπει να τιμολογείται παράλληλα με το μετοχικό κεφάλαιο, ορίζεται το σημείο ενεργοποίησης του μηχανισμού βάσει μιας προκαθορισμένης τιμής της μετοχής (Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova, 2013).

Ας υποθέσουμε ότι μια τράπεζα έχει εκδώσει ένα μετατρέψιμο ομόλογο με ονομαστική αξία \$40 με κριτήριο ενεργοποίησης την αγοραία αξία της μετοχής σε επίπεδο \$5. Επίσης υποθέτουμε ότι η λογιστική αξία του μετοχικού της κεφαλαίου είναι \$60 αποτελούμενο από 6 μετοχές. Συνεπώς η τιμή της μετοχής είναι στα \$10. Αν η χειραγώγηση των τιμών από τους επενδυτές μέσω ανοιχτών πωλήσεων ωθήσουν την τιμή της μετοχής να πέσει στα \$5, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών πέφτει στα \$30. Αντίστοιχα, το ομόλογο θα μετατραπεί σε 8 μετοχές ανεβάζοντας το σύνολο των μετοχών του κεφαλαίου σε 14. Δεδομένου ότι η συνολική λογιστική αξία ομολόγου και μετοχικού κεφαλαίου παραμένει \$100, η τιμή ανά μετοχή για τους μετόχους θα είναι $\$100/14\text{μετοχές}=7,14$ \$/μετοχή. Συνεπώς θα υπήρχαν δύο πιθανές τιμές για τις μετοχές. Αυτό θα μπορούσε να αποτραπεί εκδίδοντας ένα μετατρέψιμο ομόλογο όπου η αξία των μετοχών στις οποίες μετατράπηκε δεν μπορεί να ξεπεράσει την ονομαστική αξία του ομολόγου.

Από την άλλη μεριά, η ενεργοποίηση του μηχανισμού η οποία είναι στη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών αφενός βασίζεται στην κρίση τους σχετικά με τη φερεγγυότητα της εκδότριας τράπεζας και την αναγκαιότητα να αποτρέψουν την αφερεγγυότητά της. Αφετέρου τους επιτρέπει να επέμβουν σε οποιαδήποτε πιθανότητα μη έγκαιρης και αναξιόπιστης ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης μέσω των κριτηρίων ενεργοποίησης βάσει της λογιστικής αξίας.

Το δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό τους είναι ο μηχανισμός απορρόφησης ζημιών. Τα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαια μιας τράπεζας απορροφώντας ζημίες είτε μετατρέπόμενα σε μετοχικό κεφάλαιο είτε με μερική ή ολική διαγραφή υποχρέωσής τους προς τους

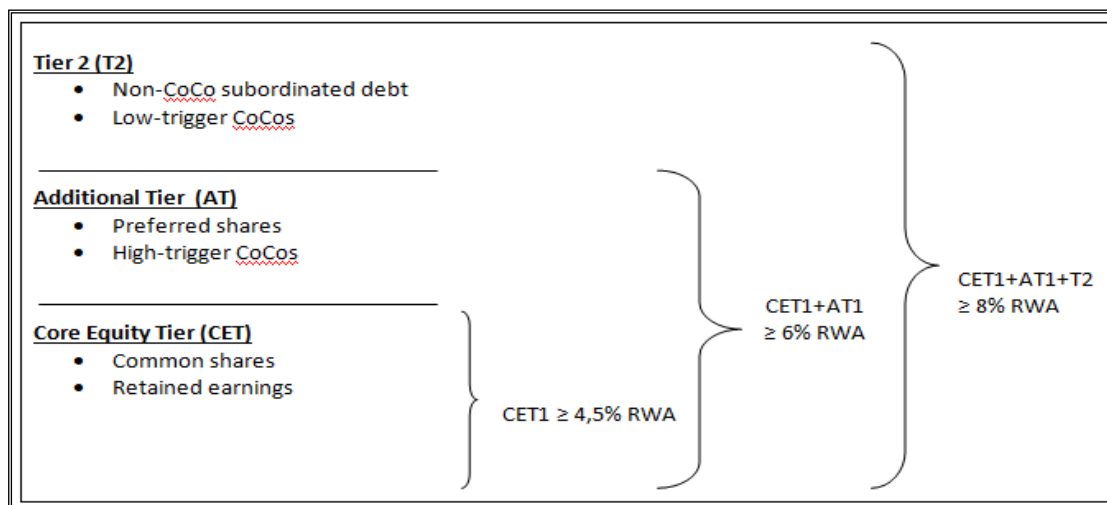
επενδυτές. Ο συντελεστής μετατροπής μπορεί να βασίζεται στην αγοραία τιμή της μετοχής την στιγμή της ενεργοποίησης του μηχανισμού, σε προκαθορισμένη τιμή ή και σε συνδυασμό των δύο επιλογών (Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova, 2013).

Η μετατροπή σε μετοχές μέσω της αγοραίας αξίας θα μπορούσε να οδηγήσει σε αλλοίωση της υπάρχουσας μετοχικής σύνθεσης καθώς η τιμή των μετοχών είναι πιθανό να είναι πολύ χαμηλή κατά την ενεργοποίηση του μηχανισμού. Αυτή η αλλοίωση μπορεί να αλλάξει το ποσοστό συμμετοχής, την ψηφοφορία του ελέγχου, τα κέρδη ανά μετοχή ή την αξία των μεμονωμένων μετοχών. Οι λόγοι αυτοί θα μπορούσαν να λειτουργήσουν αποτρεπτικά ως προς την ενεργοποίηση του μηχανισμού, αυξάνοντας τα κίνητρα των μετόχων προς την κατεύθυνση αυτή. Από την άλλη μεριά, ο συντελεστής βασισμένος σε προκαθορισμένη τιμή θα μπορούσε μεν να αποτρέψει τέτοιες αλλοιώσεις, ελλοχεύει όμως ο κίνδυνος να μειώσει τα κίνητρα των μετόχων για αποφυγή ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης.

3.2 Έκδοση των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων

Με βάση τους Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova (2013) η αντιμετώπιση των εποπτικών αρχών απέναντι στα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομολόγα στο πλαίσιο της ανάγκης για ενίσχυση των κεφαλαίων των τραπεζών υπήρξε το κίνητρο της προσφοράς τους. Υπό την συνθήκη της Βασιλείας III, θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως πρόσθετο κεφάλαιο Tier 1 (AT1) ή Tier 2 (T2), με διάρκεια εις το διηνεκές για τα AT1 και με συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης για τα T2.

Διάγραμμα 1: Κεφαλαιακές απαιτήσεις της Βασιλείας III



Το ισχύον πλαίσιο της συνθήκης αυτής περιλαμβάνει δύο βασικά κεφαλαιακά στοιχεία, την κεφαλαιακή απαίτηση που ενεργοποιείται στο σημείο μη βιωσιμότητας της τράπεζας η οποία ισχύει για όλα τα κεφάλαια AT1 και T2, τους δύο δηλαδή από τους τρεις τύπους κεφαλαίων που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι τράπεζες για να ικανοποιήσουν τις κανονιστικές διατάξεις κεφαλαιακών απαιτήσεων και την ενδεχόμενη συνεχιζόμενη κεφαλαιακή απαίτηση η οποία ισχύει μόνο για τα κεφάλαια AT1 τα οποία κατατάσσονται στις υποχρεώσεις.

Η επιλογή του επιπέδου ενεργοποίησης της απορρόφησης ζημιών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη σχέση μεταξύ των κανονιστικών απαιτήσεων επιλογής κεφαλαίου και του κόστους έκδοσης. Καθώς τα χαμηλά επίπεδα ενεργοποίησης σημαίνουν αυτομάτως και χαμηλότερη ικανότητα απορρόφησης απωλειών, έχουν μεν χαμηλότερο κόστος στην έκδοσή τους, αλλά δεν είναι συνήθως επιλέξιμα για να χαρακτηριστούν ως κεφάλαια AT1 με το ελάχιστο επίπεδο σύμφωνα με τη Βασιλεία III να έχει ορισθεί σε 5,125% σε όρους CET1/RWA. Παρόλα αυτά, επιτρέπουν στις τράπεζες να ενισχύσουν τα Tier 2 κεφάλαιά τους με χαμηλό κόστος αν και σχετίζεται άμεσα με την φορολογική του μεταχείριση από τις αρμόδιες αρχές. Αν λογίζονται ως χρέος, οι τόκοι εκπίπτουν από τους φόρους με αποτέλεσμα η κατάταξή τους να έχει σημαντική επίδραση στα μετά φόρων έξοδα για τόκους της εκδότριας τράπεζας.

3.3 Επενδυτές των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων

Οι Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova (2013) αναφέρουν ότι το μεγαλύτερο μέρος της ζήτησης προέρχεται από μικρούς επενδυτές και μικρές ιδιωτικές τράπεζες ενώ η συμμετοχή των μεγάλων θεσμικών επενδυτών είναι σχετικά περιορισμένη. Ο κύριος παράγοντας ο οποίος περιορίζει την ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών είναι κυρίως η έλλειψη πλήρους και συστηματικής αξιολόγησης της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Ένας ακόμα εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι η διαφορά μεταξύ των στόχων των εκδοτών και των μελλοντικών επενδυτών, καθώς, αφενός οι τράπεζες επιθυμούν μια αυτόματη πηγή κεφαλαίου υψηλής ποιότητας σε περιόδους πίεσης επιλέγοντας ομόλογα με μεγάλη δυνατότητα απορρόφησης ζημιών, και αφετέρου οι επενδυτές ανησυχούν πρωτίστως για τις πιθανές απώλειες που ενδέχεται να υποστούν από την κατοχή τέτοιων ομολόγων επιλέγοντας αυτά με την μικρότερη δυνατότητα απορρόφησης ζημιών.

Τρεις είναι οι κύριες ομάδες επενδυτών των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων. Την πρώτη και με την μεγαλύτερη ζήτηση αποτελούν μικροί επενδυτές και μικρές ιδιωτικές τράπεζες από την Ασία και την Ευρώπη τους οποίους προσελκύουν οι σχετικά υψηλές αποδόσεις σε σχέση με τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούν στην αγορά. Την δεύτερη αποτελούν Αμερικανικοί θεσμικοί επενδυτές που αναζητούν εναλλακτικές κατηγορίες επενδύσεων, οι οποίοι όμως, αν και επενδύουν σε αρκετά μεγάλο όγκο σε τέτοιου είδους ομόλογα σε σχέση με τα μεγέθη των ομολόγων αυτών στην αγορά, συγκριτικά με το μέγεθος του χαρτοφυλακίου τους οι επενδύσεις αυτές είναι στα επίπεδα του μετρίου. Η τρίτη ομάδα περιλαμβάνει Ευρωπαϊκά μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, των οποίων η ζήτηση περιορίζεται λόγω της αμφιβολίας για το πως θα αντιμετωπιστούν τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό τους από τις εθνικές τους ρυθμιστικές αρχές. Ο ρυθμός όμως αύξησης των εκδόσεων και οι πολλές επιλογές στον σχεδιασμό των CoCos θα προσελκύσουν και άλλες κατηγορίες επενδυτών.

Οι παράγοντες που μπορούν να εξηγήσουν την απροθυμία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι πολλοί. Καταρχήν, η διαφορετική αντιμετώπιση των ομολόγων από τις αρμόδιες αρχές κάθε χώρας,

δυσχεραίνει τη δημιουργία σταθερών μεθόδων αξιολόγησης. Επιπλέον, οι οργανισμοί αυτοί ανησυχούν για την πιθανότητα να ανατραπεί η παραδοσιακή ιεραρχία των επενδυτών σχετικά με την προτεραιότητα σε περίπτωση πτώχευσης, από ομόλογα με υψηλά επίπεδα ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών. Όταν η ενεργοποίηση είναι στη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών, η αποτίμηση περιπλέκεται δυσχεραίνοντας έτσι τη διαδικασία της αξιολόγησης.

Σύμφωνα με την μεθοδολογία αξιολόγησης της Standard & Poor's, η βαθμολογία των μετατρέψιμων ομολόγων θα πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο έως τρεις βαθμίδες κάτω από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και δεν μπορεί να υπερβαίνει το BBB+. Σε επίπεδο ενεργοποίησης κοντά ή και στο σημείο μη βιωσιμότητας και όταν η ενεργοποίηση είναι στη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών εφαρμόζεται περαιτέρω μείωση των βαθμίδων. Οι αξιολογήσεις των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων είναι περίπου μία βαθμίδα χαμηλότερες από εκείνες των άλλων χρεωστικών τίτλων μειωμένης εξασφάλισης και περισσότερο από πέντε βαθμίδες κάτω από εκείνες των υψηλής προτεραιότητας, σε περίπτωση πτώχευσης, μειωμένης εξασφάλισης χρεών του ίδιου εκδότη (Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova, 2013).

3.4 Πρωτογενής αγορά - Τιμολόγηση

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμολόγηση των υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων είναι η θέση τους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της τράπεζας σχετικά με την προτεραιότητα σε περίπτωση πτώχευσης, ο μηχανισμός απορρόφησης ζημιών καθώς και το κριτήριο ενεργοποίησης του μηχανισμού. Σχετικές επίσης με την θέση τους στην κεφαλαιακή διάρθρωση είναι και οι αποδόσεις τους. Μιας και είναι υποδεέστερα από άλλα εργαλεία χρέους διότι είναι τα πρώτα που υπόκεινται σε ζημίες, κατά μέσο όρο στην έκδοσή τους η απόδοση τείνει να είναι μεγαλύτερη από άλλα μειωμένης εξασφάλισης χρέη.

Σχετικά με το επίπεδο ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις επιλογές μεταξύ των κατόχων υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων και των μετόχων. Οι μέτοχοι προτιμούν

ομόλογα με υψηλά επίπεδα ενεργοποίησης του μηχανισμού διότι είναι πιθανότερο να οδηγήσουν σε απορρόφηση πρώιμων ζημιών από τους κατόχους τους, με αποτέλεσμα όμως οι αποδόσεις τους να είναι και κατά μέσο όρο υψηλότερες από αυτές των ομολόγων των οποίων ο μηχανισμός ενεργοποιείται σε χαμηλότερα επίπεδα.

Τα ομόλογα με διαγραφή υποχρέωσης τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις κατά την έκδοσή τους από εκείνα με ρήτρα μετατροπής σε μετοχικό κεφάλαιο. Στην πρώτη περίπτωση, κατά μέσο όρο, η απόδοση είναι περίπου 3,9% υψηλότερη από αυτή των μη μετατρέψιμων μειωμένης εξασφάλισης χρεών της ίδιας τράπεζας. Αντίθετα, το συγκρίσιμο περιθώριο για τα μετατρέψιμα σε μετοχικό κεφάλαιο ομόλογα είναι μόνο 2,5%. Τα ομόλογα που είναι λιγότερο δαπανηρά στην έκδοσή τους είναι εκείνα που συνδυάζουν χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών και μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο. Ο μέσος όρος του περιθωρίου αυτού του τύπου ομολόγων έναντι άλλου χρέους μειωμένης εξασφάλισης της ίδιας τράπεζας είναι 2,3%. Αντίθετα, το αντίστοιχο μέσο περιθώριο για τα μετατρέψιμα σε μετοχικό κεφάλαιο ομόλογα με υψηλό επίπεδο ενεργοποίησης είναι 3,5%. Ο συνδυασμός ρήτρας διαγραφής υποχρέωσης και χαμηλών επιπέδων ενεργοποίησης είναι ακόμη πιο δαπανηρός με το μέσο περιθώριο έναντι χρεογράφων μειωμένης εξασφάλισης να είναι 3,6%. Η πιο ακριβή όμως ομάδα ομολόγων είναι εκείνη που περιλαμβάνει διαγραφή υποχρέωσης και χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης με τη μέση απόδοση κατά την έκδοση να ανέρχεται στο 4,8% (Avdjiev, Kartasheva, Bogdanova, 2013).

3.5 Κεφαλαιακή επάρκεια και κίνδυνοι

Η οικονομική κρίση του 2007-2009 αποκάλυψε ότι τα κεφάλαια των τραπεζών ήταν ανεπαρκή ώστε να τις προστατέψουν από το να καταστούν αφερέγγυες. Όπως αποδείχτηκε οι κίνδυνοι αυτοί ήταν μεγάλοι καθώς πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανά τον κόσμο είχαν συγκεντρώσει τεράστιους κινδύνους σχετιζόμενους με υποθήκες στεγαστικών δανείων, διατηρώντας όμως ίδια κεφάλαια πολύ μικρά για να απορροφήσουν τις ζημίες που προέκυψαν από αυτές τις επικίνδυνες επενδύσεις.

Σύμφωνα με τους Calomiris, Herring (2011) η ανεπαρκής πρόβλεψη και απαίτηση των τραπεζών καθώς και των εποπτικών αρχών αντίστοιχα, της κατάλληλης αντιστάθμισης των κινδύνων αποτέλεσε την κύρια αιτία της αποτυχίας τους. Αν και τα κεφάλαια δεν ήταν υπερβολικά μικρά, η έκθεση σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων εκτός ισολογισμού που συνδέονται με την έμμεση υποχρέωση αντιμετώπισης προβλημάτων σε οντότητες ειδικού σκοπού και ειδικούς επενδυτικούς οίκους, ήταν δυσανάλογα μεγαλύτερη.

Η αναποτελεσματικότητα ή η απροθυμία των διοικήσεων των τραπεζών να δώσουν προτεραιότητα στη διαχείριση των κινδύνων αποτέλεσε σημαντικό αρνητικό παράγοντα ο οποίος οδήγησε σε λανθασμένη μέτρηση του κινδύνου με αποτέλεσμα να είναι εκτός διαχειρίσιμων ορίων. Αντίθετα, η επιβράβευση των διαχειριστών κινδύνου πριν από την κρίση απέδειξε ότι οι ζημίες λόγω αυτής ήταν μικρότερες και με χαμηλότερη μεταβλητότητα.

Σε αρκετές όμως περιπτώσεις τα κέρδη που αποκομίσθηκαν δεν ήταν ανάλογα των υψηλών αμοιβών που έδωσαν πολλές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προς τα στελέχη τους. Ως αποτέλεσμα, την αντιμετώπιση του ενδεχόμενου σημαντικού κόστους εξάπλωσης των προβλημάτων αυτών στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα επωμίστηκαν τελικά εκτός από τους μετόχους και οι φορολογούμενοι, οι οποίοι υποχρεώθηκαν να συμμετάσχουν στην στήριξη των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι ρυθμιστικές και οι εποπτικές αρχές τις τελευταίες δεκαετίες επικεντρώθηκαν στα προβλήματα μέτρησης του κινδύνου και στον περιορισμό του πάρα στα μέτρα αντιμετώπισης των προβλημάτων αυτών όπως η διατήρησης επαρκούς κεφαλαίου και άσκησης αποτελεσματικής διαχείρισης. Προς αυτή την κατεύθυνση κινήθηκε η Επιτροπή της Βασιλείας με τον καθορισμό των ελάχιστων προτύπων των κεφαλαίων που βασίζονται στο κίνδυνο. Παρά τη διαδεδομένη άποψη ότι αυτή ήταν η βασική ιδέα για την εστίαση της προληπτικής διατήρησης κεφαλαίων, τόσο οι διαχειριστές κινδύνων όσο και οι εποπτικές αρχές των τραπεζών δεν κατάφεραν να μετρήσουν σωστά τον

κίνδυνο και να απαιτήσουν επαρκή κεφάλαια. Το γεγονός αυτό αποτελεί και τον κυριότερο λόγο για τον οποίο η Συμφωνία της Βασιλείας για τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις του 1987, υποβλήθηκε σε πολυάριθμες βελτιώσεις, συμπεριλαμβανομένης της τροποποίησης το 1996 για να ληφθούν υπόψη οι κίνδυνοι αγοράς, με πλήρη ανανέωση της μέτρησης κινδύνου με την Βασιλεία II το 2004 (Calomiris, Herring 2011).

Οι προληπτικές ρυθμίσεις δεν επέτρεπαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να διατηρούν επαρκή κεφάλαια βασιζόμενες σε προβλήματα κινήτρων τα οποία αφενός παραμόρφωναν τη μέτρηση του κινδύνου και αφετέρου αποθάρρυναν την έγκαιρη αντικατάσταση του απολεσθέντος μετοχικού κεφαλαίου.

Η διαδικασία μέτρησης του κινδύνου στην οποία βασίζονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις, ενθαρρύνει την υποτίμηση του κινδύνου. Οι τράπεζες και οι οργανισμοί αξιολόγησης ελέγχουν τη μέτρηση του κινδύνου που χρησιμοποιούν οι ρυθμιστικές αρχές. Ωστόσο αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων σχετικά με τα οφέλη που τους προσφέρει η υποτίμησή του. Οι τράπεζες απολαμβάνουν χαμηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης λαμβάνουν μεγαλύτερες αμοιβές (Calomiris, Herring 2011).

Εξαρτημένες από τα εσωτερικά μοντέλα κινδύνου των τραπεζών και από τις γνωμοδοτήσεις των οργανισμών αξιολόγησης, οι εποπτικές αρχές δεν διαθέτουν αξιόπιστες και ανεξάρτητες πληροφορίες για να υποχρεώσουν τις τράπεζες να βελτιώσουν τη διαχείριση του κινδύνου όταν αυτό δεν μετράται σωστά. Επίσης τα στρεβλά κίνητρα των τραπεζών, στηριζόμενα σε πιθανή κρατική παρέμβαση όταν η κατάσταση επιδεινωθεί αρκετά, υπονομεύει περαιτέρω κάθε προσπάθεια για την άμεση ή και προληπτική αντικατάσταση του μετοχικού κεφαλαίου.

Συνεπώς, εάν οι τράπεζες συνειδητοποιήσουν ότι θα αναγκαστούν να αντικαταστήσουν εγκαίρως τα απολεσθέντα κεφάλαια όταν αυτό καταστεί αναγκαίο, τότε θα έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να διαχειριστούν σωστά τον κίνδυνο και να διατηρήσουν ανάλογο του επαρκές μετοχικό κεφάλαιο. Το

βασικότερο κίνητρο θα μπορούσε να αποτελέσει αλλοίωση της μετοχικής σύνθεσης από την ανάγκη αν απαιτηθεί να αντικατασταθούν χαμένα ίδια κεφάλαια.

Οι Calomiris, Herring (2011) προτείνουν ότι λύση στα προβλήματα αυτά θα μπορούσε να δώσει ένα σωστά σχεδιασμένο υπό συνθήκη μετατρέψιμο ομόλογο το οποίο σε συνδυασμό με την αναδιαμόρφωση της κανονιστικής εποπτείας θα μπορεί να παράσχει κίνητρα στις συστημικές τράπεζες να εφαρμόσουν ισχυρά συστήματα για τη μέτρηση και διαχείριση των κινδύνων. Να συγκεντρώνουν δηλαδή πρόσθετο κεφάλαιο όταν είναι απαραίτητο, ώστε να ελαχιστοποιείται η πιθανότητα παραβίασης των ελάχιστων προτύπων κεφαλαιακής επάρκειας. Υψηλά επίπεδα ενεργοποίησης σε συνδυασμό με μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο θα μπορούσε να ωθήσει τις τράπεζες προς αυτή την κατεύθυνση.

3.6 Ανεπαρκείς κεφαλαιακές απαιτήσεις

Οι Calomiris, Herring (2011) αναφέρουν επίσης ότι η Βασιλεία III (2010) εστίασε στις απαιτήσεις για επαρκή και ικανά να απορροφήσουν ζημιές κεφάλαια καθώς και για πιο εντατική εποπτεία. Αν και η έμφαση στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων είναι μια κίνηση προς τη σωστή κατεύθυνση, προκαλεί υστέρηση στην αναγνώριση της ζημίας και ως αποτέλεσμα της απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας. Αιτία αποτελεί το γεγονός ότι μέτρηση των ιδίων κεφαλαίων εξακολουθεί να βασίζεται σε λογιστικά πρότυπα τα οποία πιθανόν να διαφέρουν από χώρα σε χώρα δυσχεραίνοντας τις εκτιμήσεις και καθιστώντας απίθανο οι εποπτικές αρχές θα είναι πάντοτε σε θέση να ελέγξουν τα κενά στα εποπτικά κεφάλαια των τραπεζών.

Η αύξηση των απαιτήσεων σε μετοχικό κεφάλαιο στο 9,5% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού στο πλαίσιο της Βασιλείας III έχει νόημα και θα μπορούσε να τεθεί ακόμη υψηλότερα. Μια αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για μετοχικό κεφάλαιο θα μπορούσε να επιλύσει μερικά από τα προβλήματα των στρεβλών κινήτρων όσον αφορά τη μέτρηση των κινδύνων

και τη διαχείρισή τους. Αυτό όμως θα μπορούσε να έχει και αρνητικές συνέπειες. Θα αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης για τις τράπεζες.

Αυτή η αύξηση του κόστους θα οδηγήσει σε συρρίκνωση των τραπεζικών δραστηριοτήτων και κυρίως του τραπεζικού δανεισμού καθώς το μετοχικό κεφάλαιο είναι πιο δαπανηρό να αντληθεί από ότι το χρέος, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης. Είναι όμως δύσκολο να υπολογισθεί το απαιτούμενο ποσό κεφαλαίων καθώς ένα δεδομένο ποσό μετοχικού κεφαλαίου, ακόμα και αν είναι κατάλληλο σήμερα, μπορεί να μην είναι το ακριβές ποσό που θα απαιτείται στο μέλλον (Calomiris, Herring 2011).

3.7 Επιλογές σχεδιασμού και κατάλληλο σημείο ενεργοποίησης

Η άποψη των Calomiris, Herring (2011) είναι ότι σχεδόν όλες οι εκδόσεις των ομολόγων αυτών έχουν ένα κοινό στόχο, να οδηγήσουν σε αύξηση του κεφαλαίου των τραπεζών αποτρέποντας την κανονιστική επίλυση σε πιθανές ανεπιθύμητες καταστάσεις ενισχύοντας την βιωσιμότητά τους.. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε άμεσα μέσω συμβατικής μετατρεψιμότητας, είτε έμμεσα μέσω κινήτρων για την εκούσια αύξηση των ιδίων κεφαλαίων. Η έκδοσή τους ποικίλλει όσον αφορά τρία κρίσιμα χαρακτηριστικά, το ποσό των ομολόγων που απαιτείται να εκδοθεί, το κριτήριο για τη μετατροπή από ομόλογα σε μετοχές και το ποσοστό μετατροπής σε ίδια κεφάλαια που θα εκδοθούν κατά τη μετατροπή.

Ένα κατάλληλο κριτήριο ενεργοποίησης θα πρέπει να οριστεί έτσι ώστε οι κάτοχοι των ομολόγων να μπορούν να τιμολογούν τους κινδύνους κατά την έκδοσή τους. Αυτό τονίζεται και από τις εταιρείες αξιολόγησης που αρνούνται να αξιολογήσουν τα ομόλογα των οποίων η μετατροπή εξαρτάται από τις αποφάσεις των εποπτικών αρχών ή από τις διοικήσεις των τραπεζών. Ορισμένες προτάσεις για τα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα υποθέτουν ότι η λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου του ιδρύματος σε σχέση με τα περιουσιακά του στοιχεία θα αποτελούσαν το κατάλληλο μέσο μετατροπής τους. Όμως η λογιστική αξία είναι ένα μέγεθος το οποίο υπόκειται σε

χειραγώγηση και αναπόφευκτα ένας δείκτης καθυστέρησης της υποβάθμισης στον ισολογισμό μιας τράπεζας. Από την άλλη μεριά, η αξία των μετοχών εάν χρησιμοποιηθεί σωστά, παρέχει καλύτερη πηγή πληροφοριών για τον σχεδιασμό ενός κριτηρίου ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών (Calomiris, Herring 2011).

3.8 Μηχανισμός μετατροπής και πιστοληπτική ικανότητα

Όπως αναφέρει ο Flannery (2009) τα στρεβλά κίνητρα ωθούν τις επιχειρήσεις να υποτιμούν την πιθανότητα ότι οι δικές τους ενέργειες θα μπορούσαν να επιφέρουν άσχημα αποτελέσματα. Η μεγαλύτερη εστίαση αναφορικά με αυτό το θέμα από πλευράς κυβερνήσεων παρατηρείται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι χαμηλοί δείκτες μετοχικού κεφαλαίου απαιτούν παρεμβάσεις για την διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι αντισυμβαλλόμενοι της αγοράς, και πιο συγκεκριμένα οι κάτοχοι χρεών, εάν αντιληφθούν αύξηση του κινδύνου αθέτησης του εκδότη, θα απαιτήσουν υψηλότερες αποδόσεις ως αποζημίωση για τις υψηλότερες αναμενόμενες ζημίες. Με άλλα λόγια, θα λειτουργήσει η πειθαρχία της αγοράς.

Καθώς το επιχειρηματικό μοντέλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων βασίζεται στην πιστοληπτική τους ικανότητα, ακόμα και τα πρώτα σημάδια οικονομικής δυσπραγίας θα ήταν ικανά να τρέψουν σε φυγή πελάτες και πιστωτές δημιουργώντας περαιτέρω προβλήματα. Αυτός είναι ο λόγος, όπως αποδείχθηκε και από την τελευταία οικονομική κρίση, για τον οποίο υπάρχει μια μεγάλη απροθυμία να επιτραπεί οποιαδήποτε αποτυχία στα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Αυτού του είδους η προστασία επιτρέπει στις τράπεζες να αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους και να λειτουργούν με μικρότερα περιθώρια ασφαλείας μετοχικού κεφαλαίου. Με τόσο ισχυρές εγγυήσεις οι μέτοχοι αποφεύγουν την πληρωμή υψηλών αποδόσεων για την χρηματοδότηση των κεφαλαίων τους καθώς θεωρητικά μειώνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας.

Επίσης, οι γενικές αρχές της λογιστικής, όσον αφορά τις λογιστικές αξίες, παρέχουν στα διευθυντικά στελέχη σημαντική ευελιξία σχετικά με το πότε πρέπει να αναγνωρίζονται οι διακυμάνσεις στις αξίες αυτές. Επομένως, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων τείνει να καθυστερεί την αναγνώριση ζημίας ή κέρδους από την αναπροσαρμογή της εύλογης αξίας, κάτι ιδιαίτερα σοβαρό όταν αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι, κατά την έναρξη της κρίσης την περίοδο 2007-2009, αρκετές τράπεζες οι οποίες επλήγησαν, είχαν επαρκή κεφάλαια βάσει των προτύπων της Βασιλείας (Flannery 2009).

Η πιστοληπτική ικανότητα πλήττεται επίσης και από την απροθυμία των διοικήσεων να εκδίδουν νέα κεφάλαια μετά την απορρόφηση των ζημιών. Ως επακόλουθο, παρακωλύεται περαιτέρω η ανακεφαλαιοποίηση των αδύναμων τραπεζών. Επιπροσθέτως, η αυξημένη μόχλευση μεταφέρει την αξία από τους κατόχους των χρεών στους μετόχους. Αυτό συμβαίνει διότι, καθώς μειώνεται το περιθώριο του μετοχικού κεφαλαίου, καθίστανται λιγότερο πιθανό να εκπληρωθούν υποσχέσεις πληρωμών προς τους πιστωτές.

Η εκτίμηση της κατάστασης μιας τράπεζας καθίσταται δύσκολη για τους εποπτικούς φορείς λόγω της μεταβλητότητας της αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό έγκειται στο γεγονός ότι η επικινδυνότητα συγκεκριμένων δραστηριοτήτων μπορεί να εκτιμάται διαφορετικά από τους επόπτες οι οποίοι πιθανόν να έχουν διαφορετικές πληροφορίες ή εκτιμήσεις κινδύνου. Καθίσταται έτσι ιδιαίτερα δύσκολο για έναν επόπτη να αναγκάσει μια τράπεζα να εκδώσει νέες μετοχές κάτι το οποίο θα επιφέρει και συνέπειες όπως η αλλοίωση της σύνθεσης των μετόχων. Η καθυστέρηση αυτή στη λήψη αποφάσεων πιθανόν να δημιουργήσει περαιτέρω προβλήματα με απρόβλεπτες και πιθανότατα αρνητικές συνέπειες για μια τράπεζα (Flannery 2009).

Οι εποπτικές αρχές αποτιμούν τα κεφάλαια σε όρους λογιστικής αξίας. Μπορεί αυτό να τους παρέχει ευελιξία και ταχύτητα, δεν επιτρέπει όμως την σίγουρη εκτίμηση ότι μια τράπεζα είναι επαρκώς, ή ακόμα και υπερβολικά, κεφαλαιοποιημένη. Η επιβολή υψηλών κεφαλαιακών απαιτήσεων αυξάνει τα ιδιωτικά κίνητρα για την κίνηση ορισμένων δραστηριοτήτων εκτός του

ελεγχόμενου πιστωτικού ιδρύματος, ιδιαίτερα όταν οι προσδοκίες της αγοράς απαιτούν λίγα κεφάλαια για τις τράπεζες (Flannery 2009).

Σύμφωνα με τον Flannery (2009) τα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα συμβάλλουν στην αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων καθώς, καταρχήν μειώνουν την πιθανότητα πτώχευσης. Επίσης, μειώνουν το κίνητρο για επενδύσεις υψηλού ρίσκου και προστατεύουν τους φορολογούμενους. Επιτρέπουν ακόμη στους εκδότες να δανείζονται με σχετικά χαμηλά επιτόκια. Για να είναι όμως αποτελεσματικά, δεν θα πρέπει να βασίζεται η μετατροπή τους στις εκτιμήσεις των εποπτικών αρχών, βάσει δηλαδή της λογιστικής αξίας, αλλά να εξαρτάται από την πραγματική οικονομική κατάσταση του εκδότη, όπως αυτή αποτιμάται από την αγορά.

3.9 Τιμή μετοχής και επίδραση στην μετατροπή

Οι ρυθμιστικές αρχές ενδιαφέρονται πρωτίστως για τον σχεδιασμό ενός μηχανισμού ενεργοποίησης που περιορίζει τις πιθανές απώλειες για τα κεφάλαια της τράπεζας. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι ενδιαφέρονται περισσότερο για την τιμή στην οποία θα εκδοθούν νέες μετοχές κατά την μετατροπή των ομολόγων. Παρόλα αυτά, αν και οι αρχές δεν χρειάζεται να ασχοληθούν ιδιαίτερα με αυτή τη διανομή ιδιοκτησίας, εάν η μετατροπή προκαλεί με κάποιο τρόπο αντιπαραγωγικές ενέργειες από την πλευρά των διοικήσεων τότε απαιτείται η παρέμβασή τους.

Συνήθως, έκδοση ή η πρόβλεψη για έκδοση μετοχών θα μπορούσε να προκαλέσει πτώση των τιμών τους. Εάν ένα μετατρέψιμο ομόλογο μετατρέπεται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής, η μείωση των τιμών οδηγεί σε περαιτέρω εκδόσεις μετοχών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, τα μετατρέψιμα ομόλογα, τα οποία στην ουσία είναι εν αναμονή μετατροπής, θα προκαλέσουν μια καθοδική πορεία των τιμών.

Η πιθανότητα αυτή, θα μπορούσε να οδηγήσει σε χειραγώγηση της αγοράς. Ένας κερδοσκόπος θα μπορούσε να αγοράσει μετατρέψιμα ομόλογα, να προβεί σε μια ανοικτή πώληση (short sale) μετοχών στην τιμή πριν την

μετατροπή, και να λάβει υποτιμημένες μετοχές όταν ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός. Εάν οι πωλήσεις αυτές μπορούσαν να οδηγήσουν σε μηδενισμό της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας, τα μετατρέψιμα ομόλογα θα οδηγούσαν σε αποσταθεροποίηση (Flannery 2009).

Εάν ένας κερδοσκόπος προσπαθεί να προκαλέσει μια μετατροπή, άλλοι επενδυτές θα είναι επίσης γνώστες της γνώστες της πρόθεσης αυτής. Έτσι, και άλλοι επενδυτές συμπεριλαμβανομένων των μετόχων της εκδότριας εταιρείας, θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την αγορά χαμηλότερης αξίας μετοχών ωθώντας τις τιμές προς τα πάνω. Συνεπώς η ικανότητα των κερδοσκόπων να μειώσουν την τιμή των μετοχών θα είναι περιορισμένη.

Σημαντική συμβολή σε αυτό θα μπορούσε να έχει ο σχεδιασμός των μετατρέψιμων ομολόγων. Πιθανή επιλογή θα μπορούσε να αποτελέσει ένα κριτήριο ενεργοποίησης βασισμένο σε μια μέση τιμή των μετοχών, 5 ή 10 συνεχόμενων ημερών, η οποία θα απέτρεπε τη χειραγώγηση των τιμών των μετοχών, αναγκάζοντας τους κερδοσκόπους να διατηρήσουν τις θέσεις στις ανοιχτές πωλήσεις για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Ακόμη, αν το ομόλογο το οποίο κάθε φορά απαιτείται να μετατραπεί, επιλεγόταν τυχαία, ο κερδοσκόπος δεν θα μπορούσε να είναι σίγουρος ποια ομόλογα θα έπρεπε να έχει στην κατοχή του. Σημαντικό ρόλο θα έπαιζε και μια αλλαγή στο θεσμικό πλαίσιο, η οποία θα απαγόρευε στις επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται να εκδώσουν μετατρέψιμα ομόλογα, να πωλούν τον υποκείμενο τίτλο, τις κοινές δηλαδή μετοχές, βραχυπρόθεσμα (Flannery 2009).

3.10 Επιλογές στον σχεδιασμό των μετατρέψιμων ομολόγων

Όλες οι εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων έχουν ως κοινό στόχο να δημιουργήσουν μια συμβατική δομή που αυξάνει τα κεφάλαια των τραπεζών. Ένα σωστά σχεδιασμένο μετατρέψιμο ομόλογο δημιουργεί κίνητρα στις τράπεζες να εκδίδουν μετοχές για τη διατήρηση του σωστού ποσού κεφαλαίου σε σχέση με τον κίνδυνο. Το ομόλογο αυτό ενθαρρύνει όχι μόνο την έγκαιρη αντικατάσταση χαμένων κεφαλαίων και την καλύτερη διαχείριση του κινδύνου, αλλά και την λήψη των απαιτούμενων αποφάσεων ώστε να ανταποκριθούν σε

πιθανή αύξηση του κίνδυνου με υψηλότερα ίδια κεφάλαια (Calomiris, Herring 2013).

Αυτό μπορεί να συμβεί είτε άμεσα μέσω μετατροπής είτε έμμεσα μέσω κινήτρων για την εκούσια άντληση νέων ιδίων κεφαλαίων. Η ανακεφαλαιοποίηση αποκαθιστά την κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας αποφεύγοντας έτσι την κανονιστική επίλυση.

Σύμφωνα με τους Calomiris, Herring (2013) τις βασικές τους διαφορές στην έκδοση αποτελούν:

- το ποσό που απαιτείται να εκδοθεί ως ποσοστό της συνολικής λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων
- το κριτήριο ενεργοποίησης για τη μετατροπή από ομόλογα σε μετοχικό κεφάλαιο και το ποσοστό μετατροπής
- το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που πρόκειται να εκδοθούν έναντι των ομολόγων όταν μετατραπούν

Οι διαφορές μεταξύ των προτάσεων σχετικά με αυτά τα τρία βασικά χαρακτηριστικά σχεδιασμού αντανακλούν στα βάρη που προσδίδουν οι διάφορες προτάσεις μετατρέψιμων ομολόγων στους ακόλουθους τρεις στόχους:

- παροχή ενός ενδεχόμενου ποσού ασφαλείας κοινών μετοχών που προκύπτει από τη μετατροπή του χρέους κατά την ενεργοποίηση
- παροχή ενός αξιόπιστου μηνύματος κινδύνου αθέτησης με τη μορφή ενός περιθωρίου απόδοσης επί του μετατρέψιμου χρέους πριν από οποιαδήποτε μετατροπή
- παροχή ισχυρών κινήτρων για την εκούσια, προληπτική και έγκαιρη έκδοση μετοχών ως μέσο αποφυγής της αλλοίωσης της μετοχικής σύνθεσης λόγω της μετατροπής

Το κίνητρο για έγκαιρη αντικατάσταση οποιασδήποτε σημαντικής απώλειας με έκδοση νέων μετοχών θα είναι ισχυρό, λαμβάνοντας υπόψη τις ακόλουθες τρεις προϋποθέσεις (Calomiris, Herring 2013):

- το ποσό της μετατροπής θα είναι μεγάλο σε σχέση με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων
- η ενεργοποίηση του μηχανισμού μετατροπής βασίζεται στις τιμές της αγοράς και συνδέεται με έναν υψηλό δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς τα περιουσιακά στοιχεία, με συνέπεια η μετατροπή να πραγματοποιηθεί πολύ πριν προκύψουν σοβαρές ενδείξεις αφερεγγυότητας
- η μετατροπή θα προκαλέσει αλλοίωση στους υφιστάμενους κοινούς μετόχους, καθιστώντας την έκδοση μετοχών πιο επιθυμητή

Υπό αυτές τις συνθήκες, μια τράπεζα που αντιμετωπίζει σημαντική απώλεια κεφαλαίου και πλησιάζει το σημείο στο οποίο θα ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός μετατροπής, θα επέλεγε να εκδώσει μετοχές. Η έκδοση, και ενδεχομένως σε συνδυασμό με πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, θα αύξανε την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία, αποφεύγοντας έτσι τη μετατροπή.

Μια μετατροπή θα μπορούσε να συμβεί μόνο σε τράπεζες που βιώνουν ξαφνική και διαρκή απώλεια εμπιστοσύνης της αγοράς μετοχών. Εάν μετά την μετατροπή δεν ακολουθήσει επίλυση των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν, θα υποχρεωθούν να εκδώσουν νέα μετατρέψιμα ομόλογα, προς αντικατάσταση των παλιών, εντός εύλογου χρονικού διαστήματος . (Calomiris, Herring 2013).

3.11 Κίνητρα έκδοσης

Βάσει των Dutordoir, Lewis, Seward, Veld (2013) διακρίνονται δύο τύποι κινήτρων για την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων, τα αβάσιμα και τα εύλογα. Σύμφωνα με τη λογική των αβάσιμων κινήτρων, τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι φθηνότερα από τα συμβατικά κεφάλαια επειδή έχουν χαμηλότερο κουπόνι. Ακόμη είναι φθηνότερα από τις κοινές μετοχές επειδή η τιμή μετατροπής είναι γενικά πολύ πάνω από την τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία έκδοσης.

Τα εύλογα κίνητρα για την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων οδηγούν στην κοινή άποψη ότι μπορούν να μετριάσουν ένα φάσμα χρηματοοικονομικών εξόδων που συνδέονται με τις εναλλακτικές επιλογές για την άντληση ρευστότητας μέσω του δανεισμού ή για τη χρηματοδότηση του μετοχικού κεφαλαίου. Διαφέρουν από τα αβάσιμα κίνητρα καθώς αναγνωρίζουν ότι τα μετατρέψιμα ομόλογα δεν κυριαρχούν έναντι των υπολοίπων χρεών και του μετοχικού κεφαλαίου. Υπό την έννοια αυτή, το μετατρέψιμο χρέος ενεργεί ως υποκατάστατό τους όταν το κόστος των τελευταίων είναι αρκετά απαγορευτικό ώστε να αποκλείει τη χρήση τους.

3.12 Μετατρέψιμα ομόλογα και κόστος αντιπροσώπευσης

Οι Dutordoir, Lewis, Seward, Veld (2013) αναφέρουν επίσης ότι τα υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα, ως μέσο χρηματοδότησης, μπορούν να μειώσουν διάφορα είδη κόστους αντιπροσώπευσης. Ένα από αυτά αποτελούν οι ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ομολογιούχων και μετόχων. Αυτό οφείλεται στα κίνητρα των μετόχων να προβαίνουν σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Ένα μετατρέψιμο ομόλογο μετριάζει τέτοιου είδους κίνητρα καθώς οι μέτοχοι θα πρέπει να μοιράζονται τυχόν ταμειακές ροές που προκύπτουν από στρατηγικές υψηλού κινδύνου με τους κατόχους μετατρέψιμων ομολόγων. Συνεπώς, μιας και τα οφέλη των μετόχων θα μειώνονται, ως εκ τούτου θα μειώνονται και τα κίνητρά τους να συμμετάσχουν σε μια τέτοια επενδυτική στρατηγική.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν επίσης να βοηθήσουν τους διοικούντες να διατηρήσουν τη θέση τους μέσα στην τράπεζα. Αυτό θα μπορούσε να βασιστεί σε ένα ομόλογο σχεδιασμένο με τέτοιο τρόπο, ώστε η διοίκηση να μπορεί πάντα να αναγκάσει τη μετατροπή του μέσω ανάκλησης όταν μια επένδυση αυξάνει την αξία της τράπεζας. Το αντίθετο θα συμβαίνει όταν αυτή μειώνει την αξία της.

Ένας τέτοιος σχεδιασμός θα ενθαρρύνει τις διοικήσεις των τραπεζών να δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στις επενδυτικές επιλογές τους. Αυτό συμβαίνει διότι μια κακή επένδυση η οποία δεν θα οδηγήσει σε αύξηση της αξίας της τράπεζας,

δεν θα μπορέσει να μειώσει και τα χρέη της. Η δέσμευση αυτή των διευθυντικών στελεχών αυξάνει εκ των προτέρων την αξία της τράπεζας, μειώνοντας έτσι την πιθανότητα μιας επιθετικής εξαγοράς (Dutordoir, Lewis, Seward, Veld 2013).

3.13 Αντιμετώπιση του κόστους δυσμενών επιλογών

Η λήψη ή μη εμπιστευτικών πληροφοριών δημιουργεί το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης οδηγώντας σε δυσμενείς επιλογές. Σύμφωνα με τους Dutordoir, Lewis, Seward, Veld (2013) αυτό αποτελεί και έναν από τους λόγους για τον οποίο οι διοικήσεις και οι επενδυτές διαφωνούν για τον κίνδυνο των τραπεζών. Στην περίπτωση αυτή, τα εμφανή υψηλά επίπεδα κινδύνου έχουν ως αποτέλεσμα να υποχρεώνεται η τράπεζα να πληρώνει υψηλότερο επιτόκιο σε μη μετατρέψιμες μορφές χρέους από ότι οι διοικήσεις θεωρούν εύλογο.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα συμβάλλουν στη μείωση των επιπτώσεων του κόστους της δυσμενούς επιλογής λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης επειδή ο υψηλότερος αντιληπτός κίνδυνος μεταφράζεται σε υψηλότερη αξία αν επιλεγεί η μετατροπή τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να είναι ευκολότερο για τις διοικήσεις και τους επενδυτές να συμφωνήσουν σχετικά με την αξία ενός μετατρέψιμου ομολόγου από ένα μη μετατρέψιμο.

Στην περίπτωση που η ασύμμετρη πληροφόρηση σχετίζεται με την αξία μιας τράπεζας και όχι με τον κίνδυνο, μια ανακοίνωση προσφοράς μετοχών μπορεί να σηματοδοτήσει στην αγορά ότι είναι υπερτιμημένη. Καθώς τα μετατρέψιμα ομόλογα έχουν λιγότερα στοιχεία μετοχικού κεφαλαίου από μια ισοδύναμη προσφορά μετοχών, είναι λιγότερο πιθανό να θεωρηθούν ως σημάδι υπερτίμησης της τράπεζας, μειώνοντας έτσι το κόστος μιας δυσμενούς επιλογής (Dutordoir, Lewis, Seward, Veld 2013).

3.14 Εκτιμήσεις της ζήτησης των επενδυτών

Οι Dutordoir, Lewis, Seward, Veld (2013) αναφέρουν ότι οι τράπεζες με υψηλό επίπεδο ασυμμετρίας πληροφόρησης σχετικά με την αξία τους, εμποδίζονται από την αγορά μετοχών (SEO-Seasoned Equity Offering) να αντλήσουν

κεφάλαια. Από το επιχείρημα αυτό φαίνεται ότι οι τράπεζες δεν εκδίδουν μετατρέψιμα ομόλογα για να δηλώσουν την πραγματική τους αξία, αλλά επειδή δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Μια σχετική εξήγηση για την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών επικεντρώνεται στις διακυμάνσεις της ζήτησης των επενδυτών για μετατρέψιμους τίτλους.

Βάσει του επιχειρήματος αυτού, ακόμη και χωρίς περιορισμούς χρηματοδότησης σε άλλες αγορές, οι τράπεζες ενδέχεται να ανταποκρίνονται ευκαιριακά στην αυξημένη ζήτηση των επενδυτών στην αγορά των μετατρέψιμων ομολόγων. Αυτό γίνεται μέσω της έκδοσης μετατρέψιμων τίτλων αντί άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, ορίζοντας υψηλότερη τιμή για την προσφορά τους. Οι χρονικές διακυμάνσεις της ζήτησης των επενδυτών για μετατρέψιμους ομολογιακούς τίτλους μπορεί να οφείλονται στα μοντέλα αποπληρωμής αυτών των τίτλων, καθιστώντας τους πιο πολύτιμους σε περιόδους αυξημένης αποστροφής του κινδύνου για τους επενδυτές (Dutoroir, Lewis, Seward, Veld 2013).

3.15 Κερδοφορία-Οικονομίες κλίμακας και πεδίο εφαρμογής

Λόγω της ύπαρξης οικονομιών κλίμακας, η τάση δηλαδή του μακροχρόνιου μέσου συνολικού κόστους να μειώνεται όταν αυξάνεται η ποσότητα της παραγωγής, πιστεύεται ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους και της αποδοτικότητας των τραπεζών. Στην πραγματικότητα, είναι ευρέως διαδεδομένη η μέση καμπύλη κόστους των τραπεζών. Είναι μια επίπεδη καμπύλη σχήματος U, σύμφωνα με την οποία, οι μεσαίου μεγέθους τράπεζες είναι οι πιο αποδοτικές. Αυτό σημαίνει ότι οι επιπτώσεις της αύξησης του μεγέθους είναι ισχυρότερες όταν οι τράπεζες είναι μικρές ενώ για τις υπόλοιπες είναι ασθενέστερες (Uva 2017).

Εκτός από τις οικονομίες κλίμακας, οι μεγάλες τράπεζες μπορούν επίσης να επωφεληθούν από τις οικονομίες του πεδίου εφαρμογής (Uva 2017). Αποτελούν οικονομικούς παράγοντες που καθιστούν ταυτόχρονα τον σχεδιασμό και την προώθηση διαφόρων προϊόντων πιο αποδοτικά από τον

σχεδιασμό και την προώθηση ενός μόνο προϊόντος. Δηλαδή το μέσο συνολικό κόστος της παραγωγής μιας εταιρείας μειώνεται όταν υπάρχει μια αυξανόμενη ποικιλία αγαθών που παράγονται. Στην περίπτωση αυτή, οι τράπεζες μπορούν να προωθήσουν πιο ολοκληρωμένες υπηρεσίες στους πελάτες τους. Έτσι αυξάνουν την κερδοφορία τους.

Η κερδοφορία μπορεί επίσης να επηρεάζεται από την ισχύ της αγοράς και την αποδοτική δομή της, οι οποίες επηρεάζονται άμεσα από το μέγεθος των τραπεζών. Επιπλέον, οι μεγάλες τράπεζες μπορούν να ωφεληθούν από σιωπηρές εγγυήσεις μέσω της θεωρίας Too-Big-To-Fail, η οποία μπορεί να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης καθώς και από καλύτερες διοικήσεις και τεχνολογικά μέσα οδηγώντας σε χαμηλότερα κόστη, με αποτέλεσμα υψηλότερα κέρδη. Παρόλο που αναμένεται θετική σχέση μεταξύ του συνολικού ενεργητικού και της κερδοφορίας, αυτό μπορεί να μην είναι απόλυτα βέβαιο. Οι μεγαλύτερες και με πιο καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τράπεζες, αντιμετωπίζουν τη δυσκολία να μειώσουν επαρκώς την ασύμμετρη πληροφόρηση που συνδέεται με τα δάνεια, γεγονός που οδηγεί σε φτωχές επιδόσεις (Uva 2017).

Συνεπώς, οι οικονομίες κλίμακας, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών όπως και η ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζουν τις μεικτές αποδόσεις των μετατρέψιμων ομολόγων και το κόστος έκδοσής τους. Τα μετατρέψιμα ομόλογα, τα οποία ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο από το μη μετατρέψιμο χρέος, συνεπάγονται υψηλότερες μεικτές αποδόσεις και άλλα άμεσα έξοδα για την τράπεζα. Όμως το ποσοστό των μεικτών αποδόσεων μειώνεται καθώς το μέγεθος της έκδοσης αυξάνεται όταν λειτουργούν οι οικονομίες κλίμακας. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη φερεγγυότητας για τις μεσαίες και τις μεγάλες τράπεζες, κάτι το οποίο μπορεί να βοηθήσει στην περαιτέρω βελτίωση της πιστοληπτικής τους ικανότητας μέσω των μετατρέψιμων ομολόγων, καθώς έχουν πρόσβαση σε χαμηλού κόστους χρηματοδότηση του μετοχικού τους κεφαλαίου (Uva 2017).

3.16 Εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων και οικονομική κρίση

Καθώς η έκδοση υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων (CoCos) παρέχει στις τράπεζες μεγαλύτερα κεφαλαιακά αποθέματα όταν αυτό καταστεί αναγκαίο μετατρέποντας αυτόματα τις δανειακές υποχρεώσεις σε ίδια κεφάλαια, αποτέλεσαν ένα σημαντικό εργαλείο ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών ως μέρος της προσπάθειας για σημαντική αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Αυτό ήρθε ως επακόλουθο των πρώτων ετών της οικονομικής κρίσης όπου τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών αποδείχθηκαν ανεπαρκή να παράσχουν σημαντική ικανότητα απορρόφησης ζημιών για τις τράπεζες ώστε να μπορέσουν να επιβιώσουν (Avdjiev, Bolton, Jiang, Kartasheva, Bogdanova 2015).

Τα τελευταία χρόνια η αύξηση των εκδόσεων ήταν ταχεία αν και εξακολουθούν να αποτελούν ένα μικρό τμήμα της αγοράς. Από τον Ιανουάριο του 2009 έως τον Σεπτέμβριο του 2014 οι τράπεζες σε όλο τον κόσμο έχουν εκδώσει συνολικά ποσό 208 δισ. δολαρίων σε υπό συνθήκη μετατρέψιμα ομόλογα μέσω 188 διαφορετικών ειδών έκδοσης. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σχετικά με την ποιότητα του ενεργητικού των μεγαλύτερων ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από τις νέες εκδόσεις τίτλων ποσού 92 δισ. ευρώ από τον Ιούλιο του 2013 έως τον Αύγουστο του 2014, 32 δισεκατομμύρια ευρώ ήταν μέσω εκδόσεων υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων και μόλις τα δύο τρίτα ήταν μέσω έκδοσης μετοχών (Avdjiev, Bolton, Jiang, Kartasheva, Bogdanova 2015).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Οι οικονομικές εξελίξεις σε συνδυασμό με τα κίνητρα εκδοτών και επενδυτών έχουν οδηγήσει σε αύξηση των εκδόσεων υπό συνθήκη μετατρέψιμων ομολόγων. Το γεγονός αυτό ενέτεινε την ανάγκη αξιολόγησης τόσο των ίδιων των ομολόγων όσο και των εκδοτών τους, εισάγοντας στη διαδικασία έναν ακόμα, αν και απρόθυμο για διάφορους λόγους, παράγοντα της αγοράς, αυτόν των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Με την πάροδο του χρόνου η πολυπλοκότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς αυξήθηκε, με συνέπεια την αύξηση της ποικιλομορφίας των δανειοληπτών. Ως επακόλουθο, οι επενδυτές και οι ρυθμιστικές αρχές έστρεψαν την προσοχή τους στους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι όλο και αυξάνονται, επανεξετάζοντας την απόδοσή τους. Ο λόγος της επανεξέτασης αυτής οφείλεται στο γεγονός ότι η σημασία συγκεκριμένων αξιολογήσεων ποικίλει διαχρονικά και μεταξύ των οργανισμών, παρά τις ακριβείς από τους οργανισμούς ταξινομήσεις κινδύνου αθέτησης. Οι διακυμάνσεις αυτές στο νόημα των αξιολογήσεων θα μπορούσαν να έχουν σοβαρές επιπτώσεις, δεδομένου ότι ο αριθμός των οργανισμών αυξάνεται ωθώντας τους δανειολήπτες να επιλέγουν τις πιο ευνοϊκές, κάτι όμως που οι αγορές γνωρίζουν.

4.1 Η εξέλιξη της βιομηχανίας αξιολόγησης

Οι πρώτοι οργανισμοί αξιολόγησης ομολόγων ήταν οι εμπορικοί οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι αξιολογούσαν την ικανότητα των εμπόρων να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους. Ο Louis Tarran ίδρυσε τον πρώτο εμπορικό οργανισμό πιστοληπτικής ικανότητας στη Νέα Υόρκη το 1841. Ο Robert Dun απέκτησε στη συνέχεια τον οργανισμό και δημοσίευσε τον πρώτο οδηγό αξιολόγησης το 1859. Ένα παρόμοιο οργανισμό ίδρυσε το 1849 ο John Bradstreet, ο οποίος δημοσίευσε ένα βιβλίο αξιολογήσεων το 1857. Οι δύο οργανισμοί ενοποιήθηκαν το 1933, δημιουργώντας τον Dun και Bradstreet, ο

οποίος ανέλαβε το μέρος των Επενδυτικών Υπηρεσιών της Moody το 1962 (Cantor, Packer 1994).

Η επέκταση της πιστοληπτικής ικανότητας στις αξιολογήσεις τίτλων ξεκίνησε το 1909, όταν ο John Moody άρχισε να αξιολογεί τα ομόλογα των Αμερικανικών σιδηροδρόμων επεκτείνοντας τη δραστηριότητά του στον τομέα των αξιογράφων και των βιομηχανικών ομολόγων τον επόμενο χρόνο. Η Poor's Publishing Company εξέδωσε τις πρώτες αξιολογήσεις της το 1916, η Standard Statistics Company το 1922 και η Fitch Publishing Company το 1924. Η Standard Statistics και η Poor's Publishing Company συγχωνεύθηκαν για να σχηματίσουν την Standard & Poor's (S & P) το 1941. Η Duff and Phelps με έδρα το Σικάγο άρχισε να παρέχει αξιολογήσεις ομολόγων για ένα ευρύ φάσμα εταιρειών το 1982 ενώ ο McCarthy, Crisanti and Maffei, ιδρύθηκε το 1975 και αποκτήθηκε από την Xerox Financial Services, πριν από την συγχώνευση με την Duff and Phelps το 1991. Τέλος οι Thomson Bankwatch και Fitch αξιολογούν αποκλειστικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ο A.M. Best καθορίζει τις δυνατότητες των ασφαλιστικών εταιρειών να πληρώνουν τις υποχρεώσεις τους (Cantor, Packer 1994).

Καθώς οι ροές κεφαλαίων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές μετατοπίστηκαν από τον τραπεζικό τομέα στις κεφαλαιαγορές, οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αρχίσει να γίνονται παγκοσμίως γνωστοί. αγορές. Με την αύξηση της ζήτησης σε ξένες χώρες, καθώς οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται τόσο στις χρηματοπιστωτικές αγορές των πιο ανεπτυγμένων οικονομιών όσο και σε αρκετές χώρες με αναδυόμενες, αυξήθηκε ο αριθμός των ξένων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ένας ακόμα αμερικανικός, ένας βρετανικός, δύο καναδικοί και τρεις ιαπωνικοί κατατάσσονται μεταξύ των σημαντικών διεθνώς.

Η αυξημένη εξωτερική ζήτηση οδήγησε τους αμερικανικούς οργανισμούς να επεκταθούν και σε άλλες χώρες επεκτείνοντας ταυτόχρονα το βάθος και τη συχνότητα της κάλυψής τους. Δεν αξιολογούν μόνο τα μακροπρόθεσμα ομόλογα που εκδίδονται στη χώρα τους αλλά και μια ποικιλία άλλων χρεωστικών τίτλων όπως τίτλους περιουσιακών στοιχείων, προνομιούχες

μετοχές, εγγραφές εκδόσεως νέων μετοχών, ιδιωτικές τοποθετήσεις, εμπορικά χρεόγραφα και τραπεζικά πιστοποιητικά καταθέσεων.

Οι αξιολογήσεις ομολόγων όλων των οργανισμών έχουν ως στόχο να υποδείξουν την πιθανότητα αθέτησης ή καθυστερημένης πληρωμής των χρεογράφων. Για τις αξιολογήσεις οι οργανισμοί χρησιμοποιούν το δικό τους σύμβολο. Κάποιοι χρησιμοποιούν γράμματα, άλλοι χρησιμοποιούν αριθμούς ενώ πολλοί και τα δύο ταξινομώντας τον κίνδυνο αθέτησης από εξαιρετικά ασφαλές σε εξαιρετικά κερδοσκοπικό. Παρόλα αυτά, οι διαφορές στα σύμβολα σταδιακά μειώθηκαν μεταξύ των αξιολογήσεων των μεγάλων οργανισμών.

Η Fitch το 1973, η Standard and Poor's το 1974 και η Moody's το 1982 άρχισαν να προσθέτουν σύμβολα συν και μείον στις αξιολογήσεις τους. Ο λόγος ήταν η παροχή καλύτερης διαβάθμισης αξιολόγησης ώστε να βοηθήσουν τους επενδυτές να διακρίνουν πιο προσεκτικά τους εκδότες. Έχουν επίσης καθιερωθεί και άλλες τροποποιήσεις των διαβαθμίσεων αξιολόγησης συμπεριλαμβανομένης της προσθήκης μιας κατηγορίας "πιστωτικής παρακολούθησης" που υποδηλώνει ότι μια αξιολόγηση βρίσκεται υπό έρευνα (Cantor, Packer 1994).

Πίνακας 3: Σύμβολα βαθμολόγησης μακροπρόθεσμου χρέους

Σύμβολα βαθμολόγησης μακροπρόθεσμου χρέους			
Moody's	S&P	Fitch and others	Ερμηνεία
Aaa	AAA	AAA	Μέγιστη ποιότητα
Aa1	AA+	AA+	Υψηλή ποιότητα
Aa2	AA	AA	
Aa3	A A -	A A -	
A1	A+	A+	Ισχυρή ικανότητα πληρωμής
A2	A	A	
A3	A -	A -	
Baa1	BBB+	BBB+	Επαρκής ικανότητα πληρωμής
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Πιθανόν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Υποχρεώσεις υψηλού κινδύνου
B2	B	B	
B3	B -	B -	
Caa	CCC+	CCC+	Μεγάλη πιθανότητα να αθετήσει ή Έχει αθετήσει (Moody' s)
	CCC	CCC	
	CCC-	CCC-	
Ca	CC	CC	
	C	C	
C	RD/D	RD/D	Χρεωκοπία

Διαβάθμιση επενδύσεων
 – χαμηλό ρίσκο
 – χαμηλή απόδοση

Διαβάθμιση κερδοσκοπίας
 – υψηλό ρίσκο
 – υψηλή απόδοση

Πίνακας 4: Σύμβολα βαθμολόγησης βραχυπρόθεσμου χρέους

Σύμβολα βαθμολόγησης βραχυπρόθεσμου χρέους			
Moody's	S&P	Fitch and others	Ερμηνεία
P-1	A-1+	F1+	Μέγιστη ικανότητα πληρωμής
	A-1	F1	
P-2	A-2	F2	Ισχυρή ικανότητα πληρωμής
P-3	A-3	F3	Επαρκής ικανότητα πληρωμής
	B	B	Ανεπαρκής ικανότητα πληρωμής
NOT PRIME	C	C	Πιθανή χρεωκοπία
	RD/D	RD/D	Χρεωκοπία

Οι αξιολογήσεις αυτών των οργανισμών ήταν καθοριστικής σημασίας για την πώληση των κινητών αξιών που βασιζόταν σε στεγαστικά δάνεια και άλλες υποχρεώσεις. Οι πωλήσεις αυτών των ομολόγων με τη σειρά τους αποτέλεσαν σημαντικό στήριγμα για την πλήρη χρηματοδότηση της αυτοσυντηρούμενης φούσκας της αύξησης των τιμών στην αμερικανική αγορά ακινήτων. Όταν οι τιμές των κατοικιών σταμάτησαν να αυξάνονται στα μέσα του 2006 και έπειτα

άρχισαν να μειώνονται, τα ποσοστά αθέτησης των ενυπόθηκων δανείων αυτών των τίτλων αυξήθηκαν σημαντικά οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι οι αρχικές αξιολογήσεις αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες. Η πτώση των τιμών και η αβεβαιότητα γύρω από αυτούς τους τίτλους συνέβαλαν στη μετατροπή της πτώσης αυτής σε εκτεταμένη κρίση στις Η.Π.Α. και τα παγκόσμια χρηματοπιστωτικά συστήματα.

4.2 Κόστος και φήμη αξιολογήσεων

Οι αξιολογήσεις των εκδοτών παρέχονταν δωρεάν στην αρχή, χρηματοδοτούμενες από τους ίδιους τους οργανισμούς μέσω των πωλήσεων από τις εκδόσεις. Ωστόσο, καθώς αυξήθηκε η ζήτηση για ταχύτερη και πληρέστερη εξυπηρέτηση, οι οργανισμοί άρχισαν να χρεώνουν τους εκδότες με σκοπό να χρησιμοποιούν τα έσοδα για την βελτίωση των υπηρεσιών τους ώστε να καταστούν πιο ανταγωνιστικοί έναντι των αναλυτών άλλων ιδιωτικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Κατά τη δεκαετία του '60, η αγορά των εμπορικών χρεογράφων είχε αυξηθεί σημαντικά, αγνοώντας όμως την ποιότητα των εκδοτών. Κάθε οικογενειακή επιχείρηση είχε αποδεκτό πιστωτικό κίνδυνο για τους επενδυτές. Στην ύφεση του 1970, λόγω της κρίσης ρευστότητας, οι επενδυτές άρχισαν να αμφισβητούν την οικονομική κατάσταση πολλών εταιρειών. Το σημείο αυτό αποτέλεσε έναυσμα για την καθιέρωση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Στο εξής, κάθε νέα έκδοση χρέους θα έπρεπε να έχει τουλάχιστον μία αξιολόγηση. Οι οργανισμοί διαπιστώνοντας ότι ήταν σε θέση να επιβάλουν χρεώσεις στους εκδότες, ξεκίνησαν τις χρεώσεις με πρώτες τις Fitch και Moody's το 1970 και την Standard & Poor's λίγα χρόνια αργότερα (Cantor, Packer 1994).

Οι οργανισμοί έχουν ως βασικό μέλημα να διατηρήσουν τη φήμη τους για υψηλής ποιότητας και ακρίβειας αξιολογήσεις. Εάν οι επενδυτές έχαναν την εμπιστοσύνη τους στις αξιολογήσεις ενός οργανισμού, οι εκδότες θα έχαναν τη δυνατότητα να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους μέσω των αξιολογήσεων αυτών.

4.3 Η διαδικασία της αξιολόγησης

Απαιτείται σημαντικός χρόνος εκ μέρους του εκδότη του χρέους και του αναδόχου του, καθώς και του οργανισμού που θα διενεργήσει μια αξιολόγηση. Οι οργανισμοί βασίζονται τόσο σε ποσοτικές όσο και σε ποιοτικές εκτιμήσεις της κατάστασης του εκδότη. Η βαθμολογία που προκύπτει, συχνά συνοδευόμενη από επεξηγηματική ανάλυση, γνωστοποιείται πρώτα στον εκδότη και τον επενδυτή και στη συνέχεια στο ευρύ κοινό.

Ο εκδότης έχει τη δυνατότητα να αρνηθεί μια αξιολόγηση εάν δεν είναι ικανοποιημένος, αν και συνήθως οι οργανισμοί λαμβάνουν υπ' όψιν κάθε ζήτημα που θα υποβάλλει ο εκδότης πριν από την εκχώρηση της αξιολόγησης. Οι πολιτικές που ακολουθούνται όσον αφορά την διενέργεια αξιολογήσεων ποικίλουν. Ορισμένοι εκδίδουν μόνο κατόπιν αιτήματος ενώ άλλοι εκδίδουν χωρίς την επιθυμία του πελάτη (Cantor, Packer 1994).

Οι εταιρείες Moody's και Standard & Poor's λαμβάνουν τέλη για τις αξιολογήσεις που έχουν εκδώσει. Οι αξιολογούμενες εταιρείες επιθυμούν να έχουν την ευκαιρία που τους παρέχεται από την επίσημη διαδικασία αξιολόγησης να συμπεριληφθούν τα καλύτερα στοιχεία τους στις αξιολογήσεις αυτές, ακόμα και αν δεν έγιναν κατόπιν επιθυμίας τους και ίσως αυτό να αποτελεί μια μορφή χειραγώγησής τους. Παρόλα αυτά, αν και ένας οργανισμός φαίνεται ότι έχει κίνητρο να ανταμείβει εκείνες τις εταιρείες που πληρώνουν για τις αξιολογήσεις του, αυτό το κίνητρο μπορεί να αντισταθμιστεί από την ανάγκη διατήρησης της φήμης και της αξιοπιστίας των αναλύσεών του (Cantor, Packer 1994).

4.4 Αξιολογήσεις και κανονιστικό πλαίσιο

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έχουν αποκτήσει αρκετές νέες χρήσεις. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια θέτουν όρια στο ποσό ενός χαρτοφυλακίου που μπορεί να επενδυθεί σε χρεόγραφα μη επενδυτικής ποιότητας. Οι εκδότες χρεών και οι επενδυτές εισάγουν αξιολογήσεις στις συμβάσεις των συμφωνιών τους ζητώντας καθοδήγηση από τους οργανισμούς για τη διάρθρωση των χρηματοοικονομικών τους συναλλαγών. Η εξάρτηση από τις αξιολογήσεις για την απλούστευση του έργου εποπτείας καλύπτει σχεδόν όλες τις

χρηματοπιστωτικές ρυθμιστικές αρχές, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων αρχών που εποπτεύουν τις τράπεζες, τις αποταμιεύσεις, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τις εταιρίες κινητών αξιών, τις κεφαλαιαγορές, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα συνταξιοδοτικά ταμεία (Cantor, Packer 1994).

Αρχικά, η κανονιστική χρήση των αξιολογήσεων περιελάμβανε μόνο τις διακρίσεις των οργανισμών αξιολόγησης αναφορικά με την ποιότητα. Τίτλων δηλαδή επενδυτικών ή με βαθμολόγηση από BBB και άνω, καθώς και κερδοσκοπικών ή με βαθμολόγηση από BB και κάτω. Οι κανονισμοί απαιτούσαν τη διατήρηση επιπλέον κεφαλαίου έναντι κερδοσκοπικών τίτλων ή την απαγόρευση τέτοιων επενδύσεων γενικότερα. Αν και η διάκριση στην ποιότητα των τίτλων παραμένει σημαντική, με την πάροδο του χρόνου, οι κανονιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις και οι απαγορεύσεις συνδέονται όλο και περισσότερο και με άλλες βαθμίδες αξιολόγησης (Cantor, Packer 1994).

Η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ορίζει τους «εθνικά αναγνωρισμένους στατιστικούς οργανισμούς αξιολόγησης» (NRSRO) οι οποίοι θα πληρούν τις προϋποθέσεις σύμφωνα με τους κανονισμούς των ρυθμιστικών αρχών. Οι κανονισμοί περιλαμβάνουν μεθόδους για την αντιμετώπιση διαφορών αξιολόγησης μεταξύ των οργανισμών διεξάγοντας ανεξάρτητες αναλύσεις.

4.5 Οργανισμοί αξιολόγησης και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Στις αρχές της δεκαετίας του '30, οι εποπτικές αρχές των Η.Π.Α. έκριναν ότι οι τράπεζες που κατείχαν κρατικά ομόλογα έπρεπε να έχουν βαθμολογηθεί με BBB ή υψηλότερα από τουλάχιστον έναν οργανισμό αξιολόγησης. Σύμφωνα με αυτή την βαθμολόγηση θα μπορούσαν να διατηρούν τα ομόλογα στη λογιστική τους αξία, διαφορετικά θα καταγραφόταν στην αγοραία αξία και το 50% των απωλειών από την λογιστική θα επιβάρυνε τα κεφάλαια. Οι εποπτικές αρχές και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής το 1936 απαγόρευσαν στις τράπεζες να κατέχουν ομόλογα που δεν ήταν βαθμολογημένα από BBB και πάνω, από τουλάχιστον δύο οργανισμούς (Cantor, Packer 1994).

Το 1989 το Κογκρέσο, επεκτείνοντας το κανονιστικό πλαίσιο για τη διάκριση μεταξύ των επενδυτικών και των κερδοσκοπικών τίτλων, ενέκρινε νομοθεσία που απαγορεύει στις τράπεζες να επενδύουν σε κακής ποιότητας ομόλογα. Επίσης, το 1993 η επιτροπή εποπτείας τραπεζών της Βασιλείας πρότεινε, σχετικά με τον κίνδυνο αγοράς, ότι οι διεθνώς ενεργές εμπορικές τράπεζες που ασχολούνται με τίτλους θα πρέπει να κατέχουν επιπλέον κεφάλαιο έναντι των αποθεμάτων ομολόγων τους που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις αναφορικά με την βαθμολογία. Συνεπώς, αν και η επίτευξη μιας υψηλής βαθμολογίας διευκόλυνε τις εκδόσεις των τίτλων, ορισμένοι από τους κανονισμούς επηρέασαν δυσμενώς τη διαθεσιμότητα και το κόστος των κεφαλαίων σε χαμηλότερης βαθμολόγησης δανειολήπτες (Cantor, Packer 1994).

4.6 Αξιολόγηση δυναμικότητας των τραπεζών - Moody's

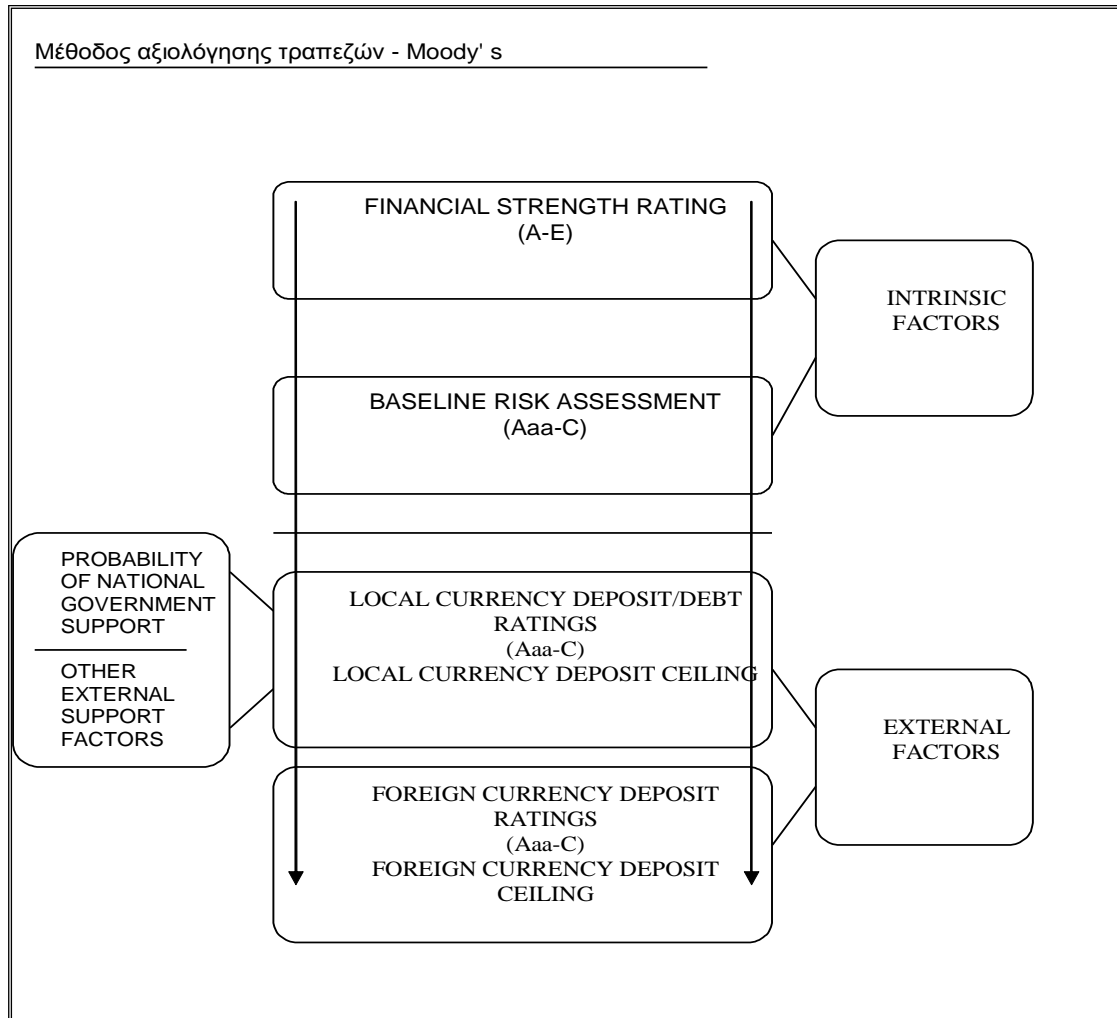
Τον Σεπτέμβριο και τον Δεκέμβριο του 2006 η Moody's δημοσίευσε προτάσεις για την ανανέωση της μεθοδολογίας της αξιολόγησης της δυναμικότητας των τραπεζών. Η πρόταση αυτή υποβλήθηκε σε σχέση με την ενσωμάτωση ανάλυσης αθέτησης στις αξιολογήσεις για τις τράπεζες και άλλα ιδρύματα που λαμβάνουν καταθέσεις ώστε να αντικατοπτρίζουν τις διάφορες πηγές εξωτερικής στήριξης που μπορεί να ωφελήσουν τους πιστωτές των τραπεζών. Με βάση τα δεδομένα αυτά, οι αξιολογήσεις αντικατοπτρίζουν τη γνώμη της Moody's σχετικά με την εγγενή ή μεμονωμένη οικονομική ισχύ της τράπεζας σε σχέση με όλες τις υπόλοιπες αξιολογημένες τράπεζες παγκοσμίως (Moody's 2007a).

Οι αξιολογήσεις της δυναμικότητας των τραπεζών παρέχουν στους επενδυτές μια εικόνα από άποψη ασφάλειας και ευρωστίας μιας τράπεζας. Σε αντίθεση με τις αξιολογήσεις ομολόγων ή καταθέσεων, αποδίδονται σε τράπεζες και όχι σε συγκεκριμένες εκδόσεις χρεών, αποτελώντας μια ένδειξη του πιστωτικού κινδύνου μιας τράπεζας.

Δεν αποτελούν όμως αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου όπως επίσης δεν ασχολούνται ούτε με τον κίνδυνο αθέτησης ούτε με την απώλεια που μπορεί να υποστεί ένας επενδυτής σε περίπτωση αδυναμίας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της μια τράπεζα. Αντίθετα, είναι ένα μέτρο της πιθανότητας ότι

μια τράπεζα θα χρειαστεί βοήθεια για να αποφευχθεί η αθέτηση υποχρεώσεων (Moody's 2007a).

Διάγραμμα 2: Μέθοδος αξιολόγησης τραπεζών – Moody's



Οι λοιπές αξιολογήσεις της Moody's για τις τράπεζες, καθορίζονται λαμβάνοντας υπόψη τόσο την αξιολόγηση δυναμικότητας όσο και την πιθανότητα η τράπεζα να λάβει εξωτερική στήριξη. Λαμβάνουν επίσης υπ' όψιν τον κίνδυνο ότι οι κρατικές παρεμβάσεις ενδέχεται να επηρεάσουν την ικανότητα της τράπεζας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της σε εθνικό ή ξένο νόμισμα.

Προκειμένου να διαφοροποιηθούν οι αξιολογήσεις δυναμικότητας από αυτές των καταθέσεων και των χρεών, χρησιμοποιούνται διαφορετικά σύμβολα αξιολόγησης. Κυμαίνονται από A έως E, με "A" για τις τράπεζες με τη μεγαλύτερη εγγενή οικονομική ισχύ και το "E" για τις τράπεζες με τη

μικρότερη. Μια τροποποίηση "+" μπορεί να προσαρτηθεί σε αξιολογήσεις κάτω από την κατηγορία "Α" ενώ μια τροποποίηση "-" σε βαθμολογίες πάνω από την κατηγορία "Ε" για να προσδιορίσει τις τράπεζες που τοποθετούνται υψηλότερα ή χαμηλότερα σε μια κατηγορίας αξιολόγησης (Moody's 2007a).

4.7 Αξιοπιστία των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας

Οι χρήσεις των αξιολογήσεων προϋποθέτουν ακρίβεια στη μέτρηση των σχετικών και απολύτων κινδύνων αθέτησης των ομολόγων. Για να έχουν νόημα θα πρέπει να παρέχεται μια κατάταξη των σχετικών πιστωτικών κινδύνων καθώς και ένας αξιόπιστος οδηγός για τον απόλυτο πιστωτικό κίνδυνο. Στοιχεία αθέτησης εταιρικών ομολόγων των Moody's και Standard & Poor's αναφορικά με τον σχετικό πιστωτικό κίνδυνο, υποδηλώνουν ότι τα ομόλογα χαμηλότερης ονομαστικής αξίας τείνουν να χρεοκοπούν συχνότερα από τα ομόλογα υψηλότερης ονομαστικής αξίας (Cantor, Packer 1994).

Αντίστοιχα, στον απόλυτο πιστωτικό κίνδυνο οι πιθανότητες αθέτησης σχετίζονται με συγκεκριμένες βαθμολογήσεις οι οποίες δεν έχουν μεταβληθεί με την πάροδο του χρόνου. Οι κεφαλαιαγορές φαίνεται να επικυρώνουν τις αποφάσεις των οργανισμών σχετικά με την τιμολόγηση των χαμηλής βαθμολόγησης ομολόγων με υψηλότερες μέσες αποδόσεις. Συνεπώς οι αξιολογήσεις παρέχουν μια χρήσιμη ταξινόμηση των πιστωτικών κινδύνων.

Για τα εταιρικά ομόλογα, οι αποδόσεις της αγοράς συνδέονται στενά με τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Κάθε μείωση στη βαθμολόγηση αντιστοιχεί σε σαφή αύξηση των μέσων περιθωρίων απόδοσης. Ακόμη και αν οι αξιολογήσεις δεν περιέχουν ανεξάρτητες πληροφορίες σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, η χρήση αξιολογήσεων από επενδυτές και ρυθμιστικές αρχές μπορεί να έχει νόημα εάν οι αξιολογήσεις αυτές παρέχουν μια αποτελεσματική περίληψη αυτών των πληροφοριών. Βάσει ορισμένων μελετών αθέτησης υποχρεώσεων εταιρικών ομολόγων οι οποίες υπολογίζουν τα ιστορικά ποσοστά αθέτησης μεταξύ των κατηγοριών των αξιολογούμενων εκδοτών, φαίνεται ότι οι χαμηλότερες αξιολογήσεις εταιρικών ομολόγων έχουν

πράγματι συσχετιστεί με υψηλότερη πιθανότητα αθέτησης (Cantor, Packer 1996).

Μακροπρόθεσμα, οι πιθανότητες αθέτησης σε διαφορετικά επίπεδα αξιολόγησης πρέπει να παρουσιάζουν σχετική σταθερότητα σε συχνότητες μεγαλύτερες από τον επιχειρηματικό κύκλο. Οι ρυθμιστικές αρχές θεωρούν ότι υπάρχει η σταθερότητα αυτή όταν ενσωματώνουν συγκεκριμένα όρια αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας σε νόμους και ρυθμίσεις. Η αξιοπιστία των αξιολογήσεων ως προγνωστικών για τους απόλυτους πιστωτικούς κινδύνους μπορεί να αξιολογηθεί εξετάζοντας τα ποσοστά αθέτησης που σχετίζονται με διαφορετικές αξιολογήσεις με την πάροδο του χρόνου, ιδιαίτερα αν ο χρονικός ορίζοντας είναι αρκετά μεγάλος για να ενσωματώσει και τα δύο άκρα του επιχειρηματικού κύκλου (Cantor, Packer 1994).

4.8 Παράγοντες και επιπτώσεις αξιολογήσεων κρατών

Σύμφωνα με τους Cantor, Packer (1996) οι αξιολογήσεις κρατικών ομολόγων είναι εκτιμήσεις της σχετικής πιθανότητας ότι ο δανειολήπτης δεν θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Οι κυβερνήσεις γενικά ζητούν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για να διευκολύνουν τη δική τους πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, όπου αρκετοί επενδυτές προτιμούν τα αξιολογημένα χρεόγραφα έναντι μη αξιολογημένων, παρόμοιου πιστωτικού κινδύνου.

Η αύξηση της ζήτησης από τους επενδυτές ομολόγων που εκδίδονται σε νομίσματα διαφορετικά από τα παραδοσιακά διεθνή νομίσματα, οδήγησε τις κυβερνήσεις να ζητούν την αξιολόγηση των ομολόγων τους σε εγχώριο νόμισμα. Οι κρατικές αξιολογήσεις είναι σημαντικές όχι μόνο επειδή μερικοί από τους μεγαλύτερους εκδότες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές είναι εθνικές κυβερνήσεις, αλλά και επειδή αυτές οι αξιολογήσεις επηρεάζουν τις αξιολογήσεις που αποδίδονται στις ιδιωτικές εκδόσεις της ίδιας εθνικότητας. Σχετικά με τα κριτήρια των αξιολογήσεων, ποιοτικά ή ποσοτικά, απαριθμούν πολυάριθμους οικονομικούς, κοινωνικούς και πολιτικούς παράγοντες που αποτελούν τη βάση για την πιστοληπτική ικανότητα. Ωστόσο, ο προσδιορισμός

της σχέσης μεταξύ των κριτηρίων και των αποτελεσμάτων των αξιολογήσεων είναι δύσκολος. Η δυσκολία αυτή δεν αναφέρεται μόνο στα ποιοτικά κριτήρια αλλά και στα ποσοτικά καθώς το πλήθος τους δυσχεραίνει τις εκτιμήσεις. Βάσει των οκτώ μεταβλητών που αναφέρονται επανειλημμένα στις εκθέσεις των οργανισμών αξιολόγησης ως καθοριστικοί παράγοντες των κρατικών αξιολογήσεων, οι Richard Cantor and Frank Packer (Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings 1996) προέβησαν σε μια εμπειρική μελέτη ώστε να μετρήσουμε τη σχετική σημαντικότητα των μεταβλητών αυτών.

Αρχικά περιγράφεται η σχέση των μεταβλητών αυτών με την ικανότητα και την προθυμία της χώρας να εξυπηρετήσει το χρέος της. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

- Κατά κεφαλήν εισόδημα (θετική)

Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανή φορολογική βάση της δανειζόμενης χώρας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα μιας κυβέρνησης να αποπληρώσει το χρέος.

- ΑΕΠ (θετική)

Ο σχετικά υψηλός ρυθμός ανάπτυξης υποδεικνύει ότι η εξυπηρέτηση της υφιστάμενης επιβάρυνσης του χρέους μιας χώρας θα καταστεί ευκολότερη με την πάροδο του χρόνου.

- Πληθωρισμός (αρνητική)

Ο υψηλός πληθωρισμός υποδεικνύει διαρθρωτικά προβλήματα στα οικονομικά της κυβέρνησης.

- Δημοσιονομική ισορροπία (αρνητική)

Ένα μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα απορροφά τις ιδιωτικές εγχώριες αποταμιεύσεις και υποδηλώνει ότι μια κυβέρνηση δεν έχει την ικανότητα ή τη

βούληση να φορολογήσει τους πολίτες της, για να καλύψει τις τρέχουσες δαπάνες ή να εξυπηρετήσει το χρέος της.

- Εξωτερική ανισορροπία (αρνητική)

Ένα μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δείχνει ότι ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε κεφάλαια από το εξωτερικό. Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που παραμένουν, οδηγούν σε αύξηση του εξωτερικού χρέους, το οποίο ενδέχεται να καταστεί μη βιώσιμο με την πάροδο του χρόνου.

- Εξωτερικό χρέος (αρνητική)

Η υψηλότερη επιβάρυνση λόγω χρέους θα πρέπει να αντιστοιχεί σε υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων. Το βάρος της επιβάρυνσης αυξάνεται καθώς το χρέος σε ξένο νόμισμα αυξάνεται σε σχέση με τα κέρδη σε ξένο νόμισμα (εξαγωγές).

- Οικονομική ανάπτυξη (αρνητική)

Παρόλο που το επίπεδο ανάπτυξης μετράται από το κατά κεφαλήν εισόδημα, οι οργανισμοί αξιολόγησης ελέγχουν τη σχέση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και κινδύνου. Όταν οι χώρες φθάσουν σε ένα συγκεκριμένο εισόδημα ή επίπεδο ανάπτυξης, ενδέχεται να είναι λιγότερο πιθανό να αποτύχουν. Υπολογίζεται δηλαδή το ελάχιστο εισόδημα ή επίπεδο ανάπτυξης σημειώνοντας εάν μια χώρα κατατάσσεται ως εκβιομηχανισμένη από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

- Προεπιλεγμένο ιστορικό

Μια χώρα που έχει αθετήσει τις υποχρεώσεις της στο πρόσφατο παρελθόν θεωρείται ως υψηλού πιστωτικού κινδύνου.

Στη συνέχεια εξετάζεται η ατομική και η συλλογική σημασία των οκτώ μεταβλητών για τον καθορισμό των αξιολογήσεων. Οι πέντε από τις οκτώ

μεταβλητές φαίνεται να συσχετίζονται άμεσα με τις αξιολογήσεις που έχουν διενεργηθεί από τις εταιρείες Moody's και Standard and Poor's . Συγκεκριμένα, ένα υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα φαίνεται να συνδέεται στενά με υψηλές βαθμολογίες. Ο χαμηλότερος πληθωρισμός και το χαμηλότερο εξωτερικό χρέος συνδέονται επίσης σταθερά με τις υψηλότερες αξιολογήσεις. Ένα υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, όπως μετράται από τον δείκτη για την εκβιομηχάνιση, αυξάνει σημαντικά την πιθανότητα βαθμολόγησης με Aa / AA. Αντιθέτως, κάθε ιστορικό στοιχείο αθέτησης περιορίζει τις αξιολογήσεις σε Baa / BBB ή χαμηλότερα.

Τρεις από τους παραπάνω παράγοντες και συγκεκριμένα η αύξηση του ΑΕΠ, της δημοσιονομικής ισορροπίας και της εξωτερικής ανισορροπίας δεν παρατηρείται να έχουν σχέση με τις αξιολογήσεις. Αναφορικά με την αύξηση του ΑΕΠ, ενδέχεται να μην έχει σχέση επειδή υπάρχει σημαντική απόκλιση στο βαθμό αύξησής του ανάμεσα στις αναπτυσσόμενες και στις αναπτυγμένες οικονομίες. Επιπλέον, η έλλειψη σαφούς συσχέτισης των αξιολογήσεων με το δημοσιονομικό ισοζύγιο και την εξωτερική ανισορροπία φαίνεται να αντανακλάται τόσο στη δημοσιονομική πολιτική όσο και στις διεθνείς ροές κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι χώρες που προσπαθούν να βελτιώσουν την πιστοληπτική τους θέση πιθανόν να επιλέξουν πιο συντηρητικές δημοσιονομικές πολιτικές και η προσφορά διεθνών κεφαλαίων μπορεί να περιοριστεί σε ορισμένες χώρες χαμηλής βαθμολογικά αξιολόγησης.

Από τα αποτελέσματα του μοντέλου παρατηρείται ότι από τους συντελεστές, το κατά κεφαλήν εισόδημα, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, το εξωτερικό χρέος, οι μεταβλητές των δεικτών για την οικονομική ανάπτυξη και το ιστορικό αθέτησης είναι στατιστικά σημαντικοί. Καθώς η αγορά ορίζει μικρό πιστωτικό κίνδυνο σε ισχυρές θέσεις δημοσιονομικής και εξωτερικής ισορροπίας, μειώνει τη σημασία τους ως επεξηγηματικές μεταβλητές.

Ως εκ τούτου, αν και οι οργανισμοί μπορούν να αποδώσουν σημαντικό βάρος σε αυτές τις μεταβλητές για τον προσδιορισμό συγκεκριμένων ταξινομήσεων, δεν παρατηρείται συστηματική σχέση μεταξύ των μεταβλητών αυτών και των αξιολογήσεων. Παρόλα αυτά, τα ποσοτικά μοντέλα δεν μπορούν

να εξηγήσουν όλες τις διακυμάνσεις των αξιολογήσεων. Όπως συχνά αναφέρουν οι οργανισμοί, οι ποιοτικοί, οι κοινωνικοί και οι πολιτικοί προβληματισμοί είναι επίσης σημαντικοί καθοριστικοί παράγοντες .

4.9 Επιρροή στις αποδόσεις ομολόγων

Εκτός από τη σχέση μεταξύ των οικονομικών δεικτών μιας χώρας και των αξιολογήσεων της, πολύ σημαντική είναι και η επίδρασή τους στις αποδόσεις. Παρά το γεγονός ότι οι αξιολογήσεις σαφώς συσχετίζονται με τις αποδόσεις, δεν είναι καθόλου προφανές ότι επηρεάζουν πραγματικά. Μια παλινδρόμηση της διαφοράς των αποδόσεων των ομολόγων των χωρών με τις αξιολογήσεις τους έδειξε ότι οι αξιολογήσεις έχουν σημαντική δύναμη για να εξηγήσουν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα, η αξιολόγηση ως μοναδική ανεξάρτητη μεταβλητή, εξηγεί το 92 τοις εκατό της διακύμανσης των διαφορών αυτών, με ένα τυπικό σφάλμα 20 μονάδων βάσης (Cantor, Packer 1996).

Συνεπώς, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων τείνουν να αυξάνονται καθώς οι βαθμολογίες των αξιολογήσεων μειώνονται. Επιπλέον, τα κρατικά χρεόγραφα με βαθμολόγηση κάτω από A τείνουν να συνδέονται με υψηλότερες διαφορές στις αποδόσεις από τα αντίστοιχα εταιρικά. Μια ερμηνεία αυτού του συμπεράσματος είναι ότι παρόλο που οι χρηματοπιστωτικές αγορές συμφωνούν γενικά με τη σχετική κατάταξη των κρατικών πιστωτικών ιδρυμάτων, είναι πιο απαισιόδοξες για τους κρατικούς πιστωτικούς κινδύνους για αξιολογήσεις κάτω από A.

Μια ανάλογη μελέτη πραγματοποιήθηκε με σκοπό να εξετάσει τη μέση μεταβολή των spreads των ομολόγων τριάντα ημέρες πριν και είκοσι ημέρες μετά την ανακοίνωση αρνητικών ή θετικών αξιολογήσεων (Cantor, Packer 1996). Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, κατά τη διάρκεια των είκοσι εννέα ημερών που προηγούνται των αρνητικών ανακοινώσεων, τα spreads αυξάνονται κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες. Ομοίως, μειώνονται κατά περίπου 2,0 ποσοστιαίες μονάδες κατά τις είκοσι εννέα ημέρες που προηγούνται των θετικών ανακοινώσεων. Η τάση της μεταβολής των spreads εξαφανίζεται περίπου έξι

ημέρες πριν από τις αρνητικές ανακοινώσεις και ομαλοποιείται λίγο πριν από τις θετικές ανακοινώσεις. Μετά τις ανακοινώσεις, παρατηρείται μια μικρή ενεργητικότητα όσον αφορά είτε τις αναβαθμίσεις είτε τις υποβαθμίσεις.

Για την καταγραφή της άμεσης επίδρασης των ανακοινώσεων, εξετάζεται η ημέρα πριν και η ημέρα μετά την ανακοίνωση. Κατά την διάρκεια αυτού του διαστήματος οι σχετικές διαφορές αυξήθηκαν κατά 0,9 ποσοστιαίες μονάδες για τις αρνητικές ανακοινώσεις και μειώθηκαν κατά 1,3 ποσοστιαίες μονάδες για τις θετικές ανακοινώσεις. Αν και αυτές οι κινήσεις είναι μικρότερες σε απόλυτες τιμές από τις σωρευτικές κινήσεις στις προηγούμενες είκοσι εννέα ημέρες, αντιπροσωπεύουν μια σημαντική αλλαγή σε βάση μια ημέρας. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι οι ίδιες οι ανακοινώσεις πιστοληπτικής ικανότητας ενδέχεται να προκαλέσουν αλλαγή στην εκτίμηση της αγοράς του κινδύνου των κρατικών ομολόγων. Το γεγονός αυτό ενισχύεται όταν η ανακοινωθείσα αξιολόγηση επιβεβαιώνει προηγούμενη αξιολόγηση ή αξιολόγηση άλλου οργανισμού.

Συνεπώς, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις κρατών ασκούν σημαντική επίδραση στις αποδόσεις των κρατικών χρεών. Μεγαλύτερο ενδιαφέρον από τις μεταβλητές έχουν οι δημοσιονομικές διότι φαίνεται να ασκούν το ισχυρότερο αντίκτυπο, υποδηλώνοντας περαιτέρω ότι οι κυβερνήσεις που ακολουθούν αυστηρή πολιτική δημοσιονομικής πειθαρχίας με στόχο τη μείωση του χρέους είναι πιθανότερο να επιτύχουν υψηλότερη βαθμολογία. Αυτό αποτελεί και τον λόγο για τον οποίο οι οργανισμοί αξιολόγησης κατηγορήθηκαν ότι επέβαλαν στις κυβερνήσεις πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές με αντάλλαγμα την υιοθέτηση μιας αυστηρής οικονομικής πολιτικής που μπορεί να είναι κοινωνικά καταστροφική και οικονομικά μη βιώσιμη (Staikouras 2012).

4.10 Αμφισβήτηση των Οργανισμών Αξιολόγησης

Οι αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης στις Η.Π.Α., παρέμεναν ένα από τα λιγότερο γνωστά χαρακτηριστικά του ομοσπονδιακού δημοσιονομικού κανονισμού μέχρι την πτώχευση της Enron τον Νοέμβριο του 2001. Διαπιστώθηκε ότι οι τρεις μεγάλοι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν

διατηρήσει υψηλά την βαθμολογία για τα ομόλογά της μέχρι και πέντε ημέρες πριν από την κήρυξη της πτώχευσης. Η μεγάλη καθυστέρηση στην αλλαγή των αξιολογήσεων τους συνεχίστηκε για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το ίδιο συνέβη και με τη Lehman Brothers όπου οι σημαντικότεροι οργανισμοί αξιολόγησης εξακολουθούσαν να δίνουν υψηλές βαθμολογίες μέχρι και την ημέρα που κήρυξε πτώχευση το Σεπτέμβριο του 2008 (White 2010).

Σύμφωνα με τους οργανισμούς, παρέχεται μια μακροπρόθεσμη προοπτική βαθμολογώντας μέσω του επιχειρηματικού κύκλου, παρά μια καθαρά πρόσκαιρη αξιολόγηση. Αυτό υποδηλώνει ότι οι οργανισμοί θα έχουν πάντοτε καθυστέρηση στην αντίληψη κάθε συγκεκριμένης μεταβολής της οικονομικής κατάστασης των αξιολογουμένων. Συνεπώς, κάθε μεταβολή πρέπει να εξετάζεται εάν αποτελεί μόνο το αρχικό μέρος ενός αναστρέψιμου κύκλου ή είναι αντίθετα η αρχή μιας συνεχούς παρακμής ή βελτίωσης (White 2010).

Αυτή η πρακτική αξιολόγησης μέσω του κύκλου είναι αποδεκτή από τους επενδυτές διότι επιθυμούν σταθερότητα στις αξιολογήσεις, έτσι ώστε να μειωθεί η ανάγκη για συχνή και δαπανηρή προσαρμογή στα χαρτοφυλάκιά τους. Επίσης οι επενδυτές που υπόκεινται σε προληπτική εποπτεία όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες ίσως να μην επηρεάζονται από ανακριβείς αξιολογήσεις.

Αντιθέτως, μπορεί να προτιμούν ομολογίες που θεωρούνται από την αγορά ως υπερεκτιμημένες σε σχέση με την πιστοληπτική διαβάθμιση οδηγώντας σε υψηλότερες αποδόσεις. Έτσι, οι εκδότες μπορούν να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους αλλά ταυτόχρονα να εξακολουθούν να φαίνονται ότι βρίσκονται εντός των ρυθμιστικών ορίων ασφαλείας. Επιπλέον, οι εκδότες κινητών αξιών, οι οποίοι πληρώνουν τα τέλη των οργανισμών αξιολόγησης, προτιμούν σίγουρα να μην υποβαθμιστούν (White 2010).

Για την αύξηση του αριθμού των αναγνωρισμένων οργανισμών αξιολόγησης, τον περιορισμό των συγκρούσεων συμφερόντων και την αύξηση της διαφάνειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. άρχισε να επιτρέπει την

είσοδο και άλλων εταιρειών αξιολόγησης στις αρχές του 2003 ορίζοντας έναν τέταρτο εθνικά αναγνωρισμένο οργανισμό, την канаδική Dominion Bond Rating Services και στις αρχές του 2005 την A.M. Best, ειδική σε θέματα αξιολόγησης ασφαλιστικών εταιρειών.

Για την επίλυση αυτών των προβλημάτων, το Κογκρέσο ψήφισε τον Σεπτέμβριο του 2006 τον νόμο περί μεταρρύθμισης των υπηρεσιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ο νόμος ανέθεσε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να καθορίσει τα κριτήρια για τον ορισμό νέων εθνικά αναγνωρισμένων οργανισμών αξιολόγησης, επιμένοντας στη διαφάνεια. Επίσης, της ανέθεσε την εξουσία εποπτείας των υφισταμένων εθνικά αναγνωρισμένων οργανισμών, απαγορεύοντάς της όμως να επηρεάζει τις αξιολογήσεις ή τα επιχειρηματικά μοντέλα τους. Η Επιτροπή όρισε τρεις νέους οργανισμούς το 2007 και δύο το 2008 οι οποίες είναι οι Japan Credit Rating Agency, Rating and Information, Inc. (Japan), Egan-Jones, Lacle Financial και Realpoint (White 2010).

Ωστόσο, η είσοδος των νέων οργανισμών δεν είχε ουσιαστικά αποτελέσματα. Τα πλεονεκτήματα της κυριαρχίας των τριών μεγάλων οργανισμών δεν θα μπορούσαν γρήγορα να ξεπεραστούν από τους νέους, τρεις από τους οποίους είχαν την έδρα τους εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών, ένας ήταν ειδικός των ασφαλιστικών εταιρειών των Η.Π.Α. και τρεις ήταν μικρές επιχειρήσεις.

Για να αντιμετωπίσει ζητήματα εμπιστοσύνης και διαφάνειας, η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τον Δεκέμβριο του 2008 και τον Νοέμβριο του 2009 δημοσίευσε κανονισμούς σχετικά με τους αναγνωρισμένους οργανισμούς αξιολόγησης. Οι κανόνες αυτοί απαιτούν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να μην βαθμολογούν χρέη με πολύπλοκη δομή ενώ έχουν συμβάλει στον σχεδιασμό τους. Επίσης, οι αναλυτές των οργανισμών δεν θα πρέπει να συμμετέχουν σε διαπραγματεύσεις αμοιβών αποκαλύπτοντας λεπτομέρειες σχετικά με τις μεθοδολογίες τους, τις υποθέσεις και τα ιστορικά στοιχεία για την διεξαγωγή αξιολογήσεων (White 2010).

4.11 Ευρωπαϊκή Ένωση και οργανισμοί αξιολόγησης

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της δημοσιονομικής ρύθμισης και των εποπτικών πρακτικών ανά τον κόσμο. Προσδιορίζοντας τους πιστωτικούς κινδύνους και τη συσχέτισή τους με τους συντελεστές στάθμισης, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Η χρήση αυτή ισχύει ιδιαίτερα για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις επενδύσεων αλλά και για τον ασφαλιστικό τομέα (Staikouras 2012).

Ο πρώτος κανονισμός της Ε.Ε. (1060/2009) αναγνωρίζει ρητά την κανονιστική χρήση αξιολογήσεων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με έδρα την Ε.Ε. όπως πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), εφόσον οι αξιολογήσεις αυτές εκδίδονται από οργανισμούς που έχουν συσταθεί και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ε.Ε (Staikouras 2012).

Οι αξιολογήσεις όμως, βάσει του κανονισμού, έχουν και άλλη χρησιμότητα. Χρησιμοποιούνται για την κατηγοριοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού. Προσδιορίζουν δηλαδή το εύρος των επιτρεπομένων ή απαιτούμενων επενδύσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επίσης, οι εποπτικές αρχές τις χρησιμοποιούν στις τιτλοποιήσεις που προσφέρονται στους επενδυτές και στις προσφορές ομολογιών. Επηρεάζουν έτσι τις υποχρεώσεις ενημέρωσης των αξιολογούμενων έναντι των εποπτικών αρχών σχετικά με τις αξιολογήσεις που λαμβάνουν όπως και κάθε πιθανή αλλαγή (Staikouras 2012).

Ακόμη οι αξιολογήσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως κριτήριο των εποπτικών αρχών για την έγκριση ορισμένων τύπων χρεογράφων και την αποδοχή των εξασφαλίσεών τους. Για το σκοπό αυτό, το καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (European Systems of Central Banks-ESCB) απαιτεί όλες οι πιστοδοτικές λειτουργίες του Ευρωσυστήματος όπως η παροχή ρευστότητας να βασίζονται σε επαρκή εξασφάλιση. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν ένα από τα κριτήρια

επιλογής των περιουσιακών στοιχείων που υποβάλλονται ως εξασφάλιση (Staikouras 2012).

Όσον αφορά τον έλεγχο των κινδύνων στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίων, τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να εκτελούν τακτικά δικές τους προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων, ανάλογα με τις τιλοποιήσεις τους. Μπορούν να βασίζονται σε χρηματοοικονομικά μοντέλα που αναπτύσσονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης με προϋπόθεση να μπορούν να αποδείξουν ότι έλαβαν την δέουσα μέριμνα να επικυρώσουν τις σχετικές υποθέσεις και τη δομή των μοντέλων και να κατανοήσουν τη μεθοδολογία και τα αποτελέσματά τους πριν επενδύσουν (Staikouras 2012).

Σημαντικό παράγοντα που οδηγεί τις κυβερνήσεις να σχεδιάσουν και να εφαρμόσουν πολιτικές που θα ικανοποιήσουν τα κριτήρια των οργανισμών ώστε να λάβουν την έγκρισή τους αποτελεί το γεγονός ότι η χρηματοδότηση των χωρών εξαρτάται όλο και περισσότερο από την έκδοση χρέους. Η απειλή μιας υποβάθμισης των δημοσίων οικονομικών οδηγεί τις κυβερνήσεις να ενδιαφέρονται για την πιστοληπτική τους ικανότητα και τη διατήρηση πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές.

4.12 Εταιρική διακυβέρνηση και αξιολογήσεις ομολόγων

Η έκδοση χρέους αποτελεί το κύριο μέσο για την άντληση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές είναι τεράστιας οικονομικής σημασίας. Οι μικρές μεταβολές στις αποδόσεις του χρέους θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μεγάλες μεταβολές στην κατανομή κεφαλαίου. Οι αποδόσεις και οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις του χρέους καθορίζονται βάσει της πιθανότητας ότι η επιχείρηση δεν θα μπορέσει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της.

Ωστόσο, η πιθανότητα αυτή εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα αξιόπιστων πληροφοριών για το κόστος τόσο του κινδύνου αθέτησης όσο και αντιπροσώπευσης. Οι μηχανισμοί διακυβέρνησης μπορούν να επηρεάσουν την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης και στις δύο αυτές περιπτώσεις.

Μείωση του κινδύνου μέσω ισχυρότερης διακυβέρνησης θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερες αξιολογήσεις ομολόγων και χαμηλότερη απόδοση (Sanjeev, Partha 2003). Στην περίπτωση του κόστους αντιπροσώπευσης υπάρχει η πιθανότητα οι διευθυντές να έχουν ιδιωτικές πληροφορίες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά τον κίνδυνο αθέτησης. Μπορούν επίσης να συμβάλουν στη μείωση του κινδύνου πληροφόρησης, προτρέποντας σε έγκαιρη αποκάλυψη των πληροφοριών.

Σύμφωνα με τη μελέτη των Sanjeev Bhojraj και Partha Sengupta (*Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*, 2003, vol. 76), ένας αποτελεσματικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να επηρεάσει τις αποδόσεις και τις ονομαστικές αξίες των ομολόγων μέσω του αντίκτυπου του στον κίνδυνο αθέτησης. Οι μηχανισμοί αυτοί μειώνουν τις πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης και των επενδυτών μέσω της αποτελεσματικής παρακολούθησης των ενεργειών των διοικούντων από τους επενδυτές. Αυτό μπορεί να μειώσει την λανθασμένη κατανομή των κεφαλαίων, να βελτιώσει την παραγωγικότητα και να παράσχει στη διοίκηση ένα μακροπρόθεσμο διαχειριστικό πλάνο.

Όλα αυτά θα μπορούσαν να θεωρηθούν θετικά από τους ομολογιούχους, με αποτέλεσμα να μειωθεί ο κίνδυνος αθέτησης των εταιρειών. Ωστόσο, η συγκέντρωση της θεσμικής ιδιοκτησίας θα μπορούσε να οδηγήσει τα θεσμικά όργανα να λάβουν αποφάσεις που θα μπορούσαν να αποδειχθούν δαπανηρές σε άλλους ομολογιούχους.

Η συγκέντρωση της θεσμικής ιδιοκτησίας έχει αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των ομολόγων και στις αξιολογήσεις τους. Αυτό υποδηλώνει ότι οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν ισχυρότερη εξωτερική παρακολούθηση μέσω αποτελεσματικών μηχανισμών διακυβέρνησης επιβραβεύονται με χαμηλότερες αποδόσεις και υψηλότερες αξιολογήσεις ομολόγων. Περαιτέρω, η θεσμική ιδιοκτησία είναι πιο αποτελεσματική για τα χαμηλής αξιολόγησης ομόλογα, επιδρώντας θετικά σε συνθήκες μεγαλύτερου κινδύνου αθέτησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

5.1 Δεδομένα

Στο δείγμα μας συμπεριλαμβάνονται μετατρέψιμες ομολογίες τραπεζών ανά τον κόσμο, με το μεγαλύτερο μέρος των εκδόσεων να προέρχεται από τράπεζες της Ευρώπης και της Ασίας σε βάθος χρόνου εννιάετίας (2010-2018). Στο διάστημα αυτό παρατηρείται στροφή των τραπεζών σε τέτοιας μορφής χρηματοδότηση σε μια προσπάθεια να εναρμονιστούν με ότι η Βασιλεία III προστάζει, αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια και τα εποπτικά κεφάλαια.

Στην εμπειρική μελέτη χρησιμοποιούνται δεδομένα 178 μετατρέψιμων ομολόγων των 85 τραπεζών από τις 23 χώρες του δείγματος κατά την προαναφερθείσα περίοδο. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων Bloomberg και Bankscore, καθώς επίσης από τις World Development Indicators (WDI), Fraser Institute, Financial Development and Structure Database και World Economic Outlook Database. Ακολούθησε η ποσοτική ανάλυση των χαρακτηριστικών των εκδόσεων σε υπολογιστικά φύλλα του excel και η κατάλληλη διαμόρφωση των δεδομένων για την υλοποίηση της οικονομετρικής ανάλυσης.

5.2 Ποιοτική ανάλυση

Στον καθορισμό των χαρακτηριστικών των εκδόσεων βοηθά η ποιοτική ανάλυση των δεδομένων των τραπεζών των χωρών που παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5: Εκδότριες τράπεζες ανά χώρα

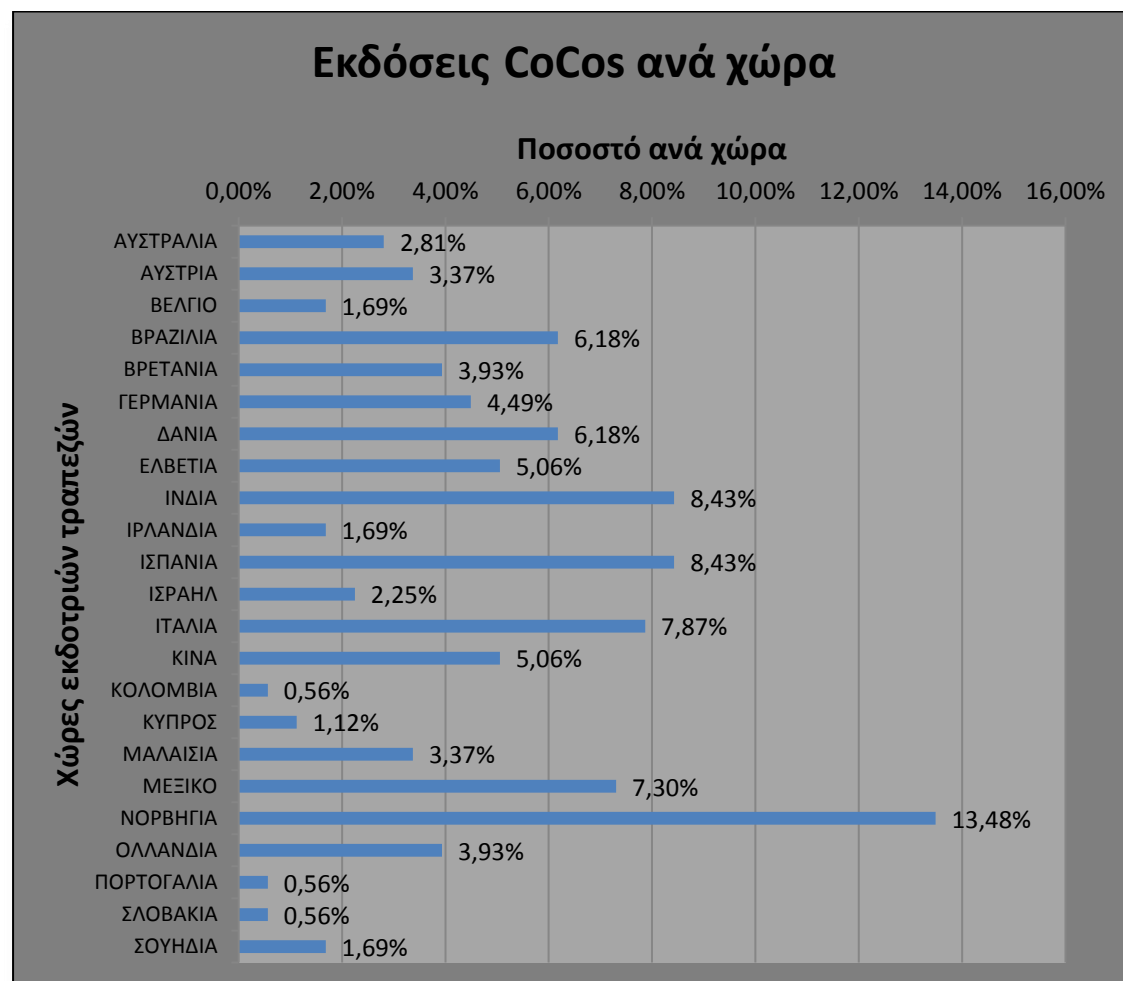
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
<i>Australia & New Zealand Banking Group Ltd/United Kingdom</i>
<i>Macquarie Bank Ltd/London</i>
<i>Westpac Banking Corp/New Zealand</i>
ΑΥΣΤΡΙΑ

<i>Erste Group Bank AG</i> <i>Hypo Vorarlberg Bank AG</i> <i>Raiffeisen Bank International AG</i>
ΒΕΛΓΙΟ
<i>Belfius Bank SA</i> <i>KBC Group NV</i>
ΒΡΑΖΙΛΙΑ
<i>Banco do Brasil SA/Cayman</i> <i>Banco Santander Brasil SA</i> <i>Banco Votorantim SA</i> <i>Caixa Economica Federal</i>
ΒΡΕΤΑΝΙΑ
<i>Barclays Bank PLC</i> <i>Coventry Building Society</i>
ΒΡΕΤΑΝΙΑ
<i>HSBC Bank PLC</i> <i>Nationwide Building Society</i> <i>Yorkshire Building Society</i>
ΓΕΡΜΑΝΙΑ
<i>DekaBank Deutsche Girozentrale</i> <i>Deutsche Pfandbriefbank AG</i> <i>DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank Frankfurt Am Main</i> <i>Norddeutsche Landesbank Girozentrale</i>
ΔΑΝΙΑ
<i>Danske Bank A/S</i> <i>Jyske Bank A/S</i> <i>Spar Nord Bank A/S</i> <i>Sydbank A/S</i>
ΕΛΒΕΤΙΑ
<i>Credit Suisse AG</i> <i>Raiffeisen Schweiz Genossenschaft</i> <i>St Galler Kantonalbank AG</i> <i>Zuercher Kantonalbank</i>
ΙΝΔΙΑ
<i>Bank of Baroda</i> <i>Bank of India</i> <i>Canara Bank</i> <i>IDBI Bank Ltd</i> <i>Indian Overseas Bank</i> <i>Oriental Bank of Commerce</i> <i>Punjab National Bank</i> <i>State Bank of India</i> <i>State Bank of India/Dubai</i> <i>Yes Bank Ltd</i>
ΙΡΛΑΝΔΙΑ
<i>Allied Irish Banks PLC</i> <i>Bank of Ireland</i> <i>Permanent TSB PLC</i>
ΙΣΠΑΝΙΑ
<i>Abanca Corp Bancaria SA</i> <i>Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA</i> <i>Banco de Sabadell SA</i> <i>Bankia SA</i> <i>Bankinter SA</i>

<i>CaixaBank SA</i> <i>Ibercaja Banco SA</i>
ΙΣΡΑΗΛ
<i>Bank Leumi Le-Israel BM</i> <i>Israel Discount Bank Ltd</i>
ΙΤΑΛΙΑ
<i>Cassa di Risparmio di Bolzano SpA</i> <i>Intesa Sanpaolo SpA</i> <i>UniCredit SpA</i>
ΚΙΝΑ
<i>Agricultural Bank of China Ltd</i> <i>Bank of Communications Co Ltd</i> <i>Bank of Shanghai Co Ltd</i> <i>China Merchants Bank Co Ltd</i>
ΚΙΝΑ
<i>Shanghai Pudong Development Bank Co Ltd</i>
ΚΟΛΟΜΒΙΑ
<i>Bancolombia SA</i>
ΚΥΠΡΟΣ
<i>Hellenic Bank PCL</i>
ΜΑΛΑΙΣΙΑ
<i>CIMB Bank Bhd</i> <i>Hong Leong Bank Bhd</i> <i>Malayan Banking Bhd</i> <i>Public Bank Bhd</i>
ΜΕΞΙΚΟ
<i>Banco Mercantil del Norte SA/Grand Cayman</i> <i>Banco Santander Mexico SA Institucion de Banca Multiple Grupo Financiero Santand</i> <i>BBVA Bancomer SA/Texas</i>
ΝΟΡΒΗΓΙΑ
<i>DNB Bank ASA</i> <i>SpareBank 1 Nord Norge</i> <i>Sparebank 1 Oestlandet</i> <i>SpareBank 1 SMN</i> <i>SpareBank 1 SR-Bank ASA</i> <i>Sparebanken More</i> <i>Sparebanken Sogn og Fjordane</i> <i>Sparebanken Sor</i> <i>Sparebanken Vest</i> <i>Storebrand Bank ASA</i>
ΟΛΛΑΝΔΙΑ
<i>ABN AMRO Bank NV</i> <i>Cooperatieve Rabobank UA</i> <i>NIBC Bank NV</i>
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ
<i>Caixa Geral de Depositos SA</i>
ΣΛΟΒΑΚΙΑ
<i>Tatra Banka as</i>
ΣΟΥΗΔΙΑ
<i>Skandinaviska Enskilda Banken AB</i> <i>Svenska Handelsbanken AB</i>

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται το ποσοστό επί του συνόλου των 178 εκδόσεων ανά χώρα. Παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο μέρος των εκδόσεων πραγματοποιήθηκε από τις ευρωπαϊκές τράπεζες, αποτελώντας περίπου το 65% των εκδοθέντων ομολόγων της υπό εξέταση περιόδου. Προς την ίδια κατεύθυνση, η Νορβηγία, η Ισπανία, η Ινδία και η Ιταλία συγκαταλέγονται στους πιο δραστήριους εκδότες ικανοποιώντας τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και ταυτόχρονα δημιουργώντας έναν μηχανισμό απορρόφησης ζημιών βάσει της Βασιλείας III. Από το 2013 και έπειτα, αφότου ενσωματώθηκε στις νομοθεσίες της Βασιλείας III και της Ευρωπαϊκής Ένωσης η οδηγία περί κεφαλαιακών απαιτήσεων, δόθηκε μια νέα ώθηση στις εκδόσεις CoCos.

Διάγραμμα 3: Εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων ανά χώρα

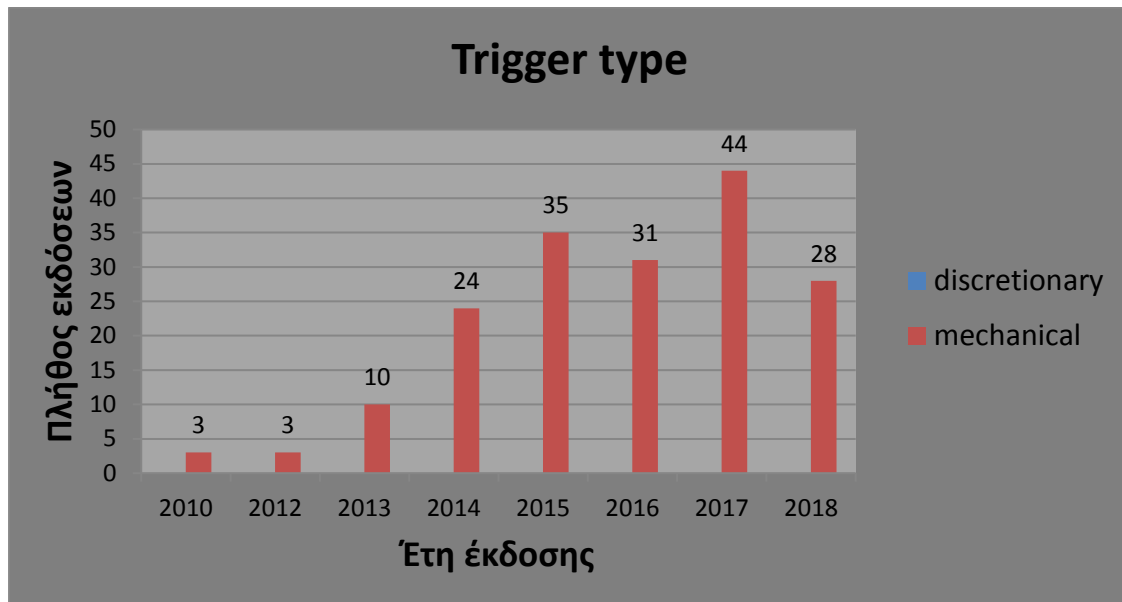


Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Στη συνέχεια ακολουθεί το διάγραμμα με το κριτήριο ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών. Ο κάθετος άξονας περιλαμβάνει το πλήθος

ανά τύπο έκδοσης (μηχανικό ή στην διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών) ενώ ο οριζόντιος τα έτη έκδοσης.

Διάγραμμα 4: Τύπος ενεργοποίησης

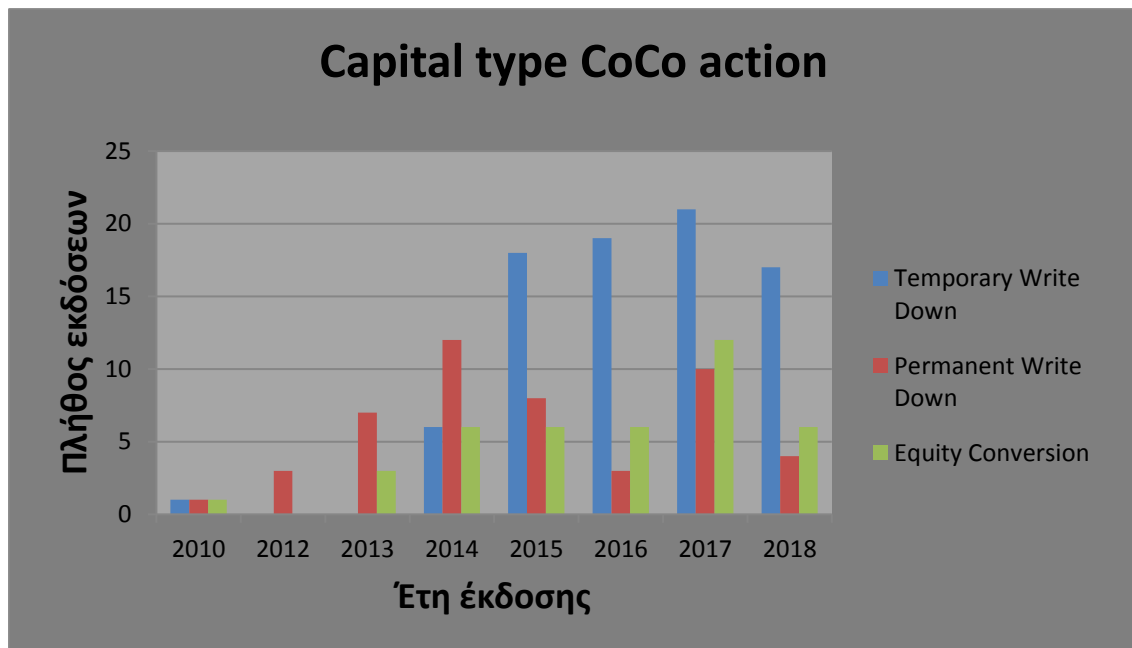


Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα, το σύνολο των εκδόσεων ομολόγων στο υπό εξέταση διάστημα έγινε με μηχανικό κριτήριο ενεργοποίησης. Το ποσοστό δηλαδή του κεφαλαίου κάτω από το οποίο θα ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός ορίστηκε από τις τράπεζες. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η πιθανότητα ενεργοποίησης ακόμα και με υψηλά κεφαλαιακά επίπεδα, καθώς η απόφαση των αρχών όταν το κριτήριο είναι στην ευχέρεια τους, εγείρει προβληματισμούς για τον χρόνο και την αναγκαιότητα της ενεργοποίησης.

Παρακάτω απεικονίζεται η ανάλυση του δείγματος με βάση τον μηχανισμό απορρόφησης ζημιών. Στον κάθετο άξονα βλέπουμε το πλήθος των εκδόσεων για κάθε τύπο απορρόφησης ζημιών και στον οριζόντιο τα έτη των εκδόσεων. Παρατηρούμε δηλαδή για κάθε έτος το πλήθος των εκδόσεων με προσωρινή μείωση της αξίας του ομολόγου, με οριστική διαγραφή και με μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο.

Διάγραμμα 5: Μηχανισμός απορρόφησης ζημιών

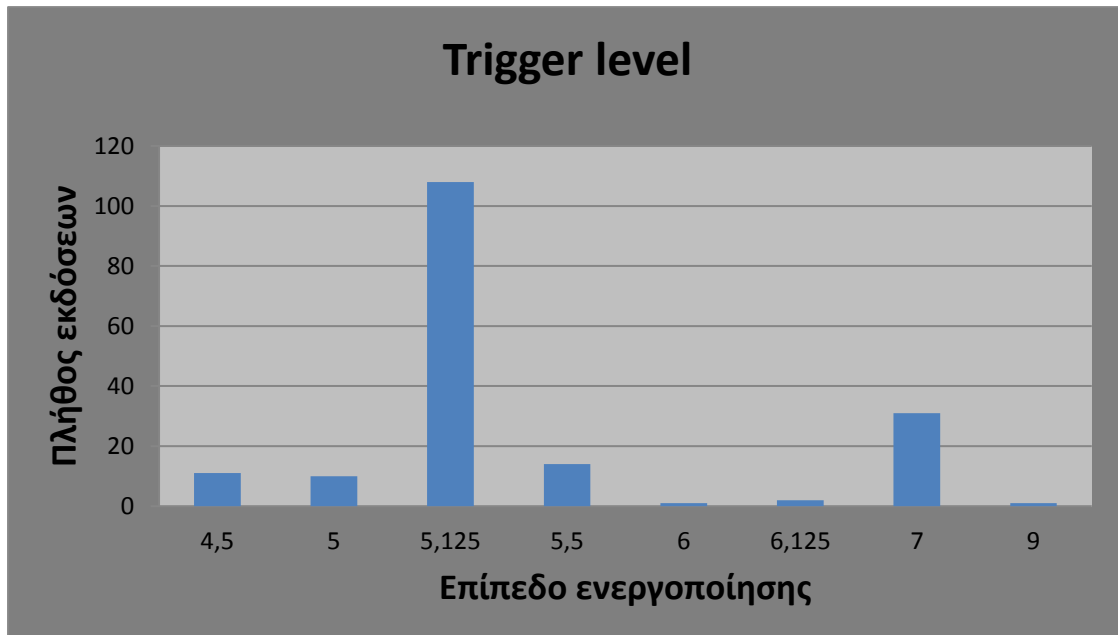


Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Από το 2014 και μετά υπερισχύουν οι εκδόσεις με προσωρινή ή μόνιμη μείωση της αξίας του ομολόγου σε περίπτωση ενεργοποίησης του μηχανισμού. Οι πρώτες προσφέρουν τη δυνατότητα ανάκτησης της αξίας αυτής εάν η τράπεζα αποκαταστήσει την οικονομική της κατάσταση ενώ οι δεύτερες όχι. Αυτό επιτυγχάνεται με μια πληρωμή της εκδότριας τράπεζας προς τους κατόχους των ομολόγων. Αντίθετα, η μόνιμη μείωση της αξίας αντικατοπτρίζει κανονιστικές απαιτήσεις που επιδιώκουν μόνιμη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου στην περίπτωση της ενεργοποίησης.

Παρατηρώντας τα δεδομένα με βάση το όριο ενεργοποίησης (Διάγραμμα 6), βλέπουμε ότι υπάρχει μια ξεκάθαρη τάση για έκδοση ομολόγων με χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης. Εκτός από τις προτάσεις της Βασιλείας III οι οποίες προτρέπουν χωρίς βέβαια να υποχρεώνουν σε κάτι τέτοιο (low trigger 5.125%), τα CoCos με χαμηλά επίπεδα ενεργοποίησης είναι πιο φθηνά γι' αυτό και προτιμώνται. Αντίθετα, τα ομόλογα υψηλού επιπέδου ενεργοποίησης είναι πιο ακριβά λόγω της ικανότητάς τους να παρέχουν κεφάλαια σε συνεχή βάση.

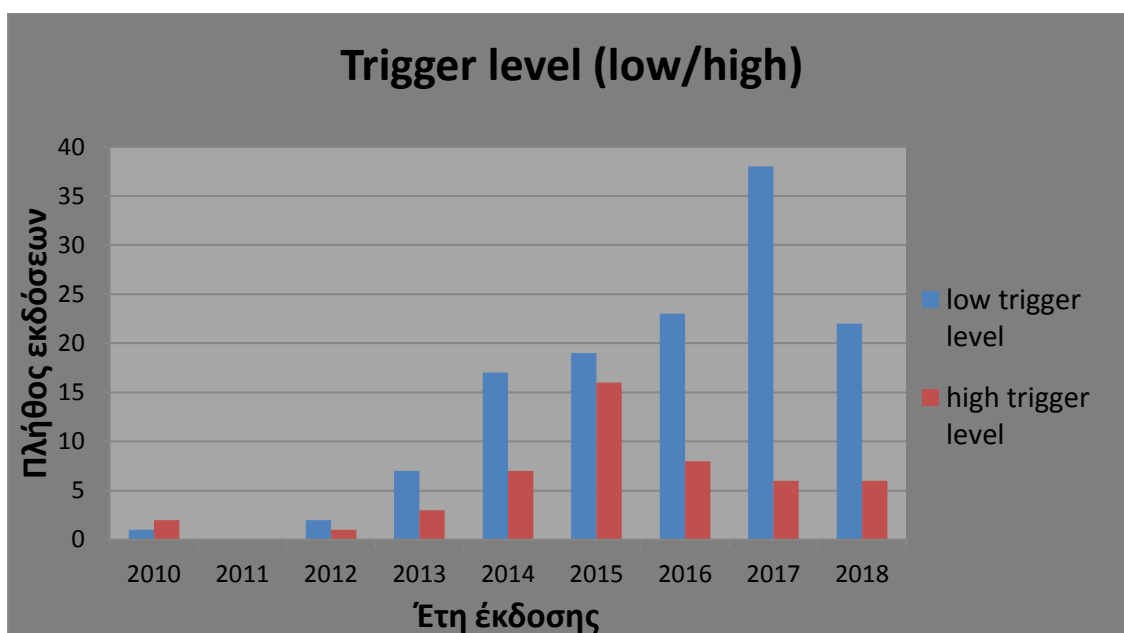
Διάγραμμα 6: Trigger level-Πλήθος εκδόσεων



Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Το ίδιο απορρέει και από το διάγραμμα 7 καθώς υπερισχύει η έκδοση χαμηλού επιπέδου ενεργοποίησης CoCos. Παρουσιάζεται το πλήθος των εκδόσεων ανά επίπεδο ενεργοποίησης (low ή high) ανά έτος. Η κατηγοριοποίηση έγινε με βάση το όριο του 5,125 άνω του οποίου σύμφωνα με τη Βασιλεία III τα ομόλογα κατατάσσονται στα πρόσθετα βασικά ίδια κεφάλαια ως high trigger.

Διάγραμμα 7: Πλήθος low/high trigger level

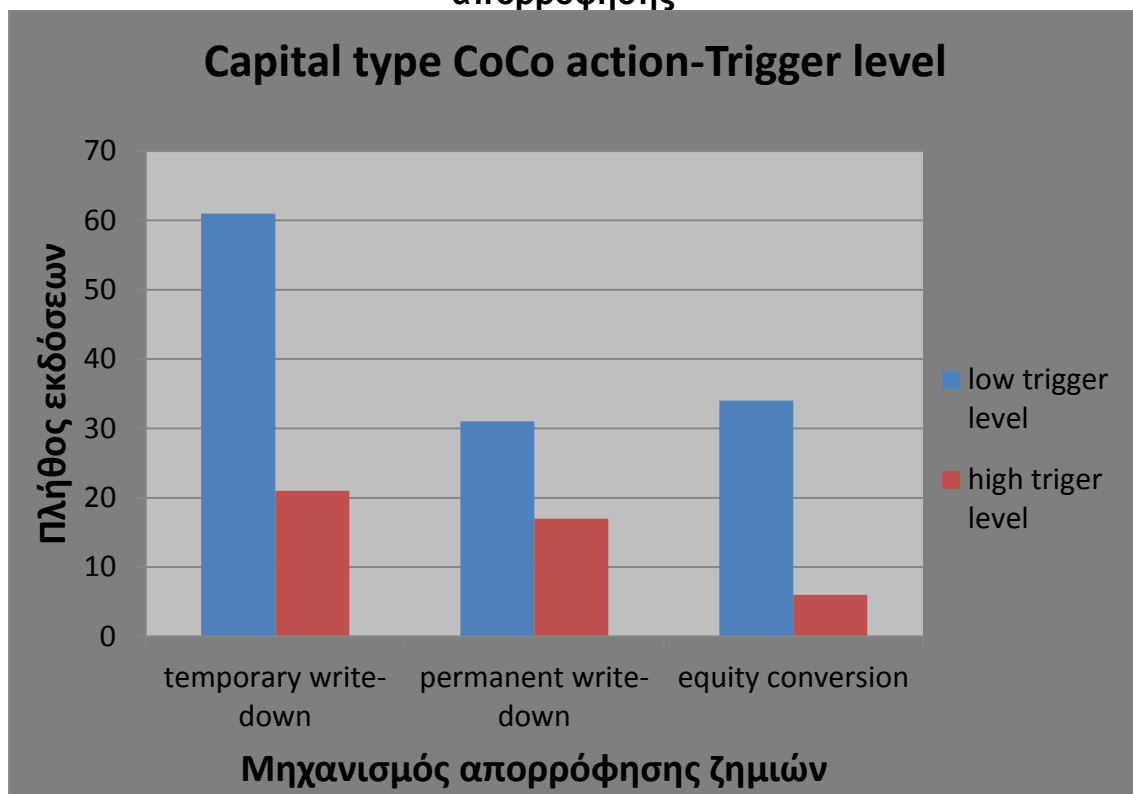


Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Βάσει των διαγραμμάτων 6 και 7 σε συνδυασμό με την κατηγοριοποίηση των εποπτικών κεφαλαίων συμπεραίνουμε ακόμη ότι η κατάταξη των CoCos στις κατηγορίες ενίσχυσης των εποπτικών κεφαλαίων σχετίζεται με το ύψος του κριτηρίου ενεργοποίησης (trigger level). Σύμφωνα με τη Βασιλεία III, το ελάχιστο όριο ενεργοποίησης που απαιτείται για μια μετατρέψιμη ομολογία για να συμπεριληφθεί στα κεφάλαια AT1 είναι 5,125%. Σύμφωνα με το δείγμα μας, το μεγαλύτερο μέρος των εκδόσεων έγινε σε αυτό το επίπεδο όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 7 το οποίο περιγράφει το πλήθος των εκδόσεων για κάθε επίπεδο ενεργοποίησης. Ο λόγος που είναι τόσο ελκυστικά είναι ότι τα low trigger CoCos είναι πιο φθηνά και ταυτόχρονα μπορούν να συμπεριληφθούν στα πρόσθετα βασικά ίδια κεφάλαια.

Παρακάτω αναλύεται το δείγμα των ομολόγων με βάση τον τύπο του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών ανάλογα με το επίπεδο ενεργοποίησης. Για το σκοπό αυτό έγινε ανάλυση των δεδομένων υπολογίζοντας πόσες εκδόσεις με low trigger level και πόσες με high trigger level αντιστοιχούν στους τρεις τύπους απορρόφησης ζημιών. Παρατηρούμε ότι πάνω από το ήμισυ του δείγματος αντιπροσωπεύεται από μετατρέψιμα ομόλογα με χαρακτηριστικό την προσωρινή μείωση της αξίας τους ενώ πάνω από το 70% του δείγματος με μείωση της αξίας τους γενικότερα. Αν συνδυάσουμε το δεδομένο αυτό με το χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης στο οποίο εκδίδονται, συμπεραίνουμε ότι οι εκδότες προτιμούν αυτές τις εκδόσεις λόγω χαμηλού κόστους σε περιπτώσεις χαμηλών κεφαλαιακών δεικτών με σκοπό την ενίσχυσή τους. Ταυτόχρονα όμως, αν και η προτίμηση των επενδυτών θα έτεινε προς τα με δυνατότητα μετατροπής σε ίδια κεφάλαια ομόλογα, υπάρχει προθυμία για επένδυση σε λιγότερο πολύτιμα γι' αυτούς ομόλογα. Αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ως εμπιστοσύνη από μέρους τους έναντι του τραπεζικού συστήματος.

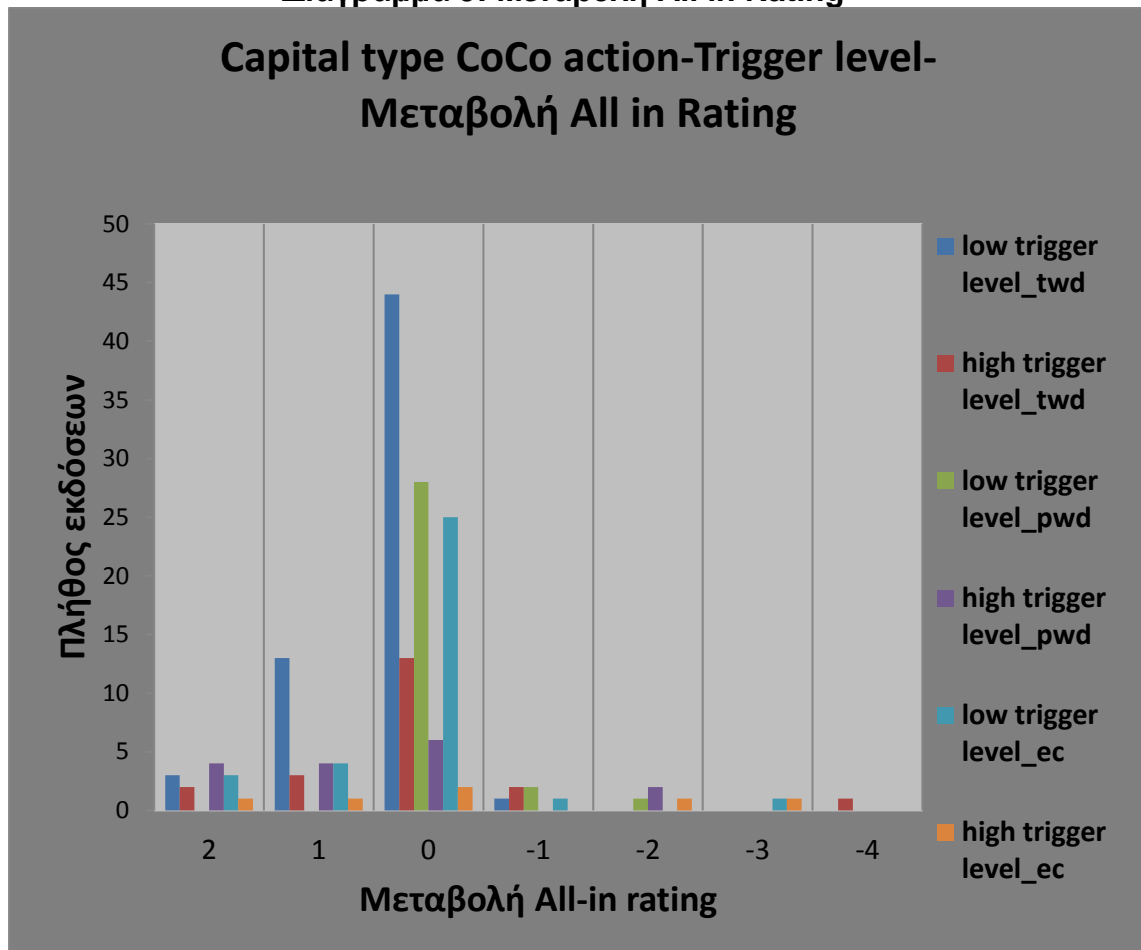
Διάγραμμα 8: Πλήθος low/high trigger εκδόσεων ανά τύπο απορρόφησης



Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Τέλος, ακολουθεί η ανάλυση του δείγματος με βάση το επίπεδο ενεργοποίησης και τον μηχανισμό μετατροπής και πώς αυτά επηρεάζουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Υπολογίζουμε δηλαδή το πλήθος των εκδόσεων κάθε συνδυασμού και πώς αυτό επιδρά στο All-in rating των εκδοτριών τραπεζών. Στον κάθετο άξονα έχουμε το πλήθος των εκδόσεων ανά συνδυασμό επιπέδου ενεργοποίησης και μηχανισμού απορρόφησης και στον οριζόντιο τον βαθμό υποβάθμισης ή αναβάθμισης του All-in rating που προκαλούν. Παρατηρούμε ότι η συντριπτική πλειοψηφία των συνδυασμών δεν επηρεάζει και δεν προκαλεί καμία μεταβολή στα Ratings ή τα επηρεάζει θετικά.

Διάγραμμα 9: Μεταβολή All in Rating



Πηγή: Bloomberg και ανάλυση συγγραφέως

Με βάση τις ανωτέρω παρατηρήσεις, θα ήταν απαραίτητο να μελετηθεί εμπειρικά η σχέση των χαρακτηριστικών του δείγματος των CoCos και των παρατηρήσιμων χαρακτηριστικών των τραπεζών με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών αυτών.

5.3 Τεχνική οικονομετρικής ανάλυσης δεδομένων

Η οικονομετρική τεχνική που χρησιμοποιήθηκε για την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων είναι η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση.

Η εξίσωση είναι της μορφής:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \beta_3 X_{i3} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i \quad i=1,2,\dots,n \quad (1)$$

όπου

- Y_i είναι η τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής για την i παρατήρηση
- $X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{ik}$ είναι οι τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών στην i παρατήρηση.
- ε_i είναι τα τυχαία σφάλματα που διαταράσσουν την προσδιοριστική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις τιμές των μεταβλητών Y και X και αποτελούν τις τιμές της μεταβλητής ε .
- $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ είναι άγνωστες, αλλά σταθερές παράμετροι και αποτελούν τους συντελεστές παλινδρόμησης.

Η εκτίμηση των συντελεστών παλινδρόμησης έγινε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Βασίζεται στο κριτήριο της ελαχιστοποίησης του αθροίσματος των τετραγώνων των καταλοίπων, των αποκλίσεων δηλαδή από την γραμμή παλινδρόμησης. Προσδιορίζεται έτσι η ευθεία που προσαρμόζεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στα σημεία ενός διαγράμματος διασποράς.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος παλινδρόμησης, οι εκτιμήσεις των ελαχίστων τετραγώνων έχουν ορισμένες ιδιότητες όπως αυτές ορίζονται στο θεώρημα Gauss-Markov. Βάσει του θεωρήματος, πρέπει να ισχύει η ιδιότητα του άριστου γραμμικού αμερόληπτου εκτιμητή (Best Linear Unbiased Estimator - BLUE) σύμφωνα με την οποία ο εκτιμητής είναι:

1. Γραμμικός: Μια γραμμική δηλαδή συνάρτηση μιας τυχαίας μεταβλητής όπως η εξαρτημένη Y στο υπόδειγμα παλινδρόμησης.
2. Αμερόληπτος: Η μέση ή προσδοκώμενη τιμή του, ($E(\hat{\beta}_i)$), είναι ίση με την πραγματική τιμή β_i .
3. Αποτελεσματικός: Έχει την ελάχιστη διακύμανση μεταξύ των αντίστοιχων γραμμικών αμερόληπτων εκτιμητών.

5.4 Διαμόρφωση και ανάλυση της προς εκτίμηση εξίσωσης

Βάσει των συλλεχθέντων στοιχείων του δείγματος εκτιμήσαμε δύο διαφορετικές εξισώσεις. Σε πρώτη φάση δημιουργούμε το μοντέλο με την εξαρτημένη μεταβλητή να αποτελείται από τους βαθμούς αξιολόγησης (All-in Rating) των τραπεζών και πως αυτοί μεταβάλλονται σύμφωνα με τα χαρακτηριστικά των CoCos που έχουν εκδώσει και των παρατηρήσιμων αντίστοιχα χαρακτηριστικών τους αποτελώντας τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Η εξαρτημένη μεταβλητή Y δημιουργείται από τη διαφορά των βαθμών αξιολόγησης (All-in) μεταξύ του έτους έκδοσης και του έτους πριν την έκδοση. Ως All-in ορίζεται η αξιολόγηση η οποία μετρά τον κίνδυνο αθέτησης, συνδυάζοντας την ενδογενή οικονομική ισχύ (Stand-alone) των τραπεζών με εκτιμήσεις πιθανής έκτακτης κρατικής στήριξης. Για την εκτίμηση της εξίσωσης, εκτός από τα χαρακτηριστικά των εκδοθέντων ομολόγων, χρησιμοποιούμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές και τις διαφορές των τιμών μεταξύ του έτους έκδοσης και του έτους πριν την έκδοση ορισμένων τραπεζικών δεικτών καθώς και ορισμένων χαρακτηριστικών των αντίστοιχων χωρών των εκδοτριών τραπεζών. Σκοπός είναι να μελετηθεί κατά πόσο επηρεάζουν οι μεταβολές αυτές των ανεξάρτητων μεταβλητών τις βαθμολογήσεις των τραπεζών από τους οίκους αξιολόγησης.

Πιο συγκεκριμένα, οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

- **Trigger Level**

Το επίπεδο ενεργοποίησης (trigger level) του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών αποτελεί μέτρο κατάταξης του ομολόγου στα κεφάλαια της τράπεζας βάσει της Βασιλείας III καθώς επίσης ορίζει το κόστος έκδοσής τους. Αυτό προσδιορίζει την αποτελεσματικότητα των κεφαλαίων των τραπεζών σε περίπτωση που απαιτηθεί να καλύψουν απώλειές τους.

- **Action 1**

- **Action 2**

- **Action 3**

Οι παραπάνω μεταβλητές ορίζουν τον τρόπο απορρόφησης ζημιών του μηχανισμού. Πιο συγκεκριμένα, η Action 1 αποτελεί την απορρόφηση με προσωρινή μείωση της αξίας του ομολόγου, η Action 2 με οριστική διαγραφή ενώ η Action 4 με μετατροπή του σε μετοχικό κεφάλαιο. Και οι τρεις αποτελούν ψευδομεταβλητές (dummy variables) καθώς παίρνουν τιμές 0 ή 1 ταξινομώντας τα στοιχεία σε αμοιβαία αποκλειόμενες κατηγορίες.

- **Trigger Level_Action 1**

- **Trigger Level_Action 2**

- **Trigger Level_Action 3**

Ακολουθούν οι μεταβλητές οι οποίες προκύπτουν από τον συνδυασμό της μεταβλητής Trigger level με τις Action 1, Action 2 και Action 3. Είναι το γινόμενο των ψευδομεταβλητών επί την ερμηνευτική μεταβλητή γι' αυτό και ονομάζονται

πολλαπλασιαστικές ψευδομεταβλητές. Ουσιαστικά προσδιορίζουν για κάθε τρόπο απορρόφησης ζημιών, το επίπεδο ενεργοποίησης του μηχανισμού. Αυτό αποτελεί πολύ σημαντικό κριτήριο στην έκδοση των ομολόγων τόσο από την άποψη του κόστους, όσο και από την άποψη κατάταξής τους στα κεφάλαια της τράπεζας.

Επίσης η επιλογή του τρόπου απορρόφησης θα μπορούσε να επηρεάσει τους μετόχους αλλοιώνοντας τη μετοχική σύνθεση στην περίπτωση της μετατροπής σε μετοχικό κεφάλαιο. Αντιστοίχως, η επιλογή υψηλού επιπέδου ενεργοποίησης σε συνδυασμό με μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο κατά την έκδοση θα μπορούσε να οδηγήσει στον περιορισμό των στρεβλών κινήτρων από πλευράς μετόχων. Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται κατά πόσο ο συνδυασμός αυτών των δύο παραγόντων θα μπορούσε να επηρεάσει τους οίκους αξιολόγησης στη βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτριών τραπεζών.

- **Stand_Alone_Rating**

Η παραπάνω μεταβλητή ορίζεται ως η μεταβολή του Stand-alone rating τη χρονιά της κάθε έκδοσης από την προηγούμενη χρονιά. Επειδή αντικατοπτρίζει την οικονομική δύναμη των τραπεζών, εξετάζουμε αν η θετική ή αρνητική μεταβολή του μεγέθους αυτού θα έχει και αντίστοιχη επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

- **Sov_Rating**

Στο σημείο αυτό γίνεται ο διαχωρισμός των δύο διαφορετικών εξισώσεων τις οποίες θα εκτιμήσουμε. Για τις δύο αυτές εξισώσεις χρησιμοποιούμε στοιχεία δύο διαφορετικών οίκων αξιολόγησης (Moody's, Fitch) για το μακροπρόθεσμο κρατικό χρέος των χωρών των εκδοτριών τραπεζών, με τη μορφή μεταβολής μεταξύ του έτους έκδοσης και του προηγούμενου. Σχετίζεται σημαντικά με την πιστοληπτική ικανότητα και τον κίνδυνο ρευστότητας μιας τράπεζας

αυξάνοντας (μειώνοντας) την πιθανότητα παροχής κρατικής στήριξης στην περίπτωση που το μέγεθος αυτό βαίνει μειούμενο (αυξανόμενο).

- **Loans_Total Assets**

Η μεταβλητή του λόγου Loans/Total assets προσδιορίζει τη μεταβολή του δείκτη δανειακής μόχλευσης. Καθώς ο μακροπρόθεσμος δανεισμός έναντι του συνόλου του ενεργητικού αποτελεί μέτρο έκθεσης στον κίνδυνο, μελετάται η επίπτωση της μεταβολής του στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Αναμένεται λοιπόν ότι οποιαδήποτε μεταβολή, θετική ή αρνητική, θα επιφέρει αντίστροφα αποτελέσματα στις αξιολογήσεις των τραπεζών.

- **Reserves_Total Assets**

Η μεταβολή του παραπάνω δείκτη ρευστότητας ερμηνεύει την δυνατότητα μιας τράπεζας να καλύπτει τις τρέχουσες ανάγκες της, χωρίς να καταφύγει σε εξωτερικές μορφές δανεισμού. Ο συγκεκριμένος δείκτης θα μπορούσε να θεωρηθεί και ως μια ένδειξη του βαθμού εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την εκδότη τράπεζα, δίνοντάς της τη δυνατότητα αν η μεταβολή του είναι θετική να ενισχύει την κεφαλαιακή της επάρκεια με χαμηλό κόστος (Low Trigger CoCos), προσελκύοντας παράλληλα νέους καταθέτες. Προς την ίδια κατεύθυνση αναμένεται να κινηθεί και η αξιολόγησή της.

- **Loans_Deposits**

Πρόκειται για μια ακόμα μεταβολή δείκτη ρευστότητας. Τα δάνεια αποτελούν περιουσιακά στοιχεία με χαμηλή ρευστότητα και υψηλό κίνδυνο σε αντίθεση με τις καταθέσεις που έχουν μικρότερο κίνδυνο. Συνεπώς, υψηλός κίνδυνος ρευστότητας αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στην πιστοληπτική ικανότητα και να παρατηρείται στις περιπτώσεις έκδοσης ομολόγων με χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης λόγω αδυναμίας των τραπεζών να πληρώσουν μεγάλες αποδόσεις.

- **Log_Total Assets**

Ο αριθμός των στοιχείων του ενεργητικού και στη συγκεκριμένη περίπτωση η μεταβολή των λογαριθμικών τιμών του δείκτη αποτυπώνει το μέγεθος της τράπεζας. Οι τράπεζες με υψηλό ενεργητικό είναι πιθανότερο να εκδώσουν περισσότερα ομόλογα με υψηλό επίπεδο ενεργοποίησης, καθώς και να επιλέξουν την απορρόφηση ζημιών με μείωση της αξίας τους συγκριτικά με μια μικρότερου ενεργητικού τράπεζα.

- **Legal**

Ο δείκτης Legal αναφέρεται στο θεσμικό πλαίσιο των χωρών των εκδοτριών τραπεζών. Τα συνθετικά στοιχεία αυτού του δείκτη είναι οι κανόνες δικαίου, η προστασία της ατομικής ιδιοκτησίας, η ανεξάρτητη δικαστική αρχή και το αμερόληπτο δικαστικό σύστημα. Υψηλή ποιότητα των χαρακτηριστικών αυτών οδηγεί σε αίσθημα ασφάλειας των επενδυτών και σε χτίσιμο σχέσεων εμπιστοσύνης με τις τράπεζες των χωρών αυτών που εμφανίζουν θετικές μεταβολές του δείκτη αυτού.

- **Concentration**

Το μερίδιο του τραπεζικού συστήματος που κατέχουν οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες μιας χώρας περιγράφεται από την παραπάνω μεταβλητή. Ο υψηλός δείκτης συγκέντρωσης συνεπάγεται ότι θα απαιτηθεί μεγαλύτερη κρατική ενίσχυση σε περίπτωση προβλήματος ρευστότητας μιας τέτοιας τράπεζας διότι η πιθανότητα επέκτασης του προβλήματος σε όλο το τραπεζικό σύστημα θα είναι μεγάλη. Αυτό βέβαια ευνοεί το κράτος να στηρίξει το σύνολο του τραπεζικού συστήματος ενισχύοντας μία και μόνο τράπεζα λόγω του υψηλού μεριδίου που αυτή κατέχει. Από την άλλη μεριά ελλοχεύει ο κίνδυνος οι τράπεζες αυτές να ακολουθούν ρισοκίνδυνες στρατηγικές εξαιτίας της βεβαιότητας που έχουν ότι θα λάβουν την κρατική ενίσχυση αν απαιτηθεί.

- **Unemployment**

Η μεταβολή της ανεργίας επηρεάζει την προθυμία του κράτους να παράσχει στήριξη στο τραπεζικό σύστημα. Σε περίπτωση υψηλών ποσοστών ανεργίας αυξάνεται η προθυμία του κράτους να παρέχει ενίσχυση υπό το φόβο μιας περαιτέρω αύξησης σε περίπτωση κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος. Στο σημείο αυτό τίθεται το θέμα της δυνατότητας να παρασχεθεί μια τέτοια στήριξη από ένα κράτος με πολύ υψηλά ποσοστά ανεργίας. Οπότε πιθανόν η αύξηση του ποσοστού ανεργίας να οδηγούσε σε μειωμένη βαθμολόγηση των τραπεζών από τους οίκους αξιολόγησης.

- **Accounting Standards**

Πρόκειται για την τελευταία ψευδομεταβλητή του δείγματός μας η οποία παίρνει τις τιμές 1 εάν ακολουθεί τα IFRS ή εάν πρόκειται για αμερικάνικη τράπεζα ή 0 σε κάθε άλλη περίπτωση. Μια τράπεζα που ακολουθεί τα διεθνώς αναγνωρισμένα λογιστικά πρότυπα παρέχει περισσότερη πληροφόρηση για την οικονομική της κατάσταση σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη (κυβερνήσεις, επενδυτές, μετόχους) περιορίζοντας έτσι τόσο το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης όσο και αυτό των στρεβλών κινήτρων κατά την έκδοση των CoCos. Αναμένεται λοιπόν ότι η εναρμόνιση μιας τράπεζας με τους κανόνες των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων θα έχει θετική επίδραση στην πιστοληπτική της ικανότητα λόγω του πλαισίου διαφάνειας στο οποίο λειτουργεί.

Ακολουθεί η κατηγοριοποίηση των μεταβλητών και το αναμενόμενο πρόσημο ως προς την εξαρτημένη μεταβλητή. Διακρίνονται τρεις κατηγορίες, μία για τα χαρακτηριστικά των τραπεζών, μία των χωρών και μία των CoCos.

Πίνακας 6: Μεταβλητές χαρακτηριστικών τραπεζών

Bank-specific όπου μεταβολή: (t-(t-1))		Πηγή	Αναμενόμενο πρόσημο
Stand Alone Rating	Μεταβολή της αξιολόγησης της οικονομική ισχύος της τράπεζας (Moody' s)	Bloomberg	+
Loans/Total Assets	Μεταβολή του δείκτη δανειακής μόχλευσης	Bankscope	+/-
Reserves/ Total Assets	Μεταβολή της δυνατότητας κάλυψης τρεχουσών αναγκών χωρίς εξωτερικές μορφές δανεισμού	Bankscope	+/-
Loans/Deposits	Μεταβολή του δείκτη ρευστότητας	Bankscope	+/-
Log (Total Assets)	Μεταβολή των λογαριθμικών τιμών των στοιχείων του ενεργητικού	Bankscope	+/-
Accounting Standards	Λογιστικά πρότυπα με τιμή 1 αν η τράπεζα ακολουθεί IFRS αλλιώς τιμή 0	Bankscope	+/-

Πίνακας 7: Μεταβλητές χαρακτηριστικών χωρών

Country-specific όπου μεταβολή: (t-(t-1))		Πηγή	Αναμενόμενο πρόσημο
Sovereign Rating	Μεταβολή του μακροπρόθεσμου κρατικού χρέους των χωρών των εκδοτριών τραπεζών (Moody's)	Bloomberg	+/-
Legal	Μεταβολή του θεσμικού πλαισίου των χωρών των εκδοτριών τραπεζών	Fraser Institute	+/-
Concentration	Μεταβολή του μεριδίου του τραπεζικού συστήματος που κατέχουν οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες μιας χώρας	Financial Development and Structure Database	+/-
Unemployment	Μεταβολή της ανεργίας	Bankscope	+/-

Πίνακας 8: Μεταβλητές χαρακτηριστικών CoCos

CoCo-characteristic όπου μεταβολή: $(t-(t-1))$		Πηγή	Αναμενόμενο πρόσημο
Trigger Level	Επίπεδο ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών	Bloomberg	-
Action 2	Απορρόφηση με οριστική διαγραφή της αξίας του ομολόγου παίρνοντας τιμή 1 αλλιώς τιμή 0	Bloomberg	+
Action 3	Απορρόφηση με μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο παίρνοντας τιμή 1 αλλιώς τιμή 0	Bloomberg	+
Action 1	Απορρόφηση με προσωρινή μείωση της αξίας του ομολόγου παίρνοντας τιμή 1 αλλιώς τιμή 0	Bloomberg	+
Trigger Level x Action 1	Επίδραση του μηχανισμού απορρόφησης με προσωρινή μείωση της αξίας δεδομένου του trigger level	Bloomberg	+
Trigger Level x Action 2	Επίδραση του μηχανισμού απορρόφησης με οριστική διαγραφή της αξίας δεδομένου του trigger level	Bloomberg	
Trigger Level x Action 3	Επίδραση του μηχανισμού απορρόφησης με οριστική διαγραφή της αξίας δεδομένου του trigger level	Bloomberg	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι να προσδιορίσουμε την επίδραση όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών επί της εξαρτημένης, όπως περιγράφηκαν παραπάνω. Ουσιαστικά, εξετάζεται ποια είναι η σχέση ορισμένων χαρακτηριστικών των ομολόγων, καθώς και της μεταβολής (πριν την έκδοση και μετά την έκδοση) ορισμένων χαρακτηριστικών των εκδοτριών τραπεζών και των αντίστοιχων χωρών με την συνολική αξιολόγηση (All-in) των τραπεζών. Λόγω της ύπαρξης ορισμένων ψευδομεταβλητών για την περιγραφή κάποιων ποιοτικών μεταβλητών, διενεργούμε την παλινδρόμηση χωρίς σταθερό όρο.

Αυτό συμβαίνει για να μπορέσουμε να συμπεριλάβουμε όλες τις κατηγορίες των μεταβλητών αυτών, αποφεύγοντας την έννοια της πολυσυγγραμμικότητας, της τέλει δηλαδή γραμμικής σχέσης μεταξύ των μεταβλητών γνωστής και ως παγίδα των ψευδομεταβλητών. Όταν ο λόγος αυτός δεν συντρέχει πλέον, δηλαδή μια από τις προαναφερθείσες dummy μεταβλητές αφαιρεθεί από την εξίσωση, προσθέτουμε τον σταθερό όρο.

Για την επιλογή των τελικών ανεξάρτητων μεταβλητών, διενεργήθηκε η παλινδρόμηση τόσες φορές ώστε σε κάθε μια να αφαιρείται μια στατιστικά μη σημαντική ($p\text{-value} > 0,1$) μεταβλητή, με κριτήριο την υψηλότερη κάθε φορά τιμή $p\text{-value}$. Καταλήγουμε έτσι στην εξίσωση που περιλαμβάνει μόνο τις στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, οι οποίες σχετίζονται με την εξαρτημένη.

Στον παρακάτω πίνακα παραθέτονται τα αποτελέσματα της πρώτης παλινδρόμησης στην οποία έχουμε τη μεταβλητή για το κρατικό χρέος (Sov_Rating) με στοιχεία από τη Fitch. Στο πρόσημο του συντελεστή φαίνεται η θετική ή αρνητική επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη Y . Η στατιστική σημαντικότητα κάθε μεταβλητής και το αντίστοιχο επίπεδο της υποδηλώνεται υπό τη μορφή αστερίσκων (* , ** , *** αντιστοιχών σε επίπεδο 10% , 5% , 1%).

Πίνακας 9: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Sov_Rating Fitch

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value
Constant	-0,38 **	0,0275
Trigger Level_Action1	0,06 **	0,0413
Trigger Level_Action2	0,06 *	0,0559
Stand alone Rating	0,88 ***	0,0003
Sovereign Rating_Fitch	0,42 **	0,0147
Unemployment	-23,12 ***	0,0094
Accounting Standards	0,34 **	0,0368
R² = 0.27		

Παρατηρούμε ότι οι συντελεστές των ψευδομεταβλητών του γινομένου του επιπέδου ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών επί της απορρόφησης τόσο με προσωρινή όσο και με μόνιμη διαγραφή (Action 1 και Action 2) της αξίας του ομολόγου είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί.

Οι εκδότριες τράπεζες προτιμούν ομόλογα με ενεργοποίηση του μηχανισμού σε υψηλό επίπεδο δεδομένου ότι αποτελούν απαραίτητη προϋπόθεση για την επιλεξιμότητά τους ως εποπτικά κεφάλαια βάσει της Βασιλείας III ενώ οι κάτοχοι ομολόγων όχι, διότι αυξάνεται η πιθανότητα ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών. Αναφορικά με τον μηχανισμό απορρόφησης ζημιών, οι μέτοχοι βρίσκουν πιο ελκυστική την διαγραφή υποχρέωσης τους προς τους επενδυτές από την μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο γιατί έτσι αποφεύγουν την αλλοίωση και μετατοπίζουν το κόστος των οικονομικών δυσχερειών στους κατόχους ομολόγων. Αντίθετα, οι ομολογιούχοι προτιμούν την μετατροπή σε μετοχικό κεφάλαιο διότι αυτό τους παρέχει μερική αποζημίωση υπό τη μορφή μετοχών όταν ο μηχανισμός ενεργοποιηθεί.

Οι τράπεζες, ενισχύοντας τα κεφάλαιά τους με high trigger level CoCos καταρχήν συμβαδίζουν με την άποψη των εποπτικών αρχών σχετικά με την επάρκεια των κεφαλαίων τους. Ισχυροποιούν έτσι ακόμα περισσότερο την αρκετά καλή οικονομική τους κατάσταση καθώς πιο πιθανές να εκδώσουν ομόλογα με υψηλές αποδόσεις θα είναι οι τράπεζες με χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο. Ως αποτέλεσμα, θα μειωθεί η πιθανότητα οι επενδυτές να χάσουν τα χρήματά τους αποτελώντας έτσι μια καλή επιλογή επένδυσης.

Επιπροσθέτως, η δυνατότητα προσέλκυσης επενδυτών μέσω της έκδοσης ομολόγων με χαρακτηριστικό την διαγραφή της αξίας τους σε περίπτωση ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών, υποδηλώνει μια σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και της τράπεζας. Συνεπώς οι εκδόσεις CoCos σε υψηλά επίπεδα ενεργοποίησης θα έχουν θετική επίδραση στις αξιολογήσεις τους βελτιώνοντας το βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο συντελεστής της μεταβλητής της αξιολόγησης της οικονομικής ισχύος των τραπεζών παρατηρείται θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1%. Το αποτέλεσμα αυτό μας υποδεικνύει πόσο σημαντική είναι η οικονομική κατάσταση και η σταθερότητα των τραπεζών, κάτι το οποίο μέσω της περαιτέρω ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους επάρκειας μέσω της έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων θα οδηγήσει σε βελτίωση των αξιολογήσεων τους. Αν συνυπολογίσουμε το γεγονός ότι στη συγκεκριμένη μεταβλητή δεν περιλαμβάνεται η πιθανή κρατική στήριξη, κρίνεται αρκετά σημαντική για το κύρος των τραπεζών.

Αντίστοιχα, θετικός και στατιστικά σημαντικός είναι και ο συντελεστής του βαθμού αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους των κρατών των εκδοτριών τραπεζών. Αντιπροσωπεύει την οικονομική κατάσταση της κυβέρνησης. Όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία, τόσο ισχυρότερη είναι η θέση της χώρας και ως επακόλουθο η ικανότητα παροχής στήριξης. Επιπλέον, όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα το κράτος να βρίσκεται στα πρόθυρα της πτώχευσης σε περίπτωση ανάγκης μιας τράπεζας. Επομένως, όσο πιο μεγάλη είναι η πιθανότητα να βρίσκεται το κράτος σε θέση να παράσχει ανά πάσα στιγμή στήριξη στο τραπεζικό σύστημα, η έκδοση των CoCos ενισχύει ακόμα περισσότερο την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών.

Αναφορικά με τον συντελεστή της ανεργίας, παρατηρούμε ότι είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1%. Αυτό σημαίνει ότι η αύξηση της ανεργίας επιδρά αρνητικά στην συνολική αξιολόγηση των τραπεζών. Αρχικά σχετίζεται με την οικονομική κατάσταση του κράτους. Αυξημένα ποσοστά ανεργίας υποδηλώνουν προβληματική κρατική λειτουργία, μειωμένα έσοδα και μεγαλύτερη αναγκαιότητα στήριξης αυτών των κοινωνικών ομάδων. Ως

αποτελεσμα θα υπάρχει μειωμένη δυνατότητα για παροχή στήριξης προς τις τράπεζες καθώς επίσης και δυσκολία εύρεσης επενδυτών από την πλευρά των τραπεζών. Σε μια ήδη προβληματική οικονομία, η αύξηση της ανεργίας είναι δείκτης περαιτέρω επιδείνωσης. Στο προβληματικό αυτό περιβάλλον πιθανή είναι και η προβληματική λειτουργία των τραπεζών. Η έκδοση των CoCos θα ενισχύσει μεν τα εποπτικά τους κεφάλαια αλλά με πιθανή μειωμένη οικονομική ισχύ και κρατική στήριξη, δεν θα μπορούσε να επιδράσει θετικά στην πιστοληπτική τους ικανότητα όταν το οικονομικό και κοινωνικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται χειροτερεύει.

Η τελευταία μεταβλητή, τα λογιστικά πρότυπα, είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Όταν μια τράπεζα ακολουθεί τα διεθνή λογιστικά πρότυπα ή είναι αμερικανική τράπεζα, χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και παροχή αυξημένης πληροφόρησης αναφορικά με την οικονομική της κατάσταση. Μειώνεται έτσι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ της τράπεζας αφενός και των κυβερνήσεων και των αγορών αφετέρου, ακόμα και των οίκων αξιολόγησης. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο BFSR αλλά ταυτόχρονα και σε μικρότερες κανονιστικές απαιτήσεις. Συνεπώς, η παροχή εμπιστοσύνης από μια τράπεζα σχετικά με την οικονομική της κατάσταση και σε συνδυασμό με την έκδοση CoCos, η οποία έκδοση ενισχύει τη θέση αυτή, συνεπάγεται βελτίωση της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Ακολούθως, παραθέτονται τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης στην οποία έχουμε τη μεταβλητή για το κρατικό χρέος (Sov_Rating) με στοιχεία από τη Moody's. Στο πρόσημο του συντελεστή φαίνεται η θετική ή αρνητική επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη Y. Η στατιστική σημαντικότητα κάθε μεταβλητής και το αντίστοιχο επίπεδο της υποδηλώνεται υπό τη μορφή αστερίσκων (*, **, *** αντιστοιχών σε επίπεδο 10%, 5%, 1%).

Πίνακας 10: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Sov_Rating Moody's

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value
Constant	-0,24 **	0,0414
Trigger Level_Action1	0,06 **	0,0175

Trigger Level_Action2	0,07 **	0,0163
Stand alone Rating	0,87 ***	9,11e-05
Unemployment	-35,59 ***	2,03e-07
R² = 0.21		

Τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά της πρώτης παλινδρόμησης με δύο όμως αξιοσημείωτες διαφορές. Από την δεύτερη παλινδρόμηση μας φαίνεται ότι τόσο το κρατικό χρέος όσο και τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθούν οι τράπεζες δεν μας παρέχουν καμία πληροφορία σχετικά με την επίδραση των CoCos στην πιστοληπτική τους ικανότητα.

Ακολουθώντας, προχωρούμε σε έλεγχο ορισμένων υποπεριπτώσεων. Αρχικά ενοποιούμε της δύο ψευδομεταβλητές Trigger Level_Action1 και Trigger Level_Action 2 σε μία, την Trigger Level_Action1-2. Ουσιαστικά με τη νέα αυτή μεταβλητή δεν διαχωρίζουμε την απορρόφηση με διαγραφή σε οριστική ή προσωρινή. Τα αποτελέσματα που λαμβάνουμε είναι τα εξής:

Πίνακας 11: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Trigger Level_Action1-2

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value
Trigger Level_Action1-2	0,26 **	0,0108
Action 1	-1,16 **	0,0447
Action 2	-1,24 **	0,0416
Stand alone Rating	0,82 ***	0,0005
Sovereign Rating_Fitch	0,46 ***	0,0085
Unemployment	-20,56 **	0,0204
Accounting Standards	0,28 *	0,0799
R² = 0.29		

Παρατηρούμε ότι η νέα ψευδομεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική με θετικό συντελεστή. Αυτό σημαίνει ότι για τις εκδόσεις CoCos, η αύξηση του επιπέδου ενεργοποίησης του μηχανισμού απορρόφησης ζημιών μέσω διαγραφή της αξίας τους θα έχει θετική επίδραση στην πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτριών τραπεζών. Παρατηρούμε επίσης την προσθήκη στα αποτελέσματα των μεταβλητών Action 1 και Action 2 οι οποίες περιγράφουν τις εκδόσεις με απορρόφηση ζημιών μέσω προσωρινής ή οριστικής διαγραφής της αξίας των

ομολόγων. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι συντελεστές τους φέρουν αρνητικό πρόσημο.

Απομονώνοντας τον μηχανισμό απορρόφησης ζημιών τόσο με προσωρινή όσο και με οριστική διαγραφή και αξιολογώντας τον χωρίς την επίδραση του επιπέδου ενεργοποίησης, παρατηρούμε ότι οι εκδόσεις αυτές θα έχουν αρνητική επίδραση στην πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών. Σημαντικό λόγο θα μπορούσε να αποτελέσει το γεγονός ότι η διαγραφή της αξίας του ομολόγου είναι μεν προς όφελος των τραπεζών σε περίπτωση ανάγκης κάλυψης ζημιών, είναι όμως εις βάρος των επενδυτών. Οι επενδυτές θα χάσουν τα χρήματά τους ενώ οι μέτοχοι θα αποφύγουν την αλλοίωση της μετοχικής σύνθεσης. Αυτό θα μπορούσε να λειτουργήσει αρνητικά στη σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ εκδοτριών τραπεζών και επενδυτών, οδηγώντας σε αδυναμία εύρεσης κεφαλαίων.

Στη συνέχεια ελέγχοντας την ευαισθησία του μοντέλου στις μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών, από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του πίνακα 9 αφαιρούμε την μεταβλητή 'Sovereign Rating_Fitch' και εκτελούμε πάλι την παλινδρόμηση. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 12: Αποτελέσματα παλινδρόμησης χωρίς την μεταβλητή Sovereign Rating_Fitch

Ανεξάρτητη Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value
Constant	-0,24 **	0,0414
Trigger Level_Action1	0,06 **	0,0175
Trigger Level_Action2	0,07 **	0,0163
Stand alone Rating	0,88 ***	0,00009
Unemployment	-35,59 ***	0,0000002
R² = 0.21		

Η μεταβολή της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη είναι ασήμαντη. Εκτός από τη μεταβλητή 'Accounting Standards' η οποία δεν είναι πλέον στατιστικά σημαντική, οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν σχεδόν την ίδια επιρροή στην εξαρτημένη. Συνεπώς το μοντέλο έχει μικρή ευαισθησία σε μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Η χρηματοπιστωτική κρίση των τελευταίων ετών ώθησε το τραπεζικό σύστημα στην αναζήτηση εναλλακτικών μεθόδων χρηματοδότησης. Ακολουθώντας τις προσαγές της Βασιλείας III στράφηκαν σε υβριδικά χρηματοδοτικά εργαλεία, που συνδυάζουν δάνεια με επενδυτικά κεφάλαια, αποτελώντας συστατικό στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων ως μια μορφή δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Την πιο κοινώς χρησιμοποιούμενη μορφή τους αποτέλεσαν οι μετατρέψιμες ομολογίες (CoCos), η ραγδαία αύξηση των οποίων δημιούργησε την ανάγκη για μελέτη της επίπτωσης της έκδοσής τους στην πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτριών τραπεζών, η οποία αποτελεί το αντικείμενο μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Βασιζόμενοι στο γεγονός ότι η πιστοληπτική ικανότητα μιας τράπεζας αποτελεί βασικό μέγεθος επηρεάζοντας σε μεγάλο βαθμό τους όρους χρηματοδότησής της, έγινε μια προσπάθεια διερεύνησης πως η έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων επιδρά στην ικανότητα αυτή. Για να γίνει αυτό χρησιμοποιήθηκε ένα σύνολο χαρακτηριστικών τόσο των ίδιων των CoCos όσο και των εκδοτριών τραπεζών και των χωρών τους. Σκοπός μας είναι να συνδυάσουμε τα χαρακτηριστικά αυτά ώστε να διαπιστώσουμε την ύπαρξη ή μη συσχέτισής τους με την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών βάσει των αποτελεσμάτων της εμπειρικής μελέτης.

Τα αποτελέσματα της ποιοτικής ανάλυσης έδειξαν ότι κυρίως από το 2015 και μετά οι περισσότερες τράπεζες έχουν επιλέξει ομόλογα με χαρακτηριστικό την προσωρινή μείωση της ονομαστικής τους αξίας ενώ πάνω από το 70% του δείγματος με μείωση της αξίας τους γενικότερα. Αυτό ενισχύεται και από τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης στην οποία στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητές που περιγράφουν τις εκδόσεις ομολόγων με προσωρινή ή μόνιμη διαγραφή της ονομαστικής αξίας. Η επιλογή των τραπεζών είναι να εκδίδουν ομόλογα με χαμηλό επίπεδο ενεργοποίησης και ως επί το πλείστον σε επίπεδο 5,125% λόγω χαμηλού κόστους και συμμετοχής τους στην κατηγορία AT1. Το

γεγονός αυτό τους παρέχει το περιθώριο να εκδώσουν ομόλογα με υψηλότερα επίπεδα ώστε να βελτιώσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα όπως επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματα.

Ακολούθως, το Stand-alone Rating σχετίζεται με την φερεγγυότητα της τράπεζας. Όσο πιο ισχυρή η θέση της, τόσο πιο ισχυρή και η δυνατότητά της να ανταπεξέλθει σε απρόσμενες δυσμενείς καταστάσεις. Παρατηρώντας τα στοιχεία του δείγματός μας διαπιστώνουμε ότι η έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων δεν υποβαθμίζει τις αξιολογήσεις των τραπεζών. Το ίδιο αποτέλεσμα απορρέει και από την εμπειρική μελέτη. Η έκδοση CoCos δεν θα επηρεάσει την συνολική αξιολόγηση των τραπεζών. Αντιθέτως, η βελτίωση του Stand-alone Rating θα ενισχύσει την φερεγγυότητα του.

Βάσει των αποτελεσμάτων της εμπειρικής μελέτης, ένα ακόμα από τα χαρακτηριστικά των τραπεζών, τα λογιστικά πρότυπα, φαίνεται να έχουν θετική συσχέτιση με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Από την πλευρά των χωρών των εκδοτριών τραπεζών, τα χαρακτηριστικά που είναι συσχετιζόμενα με την αξιολόγησή τους είναι το κρατικό χρέος και η ανεργία καθώς η πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών συνδέεται άμεσα με την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών τους. Όσο πιο ισχυρή η θέση της χώρας, τόσο πιο ισχυρή και η θέση της τράπεζας.

Συμπερασματικά, οι τράπεζες θα συνεχίσουν να επιλέγουν τα CoCos ως πηγή χρηματοδότησης καθώς παρέχουν μια πρόσθετη και φθηνότερη πηγή κεφαλαίου σε σύγκριση με άλλες πηγές. Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά τους επηρεάζουν θετικά την πιστοληπτική τους ικανότητα ενισχύοντας έτσι τη θέση τους, βελτιώνοντας τις επιλογές των μετόχων και παρέχοντας εμπιστοσύνη στους μετόχους.

Για μελλοντική επέκταση της μελέτης, θα ήταν ενδιαφέρον να μελετηθεί η μελλοντική επίδραση των CoCos στην πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών. Αν δηλαδή η θετική συσχέτιση που διαφαίνεται από την παρούσα μελέτη έχει δυναμική ή θα μπορούσε να επηρεαστεί σε βάθος πενταετίας από την έκδοση και από άλλα μεγέθη. Επιπλέον, θα μπορούσε να ερευνηθεί εάν τα εκδοθέντα

μετατρέψιμα ομόλογα ενεργοποιήθηκαν ή όχι και ποια η επίδραση της ενεργοποίησης αυτής στην πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Άρθρα

Χαρακτηριστικά των CoCos

1. Stefan Avdjiev, Anastasia Kartasheva and Bilyana Bogdanova 'Cocos a primer', BIS Quarterly Review, (September 2013)
2. Charles W. Calomiris and Richard J. Herring 'Why and How to design a contingent convertible debt requirement' (April, 2011), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1815406>
3. Mark J. Flannery 'Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates' (October 6, 2009), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1485689>
4. Charles W. Calomiris and Richard J. Herring 'How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve our Too-big-to-Fail Problem', Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 25, No. 2, (Spring 2013)
5. Marie Dutordoir, Craig Lewis, James Seward, Chris Veld 'What we do and do not know about convertible bond financing', Journal of Corporate Finance, (November 8, 2013)
6. Joao Uva 'Lloyd's Strategy out of state hands-was the issuance of contingent convertible bonds a key success factor?', Effects of contingent convertible bonds issuance in banks' profitability', (January 6, 2017)
7. Stefan Avdjiev Patrick Bolton Wei Jiang Anastasia Kartasheva Bilyana Bogdanova 'CoCo Bond Issuance and Bank Funding Costs' (June 10, 2015)

Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών

8. Cantor Richard and Packer Frank (1994), 'The Credit Rating Industry', Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, pp. 1 – 26, Summer-Fall 1994
9. Cantor Richard and Packer Frank (1996), 'Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings'.
10. Staikouras K. Panagiotis (2012), 'A Theoretical and Empirical Review of

the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats', *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 21, No. 2, pp. 71 – 155, May 2012.

11. White J. Lawrence 'The Credit Rating Agencies', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 2, Spring, pp. 211 – 236.
12. Moody's Investor Service (Moody's) (2007a). 'Bank Financial Strength Ratings: Global Methodology' (February).
13. Moody's Investor Service (Moody's) (2007b) 'Incorporation of Joint-Default Analysis into Moody's Bank Ratings: A Refined Methodology' (March).
14. Moody's Investor Service (Moody's) (2009) 'Financial Crisis More Closely Aligns Bank Credit Risk and Government Ratings in Non-Aaa Countries' (May).
15. Bhojraj Sanjeev and Sengupta Partha (2003), 'Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors', 2003, Vol. 76, issue 3, pages 455-476.

Βιβλία

1. Αντζουλάτος Α. (2011), «Κυβερνήσεις Χρηματαγορές και Μακροοικονομία», Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα
2. Αντζουλάτος, Α., Σημειώσεις Τραπεζικής.
3. Κονδύλης Εμμ. «Στατιστικές Τεχνικές Διοίκησης Επιχειρήσεων», Interbooks
4. Douglas Downing, Jeffrey Clark, «Στατιστική των Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Κλειδάριθμος

Πίνακες

Πίνακας 1: Ισολογισμός Τυπικής Τράπεζας

Πίνακας 2: Αποτελέσματα Χρήσης Τυπικής Τράπεζας (Έσοδα-Έξοδα)

Πίνακας 3: Σύμβολα βαθμολόγησης μακροπρόθεσμου χρέους

Πίνακας 4: Σύμβολα βαθμολόγησης βραχυπρόθεσμου χρέους

Πίνακας 5: Εκδότριες τράπεζες ανά χώρα

Πίνακας 6: Μεταβλητές χαρακτηριστικών τραπεζών

Πίνακας 7: Μεταβλητές χαρακτηριστικών χωρών

Πίνακας 8: Μεταβλητές χαρακτηριστικών CoCos

Πίνακας 9: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Sov_Rating Fitch

Πίνακας 10: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Sov_Rating Moody's

Πίνακας 11: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με Trigger Level_Action1-2

Πίνακας 12: Αποτελέσματα παλινδρόμησης χωρίς την μεταβλητή Sovereign Rating_Fitch

Διαγράμματα

Διάγραμμα 1: Κεφαλαιακές απαιτήσεις της Βασιλείας III

Διάγραμμα 2: Μέθοδος αξιολόγησης τραπεζών – Moody's

Διάγραμμα 3: Εκδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων ανά χώρα

Διάγραμμα 4: Trigger type

Διάγραμμα 5: Μηχανισμός απορρόφησης ζημιών

Διάγραμμα 6: Trigger level-Πλήθος εκδόσεων

Διάγραμμα 7: Πλήθος low/high trigger level

Διάγραμμα 8: Πλήθος low/high trigger εκδόσεων ανά τύπο απορρόφησης

Διάγραμμα 9: Capital type CoCo action_Trigger level-Μεταβολή All in Rating