



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

Κίνδυνος Τραπεζών: Μια Μικρο-οικονομική Εξέταση

Βούλγαρη Αικατερίνη

Τριμελής Επιτροπή:

A. Αντζουλάτος

N. Κουρογένης

X. Χρίστου

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, Ιούλιος 2009

Περιεχόμενα

Περίληψη	σελ. 3
1. Εισαγωγή	3
2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	
2.1 Οικονομική Θεωρία Διαμεσολάβησης	4
2.2 Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση και Τραπεζική Στρατηγική	12
2.3 Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα	26
2.4 Δεσμευμένο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών στοιχείων	39
3. Σκοπός Διπλωματικής	41
4. Μεθοδολογία	42
5. Δεδομένα	51
6. Εμπειρικά Αποτελέσματα	52
7. Συμπέρασμα	55
8. Βιβλιογραφία	56
9. Παραρτήματα	58

Περίληψη

Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος βοήθησε τις τράπεζες να στραφούν στην παροχή νέων υπηρεσιών και να μην εστιάζουν πλέον στη μεταφορά κεφαλαίων. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί κατά πόσο η στροφή αυτή έχει επηρεάσει τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν τα τραπεζικά ιδρύματα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, την περίοδο 2000 - 2006. Προκειμένου να το επιτύχουμε αυτό επικεντρώνουμε την έρευνά μας στην μεταβλητή Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα και την εισάγουμε στο Δεσμευμένο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων που αποτελεί το βασικό υπόδειγμα μελέτης μας. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε είναι μια θετική σχέση που συνδέει το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες προκειμένου να παράσχουν τις μοντέρνες υπηρεσίες από τις οποίες πηγάζει το πρώτο.

1. Εισαγωγή

Μια υγιής και οικονομικά δραστήρια κοινωνία για να μπορεί να αναπτύσσεται έχει την ανάγκη για έκδοση χρήματος, για τη δημιουργία συστήματος πληρωμών και για μεταφορά κεφαλαίων από τα άτομα που αποταμιεύουν σε αυτά που έχουν ευκαιρίες επικερδών επενδύσεων. Η κάλυψη αυτής της ανάγκης είναι ο πρωταρχικός στόχος του χρηματοοικονομικού συστήματος, το οποίο περιλαμβάνει τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρίες, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, τις αγορές ομολόγων και μετοχών.

Αν και όλοι οι παραπάνω οργανισμοί αποτελούν κομμάτια ενός ενιαίου συστήματος καθένας έχει τον δικό του, ξεχωριστό ρόλο. Αυτό που κάνει μια τράπεζα να ξεχωρίζει είναι η παροχή καταθετικών και δανειακών προϊόντων. Συγκεκριμένα μόνο οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να δέχονται τα χρήματα ιδιωτών ή επιχειρήσεων και να τα επιστρέφουν με την πρώτη ζήτηση, διαθέτοντας όμως της δυνατότητα να τα χρησιμοποιήσουν στο μεσοδιάστημα ώστε να δημιουργήσουν στοιχεία του ενεργητικού, κυρίως δάνεια, και στη συνέχεια να αποκομίσουν κέρδη. Κατά τη διάρκεια αυτής της διαδικασίας λειτουργούν σαν μεσάζοντες μεταξύ των

καταθετών και των δανειζομένων, ενθαρρύνοντας την ιδιωτική αποταμίευση και επένδυση και προωθώντας το κεφάλαιο στην πιο αποτελεσματική του χρήση.

Σιγά – σιγά όμως τα τραπεζικά ιδρύματα ξεκίνησαν να επεκτείνουν το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών τους. Σήμερα έχουν τη δυνατότητα, μεταξύ άλλων, να δραστηριοποιούνται στις αγορές Αμοιβαίων Κεφαλαίων, να διαθέτουν ομόλογα στο κοινό, να μεσολαβούν μεταξύ μετόχων και χρηματιστηρίου ή να πωλούν ασφαλιστικά προϊόντα. Φυσικά και πάλι σκοπός τους είναι η αύξηση των κερδών. Αυτό που διαφέρει είναι η φύση των τελευταίων.

Όπως όμως κάθε νόμισμα έχει δυο όψεις, έτσι και η επέκταση σε νέα προϊόντα και υπηρεσίες επηρεάζει μια άλλη πλευρά των τραπεζών, τον κίνδυνο. Όχι τον πιστωτικό αυτή τη φορά. Η προσέγγιση του νέου είδους κινδύνου θα αποτελέσει το θέμα της παρούσας έρευνας καθώς θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε το πώς προέκυψε και το πόσο επηρεάζει τον αναληφθέντα από τις τράπεζες κίνδυνο.

Πιο συγκεκριμένα η διάρθρωση της έρευνας που ακολουθεί είναι η εξής: στο δεύτερο μέρος γίνεται μια ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, στο τρίτο μέρος επεξηγείται ο σκοπός της παρούσας έρευνας και ακολουθούν η μεθοδολογία στο τέταρτο και τα δεδομένα στο πέμπτο. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αναλύονται στο έκτο μέρος και η έρευνα τελειώνει με μια ανακεφαλαίωση των συμπερασμάτων στην τελευταία ενότητα.

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1 Θεωρία Διαμεσολάβησης

Για να λειτουργεί μια αγορά εύρυθμα είναι απαραίτητο να χαρακτηρίζεται από αποτελεσματικότητα, δηλαδή οι τιμές των ομολόγων και των μετοχών να ενσωματώνουν όλη την πληροφορία, ιδιωτική και δημόσια. Μόνο τότε τα κεφάλαια θα κατευθύνονται προς τις καλύτερες εναλλακτικές για επένδυση.

Τα παραπάνω βέβαια είναι πολύ πιο εύκολο να ισχύσουν στη θεωρία, καθώς στην πράξη υπάρχει το πρόβλημα κεφαλαίου και διοίκησης (principal – agent problem), ένα πρόβλημα πληροφόρησης κι ελέγχου. Εάν οι μέτοχοι μπορούσαν να γνωρίζουν τις ακριβείς πράξεις των διοικητικών συμβουλίων, θα ήταν σε θέση να διαλέξουν τις σωστές επιχειρήσεις, όπου εφαρμόζονται οι κανονισμοί για την προστασία τους. Όμως στην πραγματικότητα, οι πλεονασματικές μονάδες δε διαθέτουν όλη την πληροφορία που θα ήθελαν να έχουν πριν τοποθετήσουν κάπου τα κεφάλαιά τους. Προσπάθειες να αντιμετωπιστούν αυτά τα φαινόμενα γίνονται με τη θέσπιση νόμων που καταδικάζουν την απόκρυψη πληροφοριών που διαμορφώνουν τις τιμές των τίτλων.

Βασικός τομέας ελλειπούς ενημέρωσης είναι το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που επηρεάζουν άμεσα τον κίνδυνο και την απόδοση μιας εταιρίας, προκαλώντας ανωμαλίες στην αγορά. Επιπλέον, όταν οι επενδυτές δεν μπορούν να γνωρίζουν τις πραγματικές δυνατότητες των διαχειριστών του χρήματος, οι τελευταίοι δεν έχουν κίνητρο να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τους ανταγωνιστές τους, ούτε και ν' αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο.

Αυτά τα προβλήματα πληροφόρησης κι ελέγχου είναι που εξηγούν γιατί όλες οι αγορές δεν έχουν την ίδια αποτελεσματικότητα. Η ασύμμετρη πληροφόρηση έγκειται στο ότι οι επωφελούμενοι από τα ξένα κεφάλαια, δηλαδή τα άτομα που διοικούν τις εταιρίες, έχουν περισσότερες γνώσεις για τα σχέδια και τα προβλήματα σε σχέση με τους επενδυτές, κάτι που υπονομεύει την εμπιστοσύνη που οι τελευταίοι έχουν στους πρώτους. Μια λύση σε αυτό αποτελεί ο έλεγχος, δικαστικός, εσωτερικός ή από χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές. Αυξημένος έλεγχος συνεπάγεται είτε λιγότερη απαραίτητη πληροφόρηση, είτε μικρότερο κόστος, αν γίνεται εκ μέρους πολλών όμως πάντα σε μια ενιαία βάση ώστε τα αποτελέσματα να είναι συγκρίσιμα.

Συγκεκριμένα, πρώτη συνέπεια της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι η στροφή της αγοράς προς το δανεισμό, μακριά από την αγορά μετοχών. Η τάση αυτή γίνεται πιο εύκολα κατανοητή αν αναλογιστεί κανείς πως οι δανειακές συμβάσεις δεν απαιτούν συνεχή έλεγχο της οικονομικής πορείας μιας εταιρίας δεδομένου ότι η επιχείρηση έχει αναλάβει συγκεκριμένες υποχρεώσεις, ανεξαρτήτως των αποτελεσμάτων της. Συνεπώς, αυτόματα οι δανειστές ως πιο κατοχυρωμένοι βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση έναντι των μετόχων.

Στην προτίμηση των επενδυτών υπέρ της αγοράς δανειακών τίτλων κι έναντι της αγοράς μετοχών οδηγεί και το ότι οι πρώτοι έχουν περάσει από ένα στάδιο αξιολόγησης από έναν έγκυρο οργανισμό (rating agency), που ενδεχομένως να χρησιμοποιεί εκτός από τις δημόσιες και ιδιωτικές πληροφορίες, ή από μια τράπεζα πριν φτάσουν στην αγορά οπότε είναι πιο εύκολο ο επενδυτής να έχει πληροφορίες για το φορέα στον οποίο τοποθετεί τα χρήματά του σε σχέση με τους αγοραστές μετοχών και ομολόγων.

Βέβαια, σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ο κίνδυνος του «δωρεάν επιβάτη», δηλαδή κάποιου ατόμου που χωρίς να έχει χρεωθεί, απολαμβάνει πληροφόρηση για την οποία άλλοι έχουν πληρώσει. Το τελευταίο καθιστά την ανάθεση του ελέγχου σε τρίτο ως μια αναποτελεσματική λύση, ακόμη κι αν παρέχεται από το κράτος, εκτός εάν πρόκειται για ιδιωτική συμφωνία, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση που μια τράπεζα ελέγχει την οικονομική κατάσταση του υποψήφιου δανειζομένου και συνάπτει η ίδια τα δάνεια, αντί να αγοράσει τίτλους χρέους από την αγορά.

Τέλος, η ασύμμετρη πληροφόρηση κατευθύνει προς βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις και προς δάνεια με εγγυήσεις, αφού οι τελευταίες υποκαθιστούν τις ελλειπείς πληροφορίες για τους δανειζόμενους. Βέβαια είναι και πάλι απαραίτητο ένα θεσμικό πλαίσιο που να διασφαλίζει τέτοιου είδους εξασφαλίσεις.

Στο διαδικαστικό κομμάτι, οποιοσδήποτε διαθέτει κεφάλαια για επένδυση, είναι αναγκαίο να ελέγχει τόσο πριν κάνει την επιλογή εταιρίας όσο και αφού την κάνει για να δει αν το διοικητικό συμβούλιο εφαρμόζει σωστά και προς όφελος του πρώτου τους κανονισμούς της εταιρίας. Οι διαδικασίες αυτές αυξάνουν το κόστος αγοράς και οδηγούν τους επενδυτές να ζητούν υψηλότερες αποδόσεις. Αναλυτικότερα, στην πρώτη περίπτωση, πρέπει να αποφευχθεί η αντίθετη επιλογή (adverse selection), δηλαδή η περίπτωση ο επενδυτής να αποφύγει τα ακριβά επενδυτικά προϊόντα φοβούμενος ότι δεν αξίζουν. Το αποτέλεσμα είναι οι πωλητές να ρίχνουν τις τιμές των προϊόντων τους, δίνοντας το λανθασμένο σε ορισμένες περιπτώσεις σήμα ότι τα προϊόντα τους τελικά δεν αξίζουν. Έχοντας ελλιπή ενημέρωση, οι επενδυτές δεν ξέρουν πώς να ερμηνεύσουν σωστά τις τιμές και να πάρουν τις καλύτερες αποφάσεις.

Οι πωλητές τίτλων από την πλευρά τους προκειμένου να διασφαλίσουν τα συμφέροντά τους προσπαθούν να δημοσιεύουν πληροφορίες που να ενημερώνουν τους επενδυτές για την ποιότητα των προϊόντων τους και να προσφέρουν εγγυήσεις, περιμένοντας ανάλογη ανταπόκριση. Όμως και σε αυτή την περίπτωση οι δανειστές που απολαμβάνουν το πλεονέκτημα της εγγύησης είναι περισσότερο καλυμμένοι έναντι πιθανού κινδύνου σε σχέση με τους μετόχους, που σε περίπτωση αποτυχίας θα πρέπει να αποζημιωθούν από το μερίδιο που τους αντιστοιχεί από την περιουσία της επιχείρησης. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις προτιμούν τα δάνεια ως πηγή χρηματοδότησης επειδή αφενός η έκδοση νέων μετοχών στέλνει αρνητικά μηνύματα κι αφετέρου το ποσοστό δανεισμού έχει κάποιο όριο για να θεωρείται υγιής η επιχείρηση.

Τέλος πέρα από τον κίνδυνο που χαρακτηρίζει ξεχωριστά κάθε μία επένδυση, ο επενδυτής αντιμετωπίζει και τον κίνδυνο της χώρας στην οποία αποφασίζει να επενδύσει.

Στο δεύτερο στάδιο του ελέγχου, δηλαδή αφού γίνει η επένδυση, οι επενδυτές επιβεβαιώνουν ότι οι πράξεις της επιχείρησης δε βλάπτουν τα συμφέροντά τους. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε αν ικανοποιούν περισσότερο τους δανειστές, είτε αν σφετερίζονται από τη διοίκηση στοιχεία της επιχείρησης για προσωπική της χρήση.

Συμπερασματικά, για έναν επενδυτή ή δανειστή το να μπορεί να πληροφορείται σχετικά με την κατάσταση μιας εταιρίας, να μπορεί να ελέγχει αν αυτή λειτουργεί προς όφελός του και το να γνωρίζει ότι τα χρήματά του είναι διασφαλισμένα είναι υψίστης σημασίας. Αυτό μπορεί να συμβεί για παράδειγμα διαλέγοντας έναν καλό διαμεσολαβητή ή τοποθετώντας κεφάλαια μέσα από μια συλλογική επένδυση που χειρίζονται γνώστες.

Σε αυτόν τον προβληματισμό δίνουν και πάλι τη λύση οι τράπεζες, καθώς ένας από τους ρόλους των τραπεζών μέσα στο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι η άσκηση ελέγχου εκ μέρους πολλών επενδυτών συγχρόνως, μέσω της ανάπτυξης μεθόδων που δε θα μπορούσε να εφαρμόσει κάθε επενδυτής ατομικά. Τα πλεονεκτήματα είναι πολλαπλά και περιλαμβάνουν τη χρήση μιας συγκεκριμένης πληροφορίας περισσότερες από μια φορές, η δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων με τις εταιρίες και η συνδυασμένη χρήση δανείων και αγορασμένων μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο.

Φυσικά, και οι τραπεζικοί οργανισμοί υπόκεινται σε περιορισμούς, αντιμετωπίζουν προβλήματα, όπως για παράδειγμα την ξαφνική και μεγάλη απόσυρση καταθέσεων, κάτι που δύσκολα προβλέπεται, κι ελέγχονται από το κράτος, ώστε να μην αναλάβουν υπερβολικό κίνδυνο.

Όσα αναφέρθηκαν παραπάνω αφορούσαν τα τραπεζικά ιδρύματα. Αυτά όμως δεν είναι ο μόνος παίχτης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ένας άλλος παράγοντας του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι οι θεσμικοί επενδυτές. Η σημαντική τους θέση προκύπτει από την αξιοσημείωτη μείωση του φυσικού κόστους, λόγω για παράδειγμα μείωσης του κόστους διάχυσης πληροφορίας, την ανάπτυξη εμπιστοσύνης με τις τράπεζες λόγω μακράς συνεργασίας και τη δυνατότητα συμμετοχής στη διοίκηση, στην οποία μόνο μεγάλοι επενδυτές μπορούν να συμμετάσχουν.

Τρίτο μέλος του χρηματοοικονομικού συστήματος αποτελούν οι πολυεθνικές, οι οποίες σίγουρα παρουσιάζουν πλεονεκτήματα αλλά παράλληλα έχουν και κινδύνους. Ανάμεσα στα πλεονεκτήματα περιλαμβάνονται η ενδεχόμενη καλύτερη αντιμετώπιση από τις κυβερνήσεις σε σχέση με τις μικρότερες επιχειρήσεις, η διαφοροποίηση στις δραστηριότητές της ώστε να μην εξαρτάται από την πορεία ενός συγκεκριμένου κλάδου και η δυνατότητα εύρεσης κεφαλαίων για νέες και φιλόδοξες επιχειρήσεις, καθώς η μητρική πιο εύκολα θα εμπιστευτεί μια δική της θυγατρική εταιρία που μπορεί να την ελέγχει παρά μια που ανήκει σε τρίτους.

Από την άλλη πλευρά και οι πολυεθνικές παρουσιάζουν μειονεκτήματα. Για παράδειγμα δεν είναι εύκολο για τη διοίκησή τους να κάνουν τις μεγάλες αυτές εταιρίες ανταγωνιστικές σε πολλούς τομείς συγχρόνως. Επιπλέον, πρέπει να είναι πολύ προσεχτικές όταν πρόκειται να χρηματοδοτήσουν κάποια θυγατρική και να ελέγχουν με αντικειμενικά κριτήρια αν η τελευταία αξίζει τη χρηματοδότηση, ώστε να αποφύγουν κάποια αποτυχημένη επένδυση.

Έχοντας σχηματίσει μια άποψη για καθένα από τα μέλη του χρηματοοικονομικού συστήματος κι έχοντας εντοπίσει τις δυσκολίες της απόφασης για επένδυση, μπορεί κανείς να συμπεράνει πως το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ιδιαίτερα πολύπλοκο και σημαντικό και προκειμένου να προφυλαχθεί βρίσκεται υπό την συνεχή εποπτεία των κυβερνήσεων.

Η πολυπλοκότητά του συστήματος που αναφέρθηκε παραπάνω οφείλεται καταρχήν στα αινιγματικά σημεία που διαθέτει και τα οποία είναι (Mishkin, 1989) :

- 1) Οι μετοχές δεν είναι η πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, παρά την δημοσιότητα που αυτή έχει πάρει.
- 2) Η έκδοση διαπραγματεύσιμου δανεισμού και μετοχικών τίτλων δεν είναι η πρωταρχική πηγή κεφαλαίων για τις εταιρίες.
- 3) Ο δανεισμός που πραγματοποιείται μέσω των υπηρεσιών που προσφέρουν οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές είναι πιο συνήθης σε σχέση με αυτόν που γίνεται απευθείας από τους δανειστές στις χρηματοοικονομικές αγορές, δηλαδή με την άμεση πώληση ομολόγων και μετοχών στα νοικοκυριά.
- 4) Οι τράπεζες είναι οι πιο σημαντικοί δανειστές των επιχειρήσεων.
- 5) Τα κράτη θεσμοθετούν τον χρηματοοικονομικό κλάδο περισσότερο από οποιονδήποτε άλλο, προκειμένου να διαφυλάξουν την αναγκαία διάχυση της πληροφόρησης και την εύρυθμη λειτουργία του συστήματος.
- 6) Μόνο οι μεγάλες και καταξιωμένες εταιρίες έχουν πρόσβαση στις αγορές τίτλων προκειμένου να χρηματοδοτηθούν, ενώ οι υπόλοιπες καταφεύγουν στον δανεισμό από τις τράπεζες.
- 7) Οι εγγυήσεις, δηλαδή περιουσία του δανειζόμενου που δεσμεύεται από το δανειστή ως εξασφάλιση σε περίπτωση μη αποπληρωμής του χρέους, είναι το βασικότερο χαρακτηριστικό των συμβολαίων δανείων και για τα νοικοκυριά και για τις επιχειρήσεις,
- 8) Οι συμβάσεις δανείων αποτελούν ιδιαίτερα περίπλοκα νομικά έγγραφα και περιλαμβάνουν αυστηρούς όρους για τους δανειζόμενους.

Δεδομένου ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας έχει υψηλά κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης, είναι πολύ σημαντική η δημιουργία οικονομιών κλίμακας, δηλαδή προϋποθέσεων ώστε το κόστος μιας συναλλαγής να αυξάνει πάρα πολύ λίγο καθώς αυξάνει το ύψος της συναλλαγής. Λύση στο παραπάνω πρόβλημα αποτελεί η συνολική τοποθέτηση χρηματικών πόρων πολλών επενδυτών, που επιτυγχάνεται μέσω των διαμεσολαβητικών ιδρυμάτων, τα οποία ταυτόχρονα αποκτούν και πείρα. Για τα αμοιβαία κεφάλαια δε, επιτυγχάνεται τόσο μείωση του κόστους διαχείρισης των λογαριασμών των ιδιωτών, όσο και υψηλότερη διαφοροποίηση, αρά μείωση του κινδύνου.

Επιπλέον όσο βελτιώνεται η ποιότητα της πληροφόρησης, μειώνοντας την ασυμμετρία και βελτιώνοντας τη θέση μιας εταιρίας, τόσο ευκολότερη γίνεται η έκδοση τίτλων και όσο περισσότερο αναπτύσσεται η οικονομία τόσο πιο εύκολα προσβάσιμη γίνεται η πληροφόρηση. Τέλος, όσο περιορίζεται ο ρόλος των τίτλων, τόσο πιο σημαντικός γίνεται ο ρόλος των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, ενώ η χρήση εξασφάλισης αυξάνει τις πιθανότητες λήψης δανείου κι ενδέχεται να μειώσει το επιτόκιο του δανεισμού. Επιπροσθέτως, και η Καθαρή Αξία της επιχείρησης είναι πολύ σημαντική αφού ως ένα βαθμό παρέχει εξασφάλιση στο δανειστή.

Αυτά που αναφέρθηκαν ως εδώ σχετίζονται με την πρώτη επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η δεύτερη επίπτωση της ασύμμετρης πληροφόρησης, ο ηθικός κίνδυνος, προκύπτει μετά τη συναλλαγή εάν ο δανειζόμενος κρύψει πληροφορίες ή στραφεί σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις που ο δανειολήπτης δε θα ενέκρινε.

Μια μορφή του φαινομένου αυτού είναι το «principal – agent problem», όταν δεν ταυτίζονται οι μέτοχοι μιας εταιρίας με τους διαχειριστές της. Σε αυτή την περίπτωση οι διαχειριστές ενδέχεται να δράσουν για το προσωπικό τους όφελος κι όχι για το σκοπό της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, κρύβοντας ή χρησιμοποιώντας προς όφελός τους τα κέρδη, εξαγοράζοντας άλλες εταιρίες μόνο για το κύρος τους και όχι την αύξηση των κερδών. Στην αντίθετη περίπτωση, που υπάρχει ταύτιση των ρόλων αυτών στα ίδια πρόσωπα, τα κίνητρα για τους διαχειριστές είναι μεγαλύτερα και η εταιρία θα μπορεί να έχει υψηλότερα κέρδη. Ιδιωτικοί ελεγκτές ή το κράτος μπορούν να ασκούν έλεγχο αλλά και πάλι θα υπάρχουν προβλήματα.

Σε αυτά τα προβλήματα λύση δίνουν εν μέρει οι διαμεσολαβητικές υπηρεσίες των τραπεζών. Η διαμεσολάβηση παίρνει δυο μορφές. Η πρώτη λαμβάνει χώρα στην αγορά τίτλων, όπου μετοχές, ομόλογα και άλλοι τίτλοι προωθούνται σε προσωπικούς και θεσμικούς επενδυτές. Η δεύτερη είναι η τραπεζική διαμεσολάβηση, η οποία μετακινεί κεφάλαια από τους αποταμιευτές στις επιχειρήσεις που χρειάζονται δάνεια. Βασική προϋπόθεση και για τα δυο αποτελεί η ύπαρξη νόμων που να ορίζουν τις αξιώσεις, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, μεταξύ επιχειρήσεων και ατόμων και να εγγυώνται την τήρηση των συμβολαίων μέσω της τήρησής τους από όλους τους αντισυμβαλλόμενους.

Πιο συγκεκριμένα πρώτη λύση θα μπορούσαν να αποτελούν οι Εταιρίες Κεφαλαίου Μεγάλου Επιχειρηματικού Κινδύνου (Venture Capital Firms), δηλαδή χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές που τοποθετούν κεφάλαια σε νέες επιχειρήσεις και τοποθετούν δικούς τους διαχειριστές ώστε να μπορούν να τις ελέγχουν. Τον ίδιο σκοπό μπορούν όμως να έχουν και τα δάνεια με σταθερές δόσεις ή η υποχρέωση του δανειζομένου να συμμετέχει στα κεφάλαια της εταιρίας σε ιδιαίτερα μεγάλο ποσοστό, ώστε να διακυβεύονται και δικά του κεφάλαια.

Επιπλέον, στην αποφυγή του ηθικού κινδύνου μπορούν να συντελέσουν οι περιοριστικοί όροι στα συμβόλαια, δηλαδή η απαγόρευση ανάληψης επικίνδυνων έργων ή η απαίτηση ασφάλισης, οι εξασφαλίσεις και η περιοδική ενημέρωση των επενδυτών από τις λογιστικές καταστάσεις. Ωστόσο δυστυχώς σε καμία περίπτωση δεν εξαλείφονται πλήρως οι αδυναμίες του συστήματος, οι οποίες εξηγούν γιατί οι οικονομίες ανά τον κόσμο είναι τόσο εύθραυστες.

Πιο συγκεκριμένα, ένας από τους παράγοντες που μπορούν να κλονίσουν αυτή την ευαισθησία, προκαλώντας συρρίκνωση της οικονομίας είναι η απότομη αύξηση της ζήτησης δανείων που ωθεί τα επιτόκια προς τα πάνω ώστε να τα ζητούν εταιρίες με πολύ επικίνδυνες επενδύσεις και υψηλά περιθώρια κέρδους, να μεγαλώνει το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής και, προκειμένου οι τράπεζες να μειώσουν τον κίνδυνο, να είναι πιο προσεχτικοί στη χρηματοδότηση και να συρρικνώνεται η οικονομική δραστηριότητα. Ανάλογες συνέπειες επιφέρουν μια αύξηση της αβεβαιότητας λόγω μεγάλου ανταγωνισμού, μια απότομη πτώση της αγοράς μετοχών ή μια μείωση των τιμών, τα δάνεια σε ξένο νόμισμα που η πραγματική τους αξία μεταβάλλεται μαζί με τη συναλλαγματική ισοτιμία και βέβαια η ίδια η αύξηση των επιτοκίων.

Συμπερασματικά, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κομμάτι κάθε οικονομίας. Προσπαθούν να διορθώσουν τις αναποτελεσματικότητες και να συμβάλλουν στην ανάπτυξη, αναλαμβάνοντας οι ίδιες τον κίνδυνο που δύσκολα θα αναλάμβανε ένας μεμονωμένος επενδυτής ή δανειστής. Ωστόσο, πρέπει πάντα οι κινήσεις διαμεσολάβησης να γίνονται με προσοχή, αφού οι τράπεζες αποτελούν τη βάση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

2.2 Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση και Τραπεζική Στρατηγική

Στη δημοκρατία πολύ βασικός είναι ο τρόπος με τον οποίο η κυβέρνηση, ως μόνος φορέας με νόμιμη εξουσία, την ασκεί σε μια προσπάθεια προστασίας της πολιτείας από την κακόβουλη ιδιωτική πρωτοβουλία. Παράλληλα, η άσκηση αυτή δεν θα πρέπει να ξεφεύγει από τα όρια της νομιμότητας και να παρεκκλίνει από την επίτευξη των δημοσίων στόχων με σκοπό το προσωπικό όφελος των μελών της κυβέρνησης και την κατάχρηση του δημοσίου πλούτου, είτε με τη μορφή φόρων, είτε ως αυξημένη τιμή στα αγαθά που μονοπωλιακά προσφέρει το κράτος. Ταυτόχρονα, σημαντική προϋπόθεση αποτελεί και η ισότητα όλων των πολιτών απέναντι στο νόμο.

Στα παραπάνω πλαίσια είναι θεμιτή και η συμμετοχή της κυβέρνησης στα χρηματοοικονομικά και στην επιχειρηματικότητα, όταν για παράδειγμα πρόκειται να διασφαλίσει τις συνθήκες της ανταγωνιστικότητας, να προωθήσει την οικονομική αποτελεσματικότητα, να προστατεύσει το περιβάλλον ή να μειώσει την ανεργία. Αυτό που έχει παρατηρηθεί μάλιστα είναι ότι στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας οικονομίας, η άσκηση επιχειρηματικότητας και η διακυβέρνηση είναι πολύ πιθανό να βρίσκονται στα ίδια χέρια, γεγονός που ενέχει δυνατότητα για αυθαιρεσίες προς όφελος των «τυχερών» και τα αποτελέσματα των οποίων αργούν να αποκαλυφθούν. Αυτός είναι ο λόγος που ο διαχωρισμός επιχειρηματικότητας και διακυβέρνησης μπορεί να οδηγήσει σε μια πιο δυνατή οικονομία και στον περιορισμό της δύναμης της κυβέρνησης.

Απ' την άλλη πλευρά, ισχύει ότι ο μηχανισμός της αγοράς μπορεί να πετύχει καλύτερες οικονομικές αποδόσεις σε σχέση με το κράτος.

Μια τάση που επικράτησε στις οικονομίες ανά τον κόσμο στη δεκαετία του 1990 ήταν η στροφή προς την ιδιωτικοποίηση και την οικονομική απελευθέρωση. Η κίνηση αυτή ήρθε να αντιστρέψει το κύμα προς την κρατικοποίηση που επικρατούσε μέχρι τότε.

Οι ιδέες του σοσιαλισμού και της «αδυναμίας της αγοράς» παρουσίαζαν την ατομική ιδιοκτησία των παραγωγικών μέσων να εκμεταλλεύεται το εργατικό δυναμικό και να προκαλεί αποτελεσματικότητα στις αγορές. Όμως τα παραπάνω, σε συνδυασμό με την εναντίωση προς το απελευθερωμένο εμπόριο, άρχισαν να ανατρέπονται όταν ξεκίνησαν να γίνονται εμφανείς οι αδυναμίες των εταιριών που

λειτουργούσαν υπό το καθεστώς αυτό, στο νέο, παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον.

Πιο συγκεκριμένα, βασικά μειονεκτήματα των κρατικών επιχειρήσεων αποτελούν η έλλειψη κινήτρου, ώστε οι εργαζόμενοι να αποδίδουν όσο το δυνατό καλύτερα, η κατάχρηση εξουσίας από τους διοικητές, το υπερβάλλον εργατικό δυναμικό και η περιορισμένη εκσυγχρόνιση της παραγωγικής διαδικασίας, τα οποία εμποδίζουν τις πρώτες να λειτουργούν το ίδιο αποτελεσματικά με τις ιδιωτικές εταιρίες.

Τα δεδομένα όμως άρχισαν να ανατρέπονται προς το καλύτερο από τα τέλη της δεκαετίας του 1970, μετά από μερικές αποτυχημένες προσπάθειες ανασυγκρότησης των Δημοσίων Επιχειρήσεων, την πτώση του κομμουνισμού και την προσπάθεια για ανασυγκρότηση στην Ευρώπη. Μάλιστα, οι κινήσεις προς την ιδιωτικοποίηση συνέβαλαν σε εισροές κεφαλαίων.

Αποτέλεσμα της εισροής είναι η οικονομική ανάπτυξη, που διαθέτει δυο όψεις: της ποσότητας και της ποιότητας. Η πρώτη είναι η μακροοικονομική πλευρά, όπως αυτή περιγράφεται από τη μεγέθυνση της οικονομίας, μέσω του μέτρου του κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Μια αύξηση στα παραγόμενα αγαθά και υπηρεσίες κατ' άτομο αναμφισβήτητα συνεπάγεται καλύτερες συνθήκες επιβίωσης και λιγότερη ανεργία. Παράλληλα όμως δημιουργεί και την ανάγκη εύρεσης και χρήσης νέων πόρων, άρα νέου κεφαλαίου.

Η εύρεση επιπλέον κεφαλαίου αναμφίβολα αυξάνει το κόστος των επιχειρήσεων αφού αυτές πρέπει να προσφέρουν μια ικανοποιητική απόδοση στους επενδυτές για να μπορέσουν να τους προσελκύσουν. Εξάλλου είναι τέτοιο το οικονομικό σύστημα που τα κεφάλαια κατευθύνονται μόνο στις εταιρίες που η αναμενόμενη απόδοση των πρώτων υπερβαίνει το κόστος κεφαλαίου.

Προκειμένου να πετύχουν ανταγωνιστική απόδοση, οι managers επιλέγουν να πραγματοποιήσουν εκείνα τα έργα που η Καθαρά Παρούσα Αξία (Κ.Π.Α) των μελλοντικών ροών τους είναι θετική, δηλαδή που θα προσθέσουν αξία στην εταιρία. Εφόσον ο κανόνας αυτός εφαρμόζεται για όλες τις αποφάσεις, τότε θα μεγιστοποιηθεί και η αξία της εταιρίας, θα αυξηθεί η τιμή της μετοχής της και ο πλούτος των μετόχων, και οι πόροι της οικονομίας θα αξιοποιούνται στο μέγιστο βαθμό. Στην

αντίθετη περίπτωση δε, όταν η διοίκηση δέχεται όλα τα έργα μόνο και μόνο για να αναπτυχθεί η εταιρία και παραβλέπει τον κανόνα της Κ.Π.Α., παραμονεύει το ενδεχόμενο καταστροφής της αξίας και η πτώση της τιμής μετοχής, γεγονός που συναντάται πολύ συχνά στις δημόσιες επιχειρήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, οι δημόσιες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από αναποτελεσματικότητα, καθώς χρησιμοποιούν πόρους μεγαλύτερης αξίας από αυτή που παράγουν. Τα βασικά αίτια είναι τέσσερα. Το πρώτο είναι η πολλαπλότητα των, ακόμη και αντικρουόμενων, στόχων και η δυσκολία στην επίτευξή τους. Το δεύτερο είναι το περιβάλλον μονοπωλίου. Δεδομένου ότι μόνο σε συνθήκες ανταγωνισμού λειτουργεί ο μηχανισμός της αγοράς που καθοδηγεί σωστά τις τιμές και ωθεί τα άτομα να προσπαθούν, είναι αναμενόμενο οι δημόσιες εταιρίες να μην είναι αποτελεσματικές. Τέλος, στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγουν τα αδύναμα κίνητρα για απόδοση του δημοσίου τομέα και το χαμηλό κόστος κεφαλαίου.

Λόγω της φύσης των αδυναμιών, λύσεις δεν είναι εύκολο να βρεθούν. Ιδιαίτερα από τη στιγμή που οι περισσότερες μπορεί να είναι αποτελεσματικές για μικρό διάστημα, άλλα να μην δίνουν πραγματική ώθηση στην επιχείρηση. Υπό αυτές τις συνθήκες μοναδική διέξοδος φαίνεται να είναι η ιδιωτικοποίηση.

Για να μπορεί η μετάβαση αυτή να είναι αποτελεσματική είναι πολύ σημαντικό να υπάρχουν ορισμένες προϋποθέσεις. Η πρώτη αφορά τη δημιουργία ενός νομικού πλαισίου που θα στηρίζει και θα προφυλάσσει την επιχειρηματικότητα. Εξίσου σημαντικό είναι να διαχωριστούν οι στόχοι των δημόσιων επιχειρήσεων από εκείνους του κράτους και οι πρώτες να πάρουν τη μορφή ιδιωτικών εταιριών με πώληση μετοχών στους επενδυτές. Η τρίτη είναι η δημιουργία ανταγωνιστικού κλίματος, είτε μέσα από τη διάσπαση των ίδιων των επιχειρήσεων, είτε μέσω της απελευθέρωσης του κλάδου. Επιπλέον θα πρέπει να ξεπεραστεί ο καθορισμός τιμών, γιατί όσο αυτές προσαρμόζονται περισσότερο σε εκείνες της αγοράς με φυσικές διαδικασίες, τόσο πιο αποτελεσματική θα είναι η ιδιωτικοποίηση.

Όσο για την τελευταία προϋπόθεση της ιδιωτικοποίησης, είναι η εφαρμογή σύγχρονων μεθόδων λογιστικής ώστε οι ιδιωτικές πλέον εταιρίες να μπορούν να αξιολογηθούν σωστά από τους επενδυτές και να μην υπάρχει παραπλάνηση.

Έχοντας εξασφαλίσει τις παραπάνω συνθήκες τίθεται το ερώτημα σχετικά με τη μέθοδο της ιδιωτικοποίησης, δεδομένου ότι από αυτή εξαρτάται η επιτυχία του εγχειρήματος. Η πώληση των δημόσιων επιχειρήσεων σε ξένους επενδυτές, ναι μεν προσελκύει νέα κεφάλαια, αλλά εγείρει ερωτήματα για το κατά πόσο η χώρα θα συνεχίσει να παραμένει οικονομικά ανεξάρτητη. Βέβαια στην αντίθετη περίπτωση, θα πρέπει να έχει εξασφαλιστεί ότι υπάρχουν τα απαραίτητα κεφάλαια στο εσωτερικό και να καθοριστεί ποιοι θα μπορούν να αποκτήσουν τίτλους των υπό συζήτηση εταιριών.

Στην πράξη, η μέθοδος ιδιωτικοποίησης διαφέρει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με τη νοοτροπία της, και ως συνέπεια διαφέρει η αποτελεσματικότητα. Ανάμεσα σε όλες, αυτές που ξεχωρίζουν είναι της Ανατολικής Γερμανίας στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και της Πολωνίας. Στην πρώτη, οι εταιρίες αναδιοργανώθηκαν και στη συνέχεια πουλήθηκαν σε ανθρώπους με κατάλληλες γνώσεις, η παραγωγικότητα αυξήθηκε, αν και μαζί με αυτή αυξήθηκε κι η ανεργία. Στη δεύτερη την πώληση των επιχειρήσεων υπό προϋποθέσεις ανέλαβαν διαμεσολαβητές (τα Εθνικά Επενδυτικά Κεφάλαια ή National Investment Funds), καθένας από τους οποίους κατείχε περισσότερες από μια επιχειρήσεις. Οι μεσολαβητές διαμοιράστηκαν σε μερίδια τα οποία πουλήθηκαν. Τα πρόσωπα που επιλέχθηκαν να τα διοικούν και τα κίνητρα που τους δόθηκαν έφεραν αποτελέσματα, καθώς οι πλέον αποτελεσματικοί διαμεσολαβητές ήταν εκείνοι με την μεγαλύτερη απήχηση. Σε άλλες χώρες οι εταιρίες άλλαξαν ιδιοκτήτες με πώληση κουπονιών στους θεσμικούς επενδυτές, είτε με έμμεσο τρόπο, δηλαδή από μεταπώληση από πολίτες, είτε άμεσα. Αλλού, προτιμήθηκε η διάσπαση των μεγάλων εταιριών σε μικρότερες και πιο εύκολες στη διοίκηση.

Ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες που έκαναν μια ιδιωτικοποίηση επιτυχημένη ή μη ήταν η αποτελεσματικότητα στον έλεγχο και στη εταιρική διακυβέρνηση, υπηρεσίες που παρήχθησαν αποδοτικά στις παραπάνω περιπτώσεις από χρηματοοικονομικά και τραπεζικά ιδρύματα. Φορείς σαν τους τελευταίους είναι εκείνοι που σε κάθε οικονομία, και σε συνδυασμό με ένα καλό νομικό πλαίσιο, μεσολαβούν μεταξύ επενδυτών κι επιχειρήσεων και διασφαλίζουν τα συμφέροντα των κεφαλαιούχων. Εξάλλου, πάντα οι επενδυτές εμπιστεύονται ευκολότερα οργανισμούς, που χάρη στην καλή πληροφόρησή τους, το ύψος των συσσωρευμένων

κεφαλαίων τους και την καλή κατάρτιση των managers τους, επιτυγχάνουν να προστατέψουν τα κεφάλαιά τους.

Προχωρώντας ένα βήμα παρακάτω, για να μπορέσουν τέτοιοι αξιόπιστοι οργανισμοί να λειτουργήσουν είναι απαραίτητο να διασφαλιστούν οι συνθήκες οικονομικής απελευθέρωσης με τον περιορισμό της επίδρασης του κράτους στα επιτόκια, στα υποχρεωτικά διαθέσιμα, στην είσοδο νέων εταιριών στον τραπεζικό κλάδο, στη διακίνηση των κεφαλαίων και στον δανεισμό. Αρκεί βέβαια αυτές οι συνθήκες να μην εφαρμοστούν μόνο παροδικά άλλα και μακροχρόνια.

Η διατήρηση της οικονομικής απελευθέρωσης δεν είναι πάντα εύκολη, καθώς οι τράπεζες μπορεί να χρησιμοποιήσουν την ελευθερία αυτή προς το ιδιωτικό όφελός τους προκαλώντας δυσάρεστες συνέπειες. Από τη μια πλευρά, αυξομειώνοντας τα αποτελέσματα, τα ρευστά τους διαθέσιμα και το ύψος των δανείων που δίνουν, οι τράπεζες θα μπορούν ανεξέλεγκτα να αυξήσουν τα κέρδη τους, ακόμη και εις βάρος των πελατών τους. Επιπλέον, ενδεχομένως λόγω των πολλών διαθέσιμων κεφαλαίων τους οι τράπεζες μπορεί να στραφούν στην αγορά άλλων εταιριών των οποίων οι ίδιες είναι ιδιοκτήτριες, ενώ οι ξένες τράπεζες μπορεί να οδηγήσουν στον παραμερισμό των εγχώριων. Τέλος, και η υπερβολική εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό μπορεί να οδηγήσει σε κρίσεις.

Με βάση τα παραπάνω, συγκεκριμένη τακτική για σωστή οικονομική ανάπτυξη δεν υπάρχει πέραν του ότι οποιαδήποτε προσπάθεια θα πρέπει να βασίζεται στους άξονες ενός ανταγωνιστικού, ιδιωτικού χρηματοοικονομικού συστήματος και του ελέγχου των αποφάσεων. Στο τελευταίο περιλαμβάνονται η ανάπτυξη μέτρων αξιολόγησης του κινδύνου, ο δανεισμός και η επένδυση σε εκείνες τις τοποθετήσεις με τη μεγαλύτερη απόδοση και ο έλεγχος της πορείας τους. Παράλληλα, οι αποτυχίες θα πρέπει να αναλύονται για να μην επαναλαμβάνονται στο μέλλον.

Συνοψίζοντας, η ιδιωτικοποίηση και η οικονομική απελευθέρωση πρέπει να αποτελούν κομμάτια μιας γενικότερης προσπάθειας αναμόρφωσης του οικονομικού και νομικού περιβάλλοντος. Μόνο έτσι θα μπορέσει η ιδιωτική πρωτοβουλία να δώσει ώθηση στην οικονομία, στη βάση ενός θεσμικού πλαισίου που θα προστατεύει όλα τις ομάδες που θα λαμβάνουν μέρος ώστε να αποφευχθούν περαιτέρω κρίσεις.

Αναφέρθηκε παραπάνω η σημασία του καλού νομικού πλαισίου που θα διασφαλίζει αυτές τις μεταφορές και μάλιστα με τρόπο που όλοι θα είναι ίσοι απέναντι σε αυτό προκειμένου να λειτουργούν οι αγορές αποτελεσματικά και να γίνεται σωστά η μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές. Αναλυτικότερα, οι χρηματοοικονομικές αγορές εξαρτώνται από το νομικό πλαίσιο όσον αφορά τον καθορισμό του τρόπου δήλωσης των δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας και την προτεραιότητα αποζημίωσης σε περίπτωση πτώχευσης που έχουν όσοι αλληλεπιδρούν οικονομικά με μια εταιρία, τα είδη των συμβολαίων που μπορούν να συναφθούν και τις ποινές όσων δεν τα τηρούν, τους κανονισμούς λειτουργίας μιας εταιρίας και τους τρόπους των συναλλαγών.

Δεδομένου ότι ο κίνδυνος μιας επένδυσης δεν πηγάζει μόνο από την αγορά στην οποία ανήκει η επένδυση αλλά και στη σχέση ανάμεσα στο κόστος και στο όφελος από τη χρήση νομικών μέσων για τη διασφάλιση μιας επένδυσης, είναι πολύ σημαντική η διαμόρφωση ενός καλού νομικού πλαισίου. Γι' αυτό άλλωστε εκτιμάται ιδιαίτερα η δυνατότητα που παράσχουν οι αναδυόμενες αγορές για τον πειραματισμό των διαφόρων μεθόδων ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος και τη σύγκριση των αποτελεσμάτων τους.

Πιο συγκεκριμένα οι κανονισμοί μιας χώρας περιγράφονται από μια πυραμίδα στη βάση της οποίας συναντάμε τις βασικές απαιτήσεις όπως το να είναι όλοι ίσοι απέναντι στο δικαίωμα της περιουσίας και τα εμπορικά συμβόλαια, ένα επίπεδο παραπάνω βρίσκονται τα δικαιώματα των μετόχων και των πιστωτών σχετικά με τα δικαιώματά τους από τις εταιρίες με τις οποίες συναλλάσσονται, και στην κορυφή οι κανονισμοί για τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές. Το πιο σημαντικό στοιχείο βέβαια είναι η ισότητα όλων απέναντι στο νόμο και η αποτροπή άσκησης εξουσίας από τους κυβερνητικούς υπαλλήλους, που διασφαλίζονται με τη δημιουργία αξιόπιστου δικαστικού συστήματος.

Στην περίπτωση που τα παραπάνω δεν τηρηθούν, δημιουργούνται προϋποθέσεις για την εμφάνιση περιπτώσεων διαφθοράς στις οποίες μπορεί να προκύψει ακόμα και χρηματισμός δικαστών, αστυνομικών ή κυβερνητικών στελεχών, επηρεάζοντας την αξιοπιστία μιας οικονομίας ή μιας εταιρίας. Αυτά, που μπορεί να θεωρούνται φυσιολογικά ως ένα βαθμό λόγω της αλληλεπίδρασης ιδιωτικού και δημοσίου τομέα και αυξάνουν όσο αυξάνει η αλληλεπίδραση, σε κάθε κράτος

συναντώνται σε διαφορετικό βαθμό ανάλογα με το πόσο απαραίτητη είναι η κρατική έγκριση για τις συναλλαγές.

Παρόλο που το φαινόμενο αυτό έχει κάθε άλλο παρά θετικά αποτελέσματα, μεταξύ άλλων αυξάνει τα κόστη συναλλαγών, οι κερδισμένοι θέλουν η κατάσταση να συνεχίζεται ενώ άλλοι αποκτούν ανταγωνιστικό μειονέκτημα. Παράδειγμα αυτού αποτελούν οι πολυεθνικές που ενώ δραστηριοποιούνται σε κάποια χώρα όπου η πράξη αυτή είναι σύνηθες φαινόμενο και δεν τιμωρείται, επεκτείνονται σε κάποια άλλη στην οποία ο χρηματισμός είναι σύνηθες τακτική, την οποία όμως δεν μπορούν να ακολουθήσουν λόγω εσωτερικών κανονισμών που τους το απαγορεύουν. Έρευνες μάλιστα έχουν δείξει ότι όσο αυξάνει ο χρηματισμός, τόσο περισσότερο μειώνεται η ανάπτυξη μιας εταιρίας και ότι όσο μεγαλώνει η οικονομική βοήθεια σε ένα κράτος, τόσο αυξάνει η διαφθορά.

Ένα άλλο από τα βασικά θέματα που πρέπει να διευθετεί ένα κρατικό νομικό πλαίσιο είναι η προστασία όλων των επενδυτών. Οι επενδυτές που διαθέτουν την πλειοψηφία των μετοχών μιας επιχείρησης συνήθως έχουν πρόσβαση στην πληροφόρηση και στον έλεγχο. Αντίθετα, όσοι έχουν τη μειοψηφία μπορεί να «αδικηθούν» οπότε χρειάζονται ένα νομικό πλαίσιο που θα τους κατοχυρώνει το δικαίωμα της πληροφόρησης, του ίσου μερίσματος ανά μετοχή, της ψήφου στις συνελεύσεις και στην εκλογή του διοικητικού συμβουλίου, της διεκδίκησης για οικονομική ζημία και της προστασίας από περιπτώσεις που άτομα εκ των έσω χρησιμοποιούν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας για προσωπικό όφελος.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά την πληροφόρηση, πρέπει να είναι εμπειριστατώμενη και να περιλαμβάνει τα σωστά στοιχεία. Αυτό βέβαια τις περισσότερες φορές χρειάζεται την ύπαρξη νόμων για να εφαρμοστεί αφού, πρώτον, μια εταιρία δύσκολα θα αποφασίσει να ανακοινώσει αρνητικά στοιχεία, δεύτερον, δεν έχουν όλοι οι μέτοχοι εξειδικευμένες γνώσεις οπότε μπορούν να χειραγωγηθούν από τις διοικήσεις και, τρίτον, καμία εταιρία δε θέλει οι ανταγωνιστές της να γνωρίζουν την ακριβή κατάστασή της. Σχετική με αυτό είναι και η έννοια της ολοκληρωτικής απάτης που μπορεί να πάρει τη μορφή δημοσίευσης πληροφόρησης που είναι σκοπίμως λανθασμένη για να αποπροσανατολίσει, ή χρήσης ιδιωτικών πληροφοριών από άτομα με πρόσβαση στο εσωτερικό μιας εταιρίας εις βάρος εξωτερικών μετόχων, με στόχο ακόμα και τη χειραγώγηση της τιμής.

Επακόλουθο της σωστής πληροφόρησης και αναφαίρετο δικαίωμα των επενδυτών είναι η δυνατότητα ελέγχου της διοίκησης της εταιρίας, αφού ουσιαστικά αυτοί είναι οι ιδιοκτήτες, και δικαιώματος αποζημίωσής τους σε περίπτωση που οι χειρισμοί από το διοικητικό συμβούλιο δεν τους ικανοποιούν. Ωστόσο εδώ παραμονεύει ο κίνδυνος η διοίκηση να χρησιμοποιήσει τα μέσα της εταιρίας για δικό της όφελος κι όχι των μετόχων, όπως θα έπρεπε. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να διασφαλίζεται η δυνατότητα των επενδυτών να ελέγχουν τα λογιστικά αποτελέσματα κι αν δεν τους ικανοποιούν να μπορούν είτε να αλλάξουν συμβούλιο μέσω ψηφοφορίας είτε να πουλήσουν τις μετοχές τους. Στην ψηφοφορία, με συνέλευση είτε μέσω κάποιου υποκατάστατου (proxy) όπως το μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, κάθε μετοχή μπορεί να έχει δικαίωμα για μια ψήφο μόνο ή για περισσότερες, ανάλογα με τη χώρα.

Παρόμοια δικαιώματα πρέπει να απολαμβάνουν και οι αγοραστές των ομολόγων μιας επιχείρησης, οι οποίοι έχουν συνάψει συμφωνίες σταθερών χρηματικών ροών. Βασική προϋπόθεση για τη δημιουργία ενός δανείου είναι η ύπαρξη υποθήκης ώστε ο δανειστής να είναι ως ένα βαθμό σίγουρος ότι θα αποζημιωθεί για τα κεφάλαιά του ό,τι κι αν συμβεί. Με αυτό τον τρόπο μάλιστα μπορούν να βρουν κεφάλαια κι επιχειρήσεις που χωρίς εγγύηση ή με ελλιπή δημοσίευση στοιχείων δε θα μπορούσαν.

Κύρια αιτία για την ύπαρξη εγγύησης είναι ο κίνδυνος πτώχευσης, καθώς πολλές φορές ο φορέας μιας εταιρίας δεν υποχρεούται να πληρώσει τα χρέη της εταιρίας χρησιμοποιώντας την προσωπική του περιουσία. Ως εκ τούτου είναι πολύ σημαντική η εύρεση τρόπων αντιμετώπισης τέτοιων περιπτώσεων.

Πρώτη στρατηγική αντίδρασης είναι η κήρυξη πτώχευσης που εφαρμόζεται στην περίπτωση που η εταιρία δε δύναται να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της και την ακολουθεί η διαδικασία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ώστε να αποζημιωθούν δανειστές και μέτοχοι. Δεύτερη στρατηγική είναι η αναδόμηση της επιχείρησης όταν οι δανειστές έχοντας αναγνωρίσει τη ζημία, αποφασίζουν να δώσουν μια «δεύτερη ευκαιρία» στην εταιρία για να μπορέσει να βελτιώσει την οικονομική κατάστασή της κι έτσι η εταιρία να συνεχίσει να δραστηριοποιείται.

Σχετικά με το ποια εναλλακτική θα χρησιμοποιηθεί, σημαντικό ρόλο παίζει αφενός το μέγεθος του προβλήματος και αφετέρου η χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία. Επ' αυτού να σημειωθεί ότι υπάρχουν κράτη όπως οι Η.Π.Α. ή η Γερμανία που δίνουν έμφαση στην προστασία των δανειστών και γι' αυτό προτιμάται η μέθοδος της ρευστοποίησης, ενώ σε άλλα, στη Γαλλία για παράδειγμα, η λύση αυτή εφαρμόζεται μόνο όταν δεν είναι εφικτή κάποια άλλη. Όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο, η κατεύθυνση είναι η αναδόμηση υπό την εποπτεία των δανειστών.

Ως αποτέλεσμα όσων προαναφέρθηκαν, αντιλαμβάνεται κανείς ότι για να μπορέσει να αναπτυχθεί η οικονομία μιας χώρας χρειάζεται ένα γερό χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο με τη σειρά του στηρίζεται σε ένα αξιόπιστο νομικό πλαίσιο. Μόνο εφόσον υπάρχει το τελευταίο και δημιουργεί ένα κλίμα εμπιστοσύνης κι ασφάλειας, τόσο οι επενδυτές όσο και οι δανειστές θα αποφασίσουν να εμπιστευτούν τα κεφάλαιά τους σε τρίτους και να δώσουν ώθηση στην αγορά μετοχών ή στον τραπεζικό κλάδο αντίστοιχα, συντελώντας στην ανάπτυξη των οικονομιών των κρατών.

Σε αυτή την προσπάθεια όμως και οι τράπεζες έχουν ανάγκη νομικής προστασίας έναντι στους δανειοδοτούμενους προκειμένου να διασφαλιστούν, να εξασφαλίσουν εγγύηση στα δάνεια, να καθοριστούν τα δικαιώματά τους σε περιπτώσεις πτώχευσης, να κατοχυρωθεί η δυνατότητα πρόσβασης σε πληροφορίες που αφορά την κατάσταση των δανειζομένων.

Επιπλέον, η ύπαρξη νόμων προστατεύει όλους τους επενδυτές από εταιρίες που προκειμένου να βρουν κεφάλαια θα μπορούσαν να κρύψουν την πραγματική οικονομική τους κατάσταση υποχρεώνοντάς τις να δημοσιεύουν στοιχεία και μάλιστα με κοινό τρόπο ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους.

Επιπροσθέτως, η συνεισφορά του κράτους δε σταματά εδώ. Μια σωστή κυβέρνηση που δεν τυπώνει συνεχώς χρήμα για να καλύψει τα ελλείμματά της χαρίζει σταθερότητα στο εθνικό νόμισμα, αφού αποφεύγεται η υποτίμησή του, και προωθεί την οικονομική ανάπτυξη.

Από την άλλη πλευρά, δεν είναι πάντα εύκολο για μια κυβέρνηση να θεσπίσει τους απαραίτητους νόμους. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε στην

αναποτελεσματικότητα των νόμων που ίσχυαν στη χώρα παραδοσιακά είτε στην απουσία θέλησης να δημιουργήσει νέους που θα είναι καλύτεροι ώστε να μπορεί να κατευθύνει τα κεφάλαια όπου εκείνη θέλει.

Πρακτικά, μια κυβέρνηση μπορεί με πολλούς τρόπους να ωθήσει το χρηματοοικονομικό σύστημα εκεί που αυτή επιθυμεί. Το αποτέλεσμα όμως είναι να βλάπτει τους επενδυτές και την αποτελεσματική τοποθέτηση των κεφαλαίων. Ο πρώτος τρόπος είναι η επιβολή ανώτατου ορίου στα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των αποδόσεων των καταθετών, του ύψους του διαθέσιμου ποσού για δάνεια και κατά συνέπεια την αύξηση του επιτοκίου δανεισμού. Από αυτό το μέτρο πιο ζημιωμένοι είναι οι αποταμιευτές που αντί να εισπράττουν θετικές αποδόσεις με την προσαρμογή στον πληθωρισμό λαμβάνουν αρνητικές.

Ο δεύτερος, η υποχρέωση υψηλού υποχρεωτικού ποσοστού ρευστών διαθεσίμων για «ώρα ανάγκης», για διατραπεζικές συναλλαγές ή ως ένα είδος φορολόγησης από την κυβέρνηση, αφ' ενός προσφέρει στο κράτος φθηνά κεφάλαια, αφ' ετέρου όμως αυξάνει το κόστος κεφαλαίου για τις τράπεζες, μειώνει τα διαθέσιμα προς δανεισμό κεφάλαια πετυχαίνει τη μείωση του κινδύνου ρευστότητας. Μειονέκτημά του αποτελεί το γεγονός ότι επηρεάζει προς τα πάνω τα επιτόκια δανεισμού, όπως και ο τρίτος τρόπος, δηλαδή η καθοδήγηση της πίστης προς τομείς που η κυβέρνηση επιθυμεί για να ωφελήσει όσους την υποστηρίζουν.

Ο τέταρτος τρόπος είναι η ιδιοκτησία ή η διοίκηση τραπεζών από το κράτος, αφήνοντάς τους λίγα περιθώρια για αυτονομία. Τέτοιες πρακτικές στο παρελθόν μπορεί να απέδωσαν για μικρή χρονική περίοδο, όμως μακροπρόθεσμα περισσότερο έβλαψαν μέσω της καθοδήγησης των κεφαλαίων όχι απαραίτητα στις επενδύσεις με τη μεγαλύτερη απόδοση, καταστρατηγώντας ουσιαστικά το λόγο ύπαρξης των τραπεζών και αυξάνοντας των κίνδυνο για ζημιές.

Επιπλέον, παρέμβαση αποτελούν τα εμπόδια εισόδου στον τραπεζικό κλάδο για την προστασία του πολύ σημαντικού αυτού τομέα της οικονομίας ή στην αγορά τίτλων. Αυτή η πράξη μπορεί να πάρει δυο μορφές, είτε εμπόδια για τη δημιουργία μιας νέας εγχώριας τράπεζας, είτε για το άνοιγμα υποκαταστήματος τράπεζας του εξωτερικού, ώστε να επιλέγονται με αυστηρά κριτήρια ποιοι πληρούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις. Από την αντίθετη πλευρά, η απελευθέρωση του κλάδου και το άνοιγμα

σε οργανισμούς του εξωτερικού ενδεχομένως να τοποθετήσει υψηλότερα τον πήχυ, ώστε ακόμη και οι εγχώριες τράπεζες να προσπαθήσουν να επιτύχουν καλύτερη απόδοση

Τέλος, ο περιορισμός στη διακίνηση κεφαλαίων με το εξωτερικό και στην πρόσβαση στις διεθνείς αγορές μειώνει τα διαθέσιμα κεφάλαια, αυξάνει το κόστος κεφαλαίου, εμποδίζει τις εταιρίες να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που προσφέρει το εξωτερικό και μειώνει τη δυνατότητα διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων των εγχώριων επενδυτών. Το μέγεθος της στρέβλωσης που δημιουργεί αυτός ο περιορισμός φαίνεται περισσότερο αν εξετάσει κανείς τα πλεονεκτήματα της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίου. Σε αυτά περιλαμβάνονται η μείωση του κόστους κεφαλαίου, η ώθηση στην οικονομία και η αύξηση των κινήτρων για μεταρρύθμιση.

Δεδομένου ότι η επιρροή της κυβέρνησης μπορεί να αλλάζει την πορεία της αγοράς και να έλκει ή να απωθεί το κεφάλαιο, είναι σημαντική η μέτρησή της. Αυτή μπορεί να γίνει κατ' αρχήν με παρατήρηση του υποχρεωτικού επιπέδου ρευστών διαθεσίμων των τραπεζών (η τάση είναι να μειώνονται), του πραγματικού επιτοκίου (δηλαδή του ρυθμού με τον οποίο αυξάνεται ή μειώνεται η αγοραστική δύναμη που προκύπτει από τις καταθέσεις), του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων ως προς το ΑΕΠ και του ποσοστού από την εγχώρια πίστωση που έχει δοθεί στον ιδιωτικό τομέα.

Ακόμη, κριτήρια αποτελούν το μέτρο δανεισμού, δηλαδή το κλάσμα του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών ως προς το άθροισμα του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών και της κεντρικής τράπεζας (στις βιομηχανικές χώρες οι εμπορικές τράπεζες κατέχουν το μεγαλύτερο κομμάτι του δανεισμού), και το σχετικό μέγεθος της αγοράς μετοχών, το οποίο συχνά συνδέεται με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Τα παραπάνω χρησιμοποιούνται ως εργαλεία επιλογής των αγορών στις οποίες θα γίνουν νέες επενδύσεις, ώστε να προτιμώνται εκείνες με τη μεγαλύτερη οικονομική απελευθέρωση. Βάση γι' αυτό αποτελεί η σχέση που φαίνεται να συνδέει στην πράξη υψηλότερο ΑΕΠ με χαμηλότερο βαθμό οικονομικής καταπίεσης και μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ανάπτυξη με μεγαλύτερη ανάπτυξη του ΑΕΠ.

Συμπερασματικά, η κυβέρνηση παίζει πολύ σημαντικό ρόλο για την ανάπτυξη μιας οικονομίας, αφού μέσω της θέσπισης νόμων θέτει τις βάσεις ενός σωστού

χρηματοοικονομικού συστήματος. Ωστόσο, η συμμετοχή της στις αγορές δε θα πρέπει να γίνεται μόνο προς όφελος της ίδιας, αλλά με κύριο άξονα την απελευθέρωση των αγορών και την κίνηση κεφαλαίων προς τις πλέον αποδοτικές επενδύσεις, κυρίως μέσω των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Τέλος, έχοντας αναλύσει τις προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται προκειμένου η αγορά να λειτουργεί αποτελεσματικά, απομένει να εξεταστεί ποιοι είναι οι στόχοι των εταιριών που διαμορφώνουν την πολιτική τους.

Συνήθης στόχος κάθε εταιρίας είναι ο συνδυασμός του κοινωνικού σκοπού της διατηρήσιμης ανάπτυξης, της μεγιστοποίησης του πλούτου των επενδυτών και της σωστής αντιμετώπισης των εργαζομένων. Αυτά δεν πραγματοποιούνται μόνο με μια στρατηγική αλλά με περισσότερες και είναι στην ευχέρεια της εταιρίας να διαλέξει εκείνη που την ικανοποιεί καλύτερα.

Πρώτος τρόπος λειτουργίας μιας εταιρίας είναι η λειτουργία υπό τον κρατικό έλεγχο, δεύτερος είναι η οικογενειακή διαχείριση που συνήθως επιφέρει υψηλό ποσοστό μόχλευσης και μπορεί να οδηγήσει την εταιρία σε άσχημη πορεία, τρίτος ο έλεγχος από κάποια τράπεζα, κυρίως σε περιόδους σταθερότητας, και τελευταίος είναι ο έλεγχος από ανεξάρτητους επενδυτές, οι οποίοι όμως δεν έχουν πρόσβαση σε αξιόπιστες πληροφορίες. Από τις εναλλακτικές αυτές, οι καλύτερες μάλλον είναι η οικογενειακή επιχείρηση, αν και τα οφέλη της χάνονται όσο μεγαλώνει η εταιρία και ο έλεγχος από τους μεμονωμένους μετόχους καθώς είναι ο πιο εύκαμπτος.

Εκτός από τα προηγούμενα, η έννοια της στρατηγικής για μια εταιρία περιλαμβάνει μεταξύ άλλων την απόφαση για το ύψος των κεφαλαίων που θα διαθέτει, την επιλογή των στοιχείων του ενεργητικού της, τις υπηρεσίες και τα προϊόντα που θα παρέχει ώστε να έχει κέρδη και τον τρόπο υπολογισμού της αξίας της. Όσον αφορά τις τράπεζες, η αξία τους υπολογίζεται από τη διαφορά ανάμεσα στο ενεργητικό και το παθητικό (τις υποχρεώσεις τους). Το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων είναι δάνεια που έχουν πάρει, υπολογισμένα σε ονομαστικές τιμές. Το ενεργητικό από την άλλη πλευρά αποτελείται από τίτλους, δάνεια προς επιχειρήσεις, νοικοκυριά και την κυβέρνηση και υπολογίζεται επίσης σε ονομαστικές τιμές αν και η αποτίμηση αυτή κρύβει τον κίνδυνο να παρουσιαστούν ζημίες λόγω της πιθανής μη εξυπηρέτησης κάποιου δανείου.

Τα καθαρά έσοδα μετράνε τους πόρους που είναι διαθέσιμοι σε μια τράπεζα, έχοντας καλύψει όλα τα έξοδα και τις πληρωμές για τα δάνειά της τράπεζας. Σημαντικό ρόλο στην αξιοπιστία των αποτελεσμάτων αυτών παίζουν η σωστή εξυπηρέτηση των δανείων, η απόσβεση της αξίας τους και η διατήρηση κεφαλαίων για την αποζημίωση από τυχόν μη αποπληρωμή κάποιου δανείου.

Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού μιας τράπεζας μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το είδος του στοιχείου ή τις οικονομικές συνθήκες. Τα τραπεζικά δάνεια σε εποχές χωρίς υψηλό πληθωρισμό αποτιμώνται με απόσβεση της τιμής αγοράς, κάτι που κρίνεται ικανοποιητικό εφόσον η τράπεζα βρίσκεται σε καλή οικονομική θέση. Αντίθετα, σε ευάλωτα περιβάλλοντα προτιμάται η μέθοδος της αποτίμησης σε τρέχουσες τιμές, η οποία όμως είναι πιο αποτελεσματική στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε σχέση με τις αναδυόμενες αγορές λόγω της μεγαλύτερης διαπραγματεύσεως και της καθημερινής διαμόρφωσης τιμής, αν και αυτό μπορεί να μη συμβαίνει για όλα τα στοιχεία και σε όλες τις χώρες. Βέβαια, η εφαρμογή αυτής της μεθόδου στα δάνεια που έχει δώσει μια τράπεζα απαιτεί συνεχή αναπροσαρμογή λόγω των διαρκών αλλαγών στην τιμή τους. Συνεπώς η μέθοδος των τρεχουσών τιμών μπορεί να εφαρμοστεί μόνο στα στοιχεία εκείνα που διαπραγματεύονται.

Επιπλέον, σημαντική πτυχή της αξιολόγησης μιας τράπεζας κατέχει και η κάλυψη έναντι των κινδύνων που αναλαμβάνει με την έκδοση δανείων, σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία. Σε αυτή την περίπτωση τα κεφάλαια που κρατούνται ως ασφάλεια ή θα πρέπει να αφαιρούνται από την αξία των δανείων που έχει δώσει η τράπεζα κι εν συνεχεία από το παθητικό, επηρεάζοντας το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, ή να εμφανίζονται ως ένα ξεχωριστό στοιχείο του ενεργητικού που θα μειώνει την αξία του. Πάντως και στις δυο περιπτώσεις τα αποτελέσματα θα είναι πιο αξιόπιστα και η τράπεζα δε θα πληρώνει φόρο για πλασματικά εισοδήματα.

Σχετικά με τους τίτλους που κατέχει ή που εκδίδει μια τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος αξιολόγησης με τις τρέχουσες τιμές, ωστόσο αυτό δεν προτείνεται από τους ελεγκτές γιατί η αξία που προκύπτει από τη διαπραγμάτευση της τιμής αλλάζει αλλά το πραγματικό χρέος που πρέπει να πληρώσουν οι τράπεζες παραμένει το ονομαστικό που είχε συμφωνηθεί. Ως αποτέλεσμα το χρέος καταγράφεται στην αξία κτήσης του. Πιο αναλυτικά, για τους τίτλους (π.χ. δάνεια) που εκδίδει η τράπεζα σε μια αγορά με ρευστότητα, ακόμα κι αν η αξία τους

αυξομειώνεται ανάλογα με την κίνηση των επιτοκίων, εκείνη θα πρέπει να πληρώσει την ονομαστική αξία που παραμένει αμετάβλητη, οπότε η αποτίμηση γίνεται στην ονομαστική τιμή. Από την άλλη πλευρά, για τους τίτλους που έχει αγοράσει η τράπεζα η αποτίμηση εξαρτάται από το πόσο χρόνο σκοπεύει το ίδρυμα να κρατήσει καθένα από αυτούς. Οι τίτλοι που περιλαμβάνονται στο διαπραγματεύσιμο χαρτοφυλάκιο αποτιμώνται ανάλογα με την ημερήσια τιμή τους, συνεισφέροντας στα έσοδα της τράπεζας, ενώ εκείνοι που αποτελούν μακροπρόθεσμη επένδυση στην τιμή κτήσης. Η διαφορά που προκύπτει μεταξύ της τιμής κτήσης και της τιμής εξαγοράς αποσβάζεται στην υπολειπόμενη ζωή του τίτλου. Τέλος, σε περίπτωση που η τράπεζα πρόκειται να πουληθεί ή έχει πρόβλημα ρευστότητας και σκοπεύει να ρευστοποιήσει, όλοι οι τίτλοι της αποτιμώνται σε τρέχουσες τιμές.

Η αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού μιας τράπεζας παρά τους παραπάνω κανόνες δεν είναι εύκολη. Πρώτος λόγος είναι ότι ποτέ οι τράπεζες δεν μπορούν να γνωρίζουν την πραγματική κατάσταση των δανειζόμενων και άρα τον πραγματικό κίνδυνο που αυτές αναλαμβάνουν. Επιπλέον, τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που δεν περιλαμβάνονται στον ισολογισμό, και πολλές φορές το μέγεθός τους μπορεί να είναι μεγάλο, είναι δύσκολο να εκτιμηθούν.

Τρίτη αιτία είναι ο πληθωρισμός γιατί οι τιμές των παγίων στοιχείων στον ισολογισμό μετά τις αποσβέσεις τείνουν να είναι χαμηλότερες από τις τρέχουσες που θα έπρεπε να πληρώσει η τράπεζα εάν αποφάσιζε να αντικαταστήσει κάποιο στοιχείο από αυτά. Βέβαια, έχει και θετική συνέπεια αφού αυξάνει την τιμή των εγγυήσεων που έχει πάρει η τράπεζα προκειμένου να παραχωρήσει ένα ενυπόθηκο δάνειο, με αποτέλεσμα αφενός να αποτελεί πρόσθετο επιχείρημα ώστε ο δανειζόμενος να προσπαθήσει περισσότερο να αποπληρώσει κανονικά το δάνειο κι αφετέρου σε περίπτωση ανικανότητας εξόφλησης η τράπεζα να επωφεληθεί από την αύξηση της αξίας της εγγύησης. Από την άλλη πλευρά, η μείωση του πληθωρισμού εκθέτει την τράπεζα σε κίνδυνο ζημίας από τις πτωχεύσεις και την απαξίωση των εγγυήσεων.

Επικίνδυνο παράγοντα εκτός από τα παραπάνω αποτελεί το ευάλωτο οικονομικό περιβάλλον, που κατά συνέπεια καθιστά ευάλωτη και την επιχείρηση. Αυτό συνεπάγεται ότι οι χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποσβέσεων μπορεί να οδηγήσουν σε εσφαλμένα αποτελέσματα, οι τρέχουσες τιμές να αλλάζουν συνεχώς

και σημαντικά ή να μην είναι διαθέσιμες, άρα να δημιουργηθεί αβεβαιότητα σε σχέση με την πραγματική αξία, την αξιοπιστία και τις προοπτικές της τράπεζας ή ακόμα και να μειώσει την πρόθεση και την ικανότητά της να αποπληρώσει τα δάνειά της. Στην περίπτωση που οι τρέχουσες τιμές δεν είναι διαθέσιμες, η απόσβεση της αξίας των στοιχείων μπορεί να γίνει με τη μέθοδο της παρούσας αξίας της τιμής κτήσης, κάτι που θα επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τον ισολογισμό.

Παράλληλα η αποτίμηση γίνεται δύσκολη και στην περίπτωση που το μέλλον του ιδρύματος είναι αβέβαιο και η εταιρία πρέπει να ρευστοποιήσει κάποια από τα στοιχεία του ενεργητικού της. Η αποτίμηση σε τρέχουσες τιμές ή με τη μέθοδο της παρούσας αξίας θα ήταν πιο αντιπροσωπευτική των δυνατοτήτων σε σχέση με τις ιστορικές τιμές, αν και ούτως ή άλλως οι ζημιές είναι προτιμότερο να παρουσιάζονται με ένα εύρος κι όχι με μια μοναδική τιμή, ανάλογα με το βαθμό αβεβαιότητας.

Ως αποτέλεσμα όσων προηγήθηκαν, προκύπτει η δυσκολία στον έλεγχο και στην εκτίμηση της κατάστασης των τραπεζικών ιδρυμάτων, λόγω δυσχέρειας στην εκτίμηση του πραγματικού κινδύνου των δανείων, λόγω πληθωρισμού και του κινδύνου των επενδυτικών λογαριασμών, δίνοντας τη δυνατότητα στους διαχειριστές των τραπεζών να αποκρύψουν την πραγματική κατάστασή τους. Ως εκ τούτου είναι απαραίτητη η ύπαρξη εσωτερικών, αξιόπιστων επιβλεπόντων αλλά κι εξωτερικών ελεγκτών ώστε να χρησιμοποιούνται οι καλύτερες μέθοδοι κατά περίπτωση και να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος ζημιών.

2.3 Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα

Όπως για κάθε επιχείρηση έτσι και για τα τραπεζικά ιδρύματα είναι πολύ σημαντικό να επιλέξουν τη στρατηγική που πιστεύουν ότι θα τα βοηθήσει να έχουν τα καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα. Οι εναλλακτικές είναι πολλές, κυρίως μετά την απελευθέρωση και την πρόοδο της τεχνολογίας, και αφορούν εναλλακτικές σχετικά με το είδος των υπηρεσιών που θα προσφέρουν, το γεωγραφικό εύρος στο οποίο θα δραστηριοποιούνται, το κοινό στο οποίο θα εστιάσουν ή τον τρόπο παρουσίας τους, για παράδειγμα φυσική παρουσία ή ηλεκτρονική. Επιπλέον

προσφέρουν ευκαιρία στις τράπεζες για διαφοροποίηση και δημιουργούν ερωτήματα σχετικά με το αν υπάρχουν συγκεκριμένες στρατηγικές που έχουν καλύτερα αποτελέσματα από τις υπόλοιπες κι αν αυτά επηρεάζονται από συγκεκριμένους παράγοντες.

Προκειμένου να το εξετάσουν αυτό, οι Robert DeYoung και Tara Rice (2004) χρησιμοποιούν τον διαχωρισμό των τραπεζών σε δυο μεγάλες κατηγορίες, με βάση όχι μόνο το μέγεθός τους αλλά και τις προτιμήσεις των πελατών, την ποιότητα της πληροφόρησης, την τιμολόγηση και τις μεθόδους παραγωγής. Η πρώτη περιλαμβάνει τις μικρές τράπεζες που στηρίζονται στις καταθέσεις και δραστηριοποιούνται σε τοπικό επίπεδο. Αυτές προσφέρουν εξατομικευμένες υπηρεσίες στους πελάτες τους, οι οποίοι συνήθως δεν έχουν άμεση πρόσβαση στις αγορές, με αποτέλεσμα να μη φοβούνται να χρεώσουν λίγο υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού ώστε να καλύψουν το αυξημένο κόστος που έχουν σε σχέση με τις μεγάλες εταιρίες του κλάδου, αφού αυτά που προσφέρουν είναι μοναδικά.

Αντίθετα, η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεγάλες επιχειρήσεις, που εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή, προώθηση και τιτλοποίηση δανείων, όπως τα στεγαστικά και οι πιστωτικές κάρτες. Γι' αυτές σημαντικό ρόλο παίζουν τα έσοδα που δεν προέρχονται από επιτόκια και οι οικονομίες κλίμακας, καθώς ο μεγάλος ανταγωνισμός δεν τους επιτρέπει μεγάλα περιθώρια κέρδους στα επιτόκια.

Φεύγοντας από αυτό το επίπεδο κι εμβαθύνοντας περισσότερο, οι τράπεζες παύουν να μοιάζουν τόσο πολύ μεταξύ τους. Ναι μεν το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα γίνεται πιο σημαντικό για όλες την περίοδο 1993 – 2003, ωστόσο στις μεγαλύτερες τράπεζες ο ρυθμός αύξησής του είναι πολύ μεγαλύτερος σε σχέση με τις μικρότερες. Όσον αφορά δε τη χρηματοδότηση από τις καταθέσεις παρουσιάζει αντιφατική εικόνα αφού για ορισμένες τράπεζες έχει μετατραπεί σε κύρια πηγή χρηματοδότησης ενώ για άλλες όχι, χωρίς όμως αυτή να πηγάζει από διαφορές στο μέγεθος.

Στις αλλαγές που πραγματοποιούνται στον τραπεζικό κλάδο αναμφίβολα συντελούν η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού κλάδου και η πρόοδος της τεχνολογίας, που επιτρέπουν την εξάπλωση των εταιριών σε μεγαλύτερο γεωγραφικό και προϊόντικό εύρος, την αύξηση του ανταγωνισμού, άρα την αύξηση της αποτελεσματικότητας. Μεταξύ των αλλαγών που έγιναν αξίζει να αναφερθούν το

άνοιγμα του τραπεζικού κλάδου σε επιχειρήσεις που δεν ήταν αμιγώς τραπεζικές ώστε να αυξηθεί ο ανταγωνισμός, η κατάργηση των γεωγραφικών ορίων δραστηριοποίησης με δημιουργία νέων καταστημάτων ή εξαγορών ώστε να μπορέσουν οι τραπεζικοί οργανισμοί να αναπτυχθούν περισσότερο και να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας και τις τεχνολογίες που πριν δεν μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν λόγω μεγέθους, σε περιπτώσεις που ήταν ακριβές για τον κύκλο εργασιών τους, η άδεια για προσφορά καινοτόμων υπηρεσιών και η θέσπιση ανώτατου ορίου στα επιτόκια για να αποφευχθεί ο αθέμιτος ανταγωνισμός.

Πιο συγκεκριμένα, οι αλλαγές που λαμβάνουν χώρα περιλαμβάνουν την αύξηση των απαιτούμενων κεφαλαίων για την ασφάλεια των καταθέσεων, την εμφάνιση νέων προϊόντων, την θέσπιση ανώτατων επιτοκίων στις καταθέσεις, την εξάπλωση σε νέες αγορές είτε με το άνοιγμα νέων καταστημάτων είτε μέσω εξαγορών, τη δραστηριοποίηση στην αγορά τίτλων και τις υπηρεσίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων που προσφέρουν μη – επιτοκιακά έσοδα ενώ γίνεται πιο εύκολη η προσφορά πλήρων υπηρεσιών στους εταιρικούς πελάτες.

Όσον αφορά την πρόοδο της τεχνολογίας, και αυτή επηρεάζει τη λειτουργία του τραπεζικού κλάδου εις βάθος. Βελτιώνονται τα υπάρχοντα συστήματα επεξεργασίας δεδομένων και αναπτύσσονται νέα για να εξυπηρετούν τις καινούριες υπηρεσίες που θα προσφέρουν οι τράπεζες μετά την απελευθέρωση του κλάδου, προκειμένου να εξυπηρετούνται καλύτερα, ταχύτερα και με μικρότερο κόστος οι πελάτες.

Για να μπορέσει να αξιολογηθεί καλύτερα η σημασία που έχει η επιλογή στρατηγικής στην πορεία μιας τράπεζας, οι εναλλακτικές στρατηγικές χωρίζονται σε οχτώ ομάδες (Robert DeYoung και Tara Rice, 2004). Αυτές είναι η παραδοσιακή τραπεζική, η μοντέρνα τραπεζική, η εξυπηρέτηση μεγάλων καταθετών (private banking), η τραπεζική για τον γεωργικό κλάδο, η εξυπηρέτηση εταιρικών πελατών, η τραπεζική που εστιάζει στην τοπική κοινωνία, οι πληρωμές και η διαφοροποιημένη τραπεζική. Ο παραπάνω διαχωρισμός γίνεται με κριτήρια το προϊόντικό μείγμα, την τοποθεσία, τις μεθόδους παραγωγής κι άλλα χαρακτηριστικά των τραπεζών, αλλά όχι το μέγεθος. Για κάθε ομάδα ορίζονται τα χαρακτηριστικά της και τα τραπεζικά ιδρύματα κατατάσσονται ανάλογα με το ποιες προϋποθέσεις πληρούν. Το αποτέλεσμα είναι παραπάνω από τις μισές τράπεζες να μην καταταχθούν σε καμία

κατηγορία, ενώ δε λείπουν και λίγες που ανήκουν σε παραπάνω από μια, αποδεικνύοντας ότι γενικά οι τράπεζες δεν ακολουθούν συγκεκριμένες τακτικές. Από τις στρατηγικές, εκείνη που επικρατεί είναι αυτή που εστιάζει στην εξυπηρέτηση μιας συγκεκριμένης περιοχής, με την παραδοσιακή τραπεζική να έρχεται δεύτερη.

Τα χαρακτηριστικά ως προς τα οποία αξιολογούνται οι στρατηγικές είναι η απόδοση (ετησιοποιημένη μέση απόδοση ως προς το μετοχικό κεφάλαιο, Return On Equity) κι ο κίνδυνος, δηλαδή η τυπική απόκλιση των τριμηνιαίων ROE κι ο δείκτης Sharpe. Αυτά συγκρίνονται και με τα αντίστοιχα μεγέθη όπως τα τελευταία προκύπτουν χρησιμοποιώντας τις εβδομαδιαίες τιμές των μετοχών των τραπεζών. Με τη συγκεκριμένη μέθοδο επιτυγχάνεται η σχετική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τη χρήση των πραγματοποιημένων αποτελεσμάτων που καταγράφονται στον ισολογισμό και των προσδοκιών των επενδυτών, που διαμορφώνουν τις τιμές των μετοχών.

Χρησιμοποιώντας τα μεγέθη των λογιστικών καταστάσεων, παρατηρείται ότι η διαφοροποιημένη στρατηγική, η εταιρική τραπεζική κι αυτή για τους μεγάλους καταθέτες, μαζί με τα ιδρύματα που αναπτύχθηκαν ή συγχωνεύθηκαν δημιουργούν ένα τόξο συνδυασμών απόδοσης- κινδύνου που επαληθεύουν την συνεχώς ελαττωθείσα ανταμοιβή για τον υψηλότερο κίνδυνο, δημιουργώντας ένα τόξο ως το αποτελεσματικό σύνορο. Επιπλέον, όπως θα περιμέναμε, η διαφοροποιημένη στρατηγική βρίσκεται στο σημείο με το χαμηλότερο κίνδυνο. Στο άλλο άκρο, της υψηλότερης απόδοσης και του υψηλότερου κινδύνου, βρίσκονται τα ιδρύματα που προέρχονται από συγχώνευση κι επέκταση.

Οι υπόλοιπες στρατηγικές βρίσκονται κάτω από το προαναφερθέν τόξο, γεγονός που προδίδει ότι οι τράπεζες που τις εφαρμόζουν δεν έχουν την ανάλογη απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, μην μπορώντας έτσι να εξασφαλίσουν ένα σίγουρα επιτυχημένο μέλλον.

Το μέγεθος αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει τα οικονομικά αποτελέσματα για τις πολύ μικρές εταιρίες. Αυτές μπορούν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις χωρίς να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο και αν αφαιρεθούν από τις ομάδες της γεωργικής και συναλλακτικής τραπεζικής, τότε μεταφέρονται επάνω στο τόξο κινδύνου- απόδοσης και στηρίζουν τη θεωρία χαμηλού κινδύνου για τις εταιρίες που στηρίζονται στη δημιουργία και διατήρηση σχέσεων με τους πελάτες. Επιπλέον, οι

μεγαλύτερες εταιρίες μπορούν να μεγαλώσουν ακόμη περισσότερο επιτυγχάνοντας μείωση του κόστους παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος.

Όσον αφορά τις εταιρίες χωρίς στρατηγική, τα οικονομικά τους αποτελέσματα είναι φτωχά ανεξαρτήτως μεγέθους όπως άλλωστε θα περίμενε κανείς λόγω της έλλειψης σχεδίου οργανωμένης δράσης. Τέλος, ούτε οι τράπεζες που ακολουθούν παραδοσιακή στρατηγική δεν αποδίδουν στο μέγιστο δυνατό, όποιο μέγεθος και αν έχουν, αφού δεν δράττονται των καινοτόμων διαδικασιών και των εισοδημάτων που αυτές προσφέρουν.

Έστω ότι μια τράπεζα αποφασίζει να αλλάξει στρατηγική για να αυξήσει την απόδοσή της. Αυτόματα αναλαμβάνει έναν επιπλέον κίνδυνο προκειμένου να επιτύχει υψηλότερα κέρδη ή στοχεύει σε χαμηλότερο κίνδυνο, άρα λιγότερα κέρδη. Η σχέση ανταλλαγής κινδύνου και απόδοσης περιγράφεται από το δείκτη Sharpe και διαφέρει μεταξύ στρατηγικών. Η στρατηγική που περιλαμβάνει την ανάπτυξη της εταιρίας παρουσιάζει το χειρότερο δείκτη, δείχνοντας ότι οι τράπεζες αυτές δεν αποζημιώνονται για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Αντίθετα, οι τράπεζες με στρατηγικές που εστιάζουν στις κοινότητες, στις εταιρίες, στις συγχωνεύσεις, στη διαφοροποίηση, στις συναλλαγές και στις καινοτόμες διαδικασίες παρουσιάζουν τον καλύτερο δείκτη, εξασφαλίζοντας την βιωσιμότητά τους χάρη στο προϊόντικό μείγμα τους, το μέγεθος, τις μεθόδους παραγωγής, τις πηγές χρηματοδότησης και το γεγονός ότι επικεντρώνονται στις ανάγκες των πελατών τους.

Αντίστοιχα, υπολογίζοντας τη σχέση απόδοσης-κινδύνου χρησιμοποιώντας μέτρα που βασίζονται στην αγοραία απόδοση των μετοχών, προκύπτουν αποτελέσματα που δεν διαφέρουν σημαντικά σε σχέση με αυτά που αναφέρθηκαν πριν. Η διαφοροποιημένη στρατηγική αποτελεί το άκρο χαμηλότερης απόδοσης και χαμηλότερου κινδύνου, ενώ η αναπτυξιακή το συνδυασμό υψηλότερης απόδοσης και υψηλότερου κινδύνου.

Συνοψίζοντας, υπάρχουν μεγάλες διαφορές στην κερδοφορία και στον κίνδυνο μεταξύ των ομάδων στρατηγικών. Μια εξαιρετικά χαμηλή κερδοφορία δεν καταδικάζει κάποια ομάδα, καθώς συνήθως η υψηλή κερδοφορία προϋποθέτει υψηλό κίνδυνο οπότε μετά από προσαρμογή σε αυτόν οι στρατηγικές είτε υψηλών είτε χαμηλών αποδόσεων μπορούν να επιβιώσουν. Το μειονέκτημα των μικρών τραπεζών είναι η αδυναμία εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας ενώ των ιδρυμάτων με

παραδοσιακή στρατηγική είναι η μη αξιοποίηση των καινοτόμων και αποτελεσματικών μεθόδων που μπορούν να φέρουν έσοδα από διαφορετικές πηγές.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω ένα από τα πιο σημαντικά θέματα των εταιριών είναι οι πηγές εσόδων. Για τα τραπεζικά ιδρύματα πηγές εσόδων αποτελούν το περιθώριο κέρδους κατά τη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές, όπως και η χρέωση προμήθειας για διάφορες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

Σύμφωνα με τις περισσότερες πρόσφατες μελέτες, όλο και μεγαλύτερο κομμάτι των εσόδων τείνει να προέρχεται από Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα, το οποίο μπορεί να προκύπτει από παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες (π.χ. ενοικίαση θυρίδων, έκδοση επιταγών) ή από μοντέρνες (π.χ. investment banking). Επιπλέον, η βελτίωση των πληροφοριακών συστημάτων και των μεθόδων εκτέλεσης των εργασιών γενικότερα (π.χ. εκτίμηση κινδύνου δανειζόμενου) έχει μειώσει τα κόστη κι έχει αυξήσει τα κέρδη.

Προκειμένου να μελετηθεί η διάρθρωση των εσόδων του τραπεζικού κλάδου, οι De Young και Rice (2004) επεξεργάστηκαν δεδομένα για τις χρονιές 1986, 1990, 1995, 2000 και 2003 για πολλές εταιρίες του κλάδου, που αφορούν τόσο τους ισολογισμούς όσο και τις καταστάσεις εσόδων. Στον ισολογισμό περιλαμβάνονται τα στοιχεία που αφορούν τις παραδοσιακές εργασίες μεσολάβησης μεταξύ δανειστών και δανειζομένων, ενώ τα στοιχεία για τις προμήθειες απεικονίζονται καλύτερα στην κατάσταση εσόδων. Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας εξάγονται με δυο τρόπους. Ο πρώτος είναι με τη χρήση σταθμισμένων αριθμοδεικτών, χρησιμοποιώντας συνολικά δεδομένα για όλο τον εμπορικό τραπεζικό κλάδο, ώστε να σχηματίσουμε μια συνολική εικόνα για τα προϊόντα, τη χρηματοδότηση, τον κίνδυνο και την κερδοφορία του κλάδου. Ο δεύτερος είναι με τη συλλογή δεδομένων που αφορούν κάθε εταιρία ξεχωριστά, τον υπολογισμό των δεικτών και την εύρεση του μέσου όρου αυτών, ώστε να εξαχθούν αποτελέσματα για μια τυπική τράπεζα.

Το πρώτο σημείο ανάλυσης είναι η μεταβολή στη διάρθρωση του κλάδου. Από τα δεδομένα φαίνεται ότι κατά την υπό εξέταση περίοδο ο αριθμός των τραπεζών μειώθηκε ενώ τα μέσα μεγέθη ενεργητικού, λειτουργικών εσόδων, λογιστικής αξίας, υπαλλήλων και καταστημάτων αυξήθηκαν.

Σχετικά με την προέλευση των εσόδων, ολοένα και μεγαλύτερη θέση κερδίζει το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης του τραπεζικού κλάδου, των νέων πληροφοριακών συστημάτων και των χρηματοοικονομικών καινοτομιών.

Από τα στοιχεία για τα έξοδα, προκύπτει αύξηση της αποτελεσματικότητας τα τελευταία είκοσι χρόνια, χάρη στον ανταγωνισμό, τη χρήση νέων μεθόδων παραγωγής και προώθησης παραδοσιακών προϊόντων. Σχετικά με το κόστος εργασίας, παρά τη μείωση των υπαλλήλων, το κόστος αυξήθηκε προκειμένου να απασχολούνται άτομα με περισσότερα προσόντα. Εξαίρεση σε αυτό αποτελούν τα μεγάλα ιδρύματα λόγω της εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας. Αντίθετα, οι μικρές τράπεζες πρέπει να χρησιμοποιούν περισσότερους υπαλλήλους και καταστήματα για να διατηρούν τις προσωπικές σχέσεις οι οποίες αποτελούν το ισχυρό τους σημείο.

Κοινό στοιχείο για όλες τις εταιρίες του κλάδου αποτελεί η αύξηση στα καθαρά έσοδα, όπως αντικατοπτρίζουν και οι δείκτες Return On Assets (ROA) και Return On Equity (ROE) . Οι παράγοντες που βοήθησαν σε αυτό είναι και πάλι η αύξηση της αποτελεσματικότητας στο κόστος και στα έσοδα χάρη στην εξέλιξη της πληροφορικής και των μεθόδων, οι πιέσεις από τον ανταγωνισμό μετά την απελευθέρωση και η βελτίωση του τραπεζικού περιβάλλοντος από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 γενικότερα. Συγκεκριμένα, προκύπτει πως τα ROA και ROE είναι πιο αποτελεσματικά για τον κλάδο συνολικά απ' ότι για τη μέση τράπεζα. Πιθανές εξηγήσεις είναι ότι αφ' ενός οι μεγάλες τράπεζες έχουν περισσότερα έσοδα από προμήθειες που δε φαίνονται στον ισολογισμό (καλύτερο ROA) και αφ' ετέρου γιατί η καλύτερη διαφοροποίηση των εργασιών που μπορούν να παρέχουν μπορεί να μειώνει τον κίνδυνό τους και άρα τα αναγκαία κεφάλαιά τους (καλύτερο ROE). Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι τα παραπάνω μέτρα απόδοσης δεν περιέχουν καμία στάθμιση του κινδύνου.

Εστιάζοντας παραπάνω στα μη – επιτοκιακά έσοδα, το γεγονός ότι τα συναντάμε σε μεγαλύτερο βαθμό στις μεγάλες εταιρίες οφείλεται στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, καθώς οι μοντέρνες στρατηγικές γίνονται ολοένα και πιο αποτελεσματικές σε μεγάλους όγκους εργασιών, δηλαδή σε μεγάλες τράπεζες και σε μεγάλους πελάτες.

Διαφοροποίηση σε σχέση με το μέγεθος της τράπεζας παρατηρείται και στη σύνθεση των συγκεκριμένων εσόδων. Οι μεγάλες τράπεζες εισπράττουν προμήθειες κυρίως από τιτλοποιήσεις, στεγαστικά, πιστωτικές κάρτες λόγω της αυτοματοποίησης των διαδικασιών κι επειδή έχουν τη δυνατότητα να διαθέτουν καλά καταρτισμένο ανθρώπινο δυναμικό και πλήρεις βάσεις δεδομένων, ώστε να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες (ακόμη και εξατομικευμένες). Αντίθετα, οι μικρές τράπεζες βασίζονται στις προμήθειες από τις υπηρεσίες καταθέσεων προς τους ιδιώτες και τις μικρές επιχειρήσεις.

Αναφέρθηκε προηγουμένως πως τα μη – επιτοκιακά τείνουν να ξεπεράσουν τα έσοδα από τόκους. Αυτό είναι κάτι που ως ένα βαθμό επιδιώκουν και οι ίδιες οι τράπεζες, που λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού από τα μη τραπεζικά ιδρύματα και από τις τράπεζες του εξωτερικού, προσπαθούν να αυξήσουν τα έσοδα από προμήθειες για να αντισταθμίσουν την πτώση των εσόδων από τόκους. Παράλληλα, με αυτόν τον τρόπο απομακρύνουν την τράπεζα από υπηρεσίες με υψηλό πιστωτικό κι επιτοκιακό κίνδυνο και, ταυτόχρονα, επιτυγχάνουν καλύτερη διαφοροποίηση.

Από την άλλη πλευρά, μπορεί να υποστηριχθεί ότι με την αύξηση αυτών των εσόδων, αυξάνονται και οι διακυμάνσεις των κερδών των τραπεζών. Το πλεονέκτημα που πρόσφερε η ανάπτυξη σχέσεων με τους πελάτες στην εκτίμηση της αξιοπιστίας τους και των αναμενόμενων εσόδων από αυτούς χάνεται. Επιπλέον, δεν υπάρχουν στον ίδιο βαθμό οι δεσμοί που κρατάνε τους πελάτες και διασφαλίζουν κάποια έσοδα, όπως επίσης ενδέχεται η παραγωγή μη-επιτοκιακών εσόδων να απαιτεί μεγαλύτερη μόχλευση ή τη διακράτηση λιγότερων ρευστών διαθεσίμων, αυξάνοντας και πάλι τη διακύμανση των εσόδων, συγκριτικά με τις πιο παραδοσιακές υπηρεσίες, οπότε το ύψος των εσόδων να παρουσιάζει περισσότερες μεταβολές.

Ωστόσο, η αύξηση του μεριδίου των μη-επιτοκιακών εσόδων δε συνεπάγεται ότι οι παλιές δραστηριότητες περνούν σε δεύτερη μοίρα. Αντίθετα, συνυπάρχουν και δεν αντικαθιστούν τις παραδοσιακές.

Βασική πηγή Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος είναι ο τομέας των πληρωμών, στον οποίο πάντα οι τράπεζες θα έχουν κύρια θέση, δεδομένου ότι κατεξοχήν σ' αυτές τηρούνται οι καταθετικοί λογαριασμοί, μεταξύ των οποίων γίνονται οι μεταφορές, και μπορούν να μεταφέρουν κεφάλαια. Έμμεσα βέβαια, προκύπτουν κι

επιπλέον έσοδα από σταυροειδείς πωλήσεις προϊόντων (cross-selling), χρεώνοντας προμήθειες γι' αυτά, και γίνονται προσπάθειες ανάπτυξης σχέσεων με τους πελάτες.

Στην προσπάθεια προσέγγισης της σημασίας των πληρωμών στα έσοδα, γίνεται ο διαχωρισμός σε τέσσερις κατηγορίες. Η πρώτη, που αποτελεί και το μεγαλύτερο μερίδιο, αφορά αυτά που προκύπτουν από τους καταθετικούς λογαριασμούς, καθώς η τράπεζα κερδίζει από τη διαφορά του επιτοκίου που πληρώνει και του κέρδους από την επένδυση των κεφαλαίων. Η δεύτερη αφορά υπηρεσίες παροχής πίστης κι επενδύσεων. Τα έσοδα από αυτήν μπορεί να είναι είτε σταθερά (π.χ. προμήθειες για διαχείριση), είτε να αποτελούν ποσοστό επί των συναλλαγών σε επενδύσεις που δεν απαιτούν διαχείριση. Η τρίτη σχετίζεται με τις πιστωτικές κάρτες, παρόλο που δεν προκύπτουν όλα τα έσοδα από πληρωμές και η τέταρτη με τα Αυτόματα Κέντρα Συναλλαγών. Όσον αφορά τα τελευταία, η σημασία τους υποτιμάται καθώς τα έσοδα από αυτά δεν εμφανίζονται πάντα στις λογιστικές καταστάσεις.

Το πρώτο αποτέλεσμα που προέκυψε σχετικά με τις πληρωμές είναι ότι συνεισφέρουν περίπου στο ένα πέμπτο των λειτουργικών εσόδων, σχεδόν διπλάσιο από το ποσοστό που η μέση τράπεζα εισπράττει από προμήθειες για υπηρεσίες άσχετες με πληρωμές. Επιπλέον, σχεδόν όλα τα έσοδα της μέσης τράπεζας που σχετίζονται με πληρωμές πηγάζουν από παραδοσιακές υπηρεσίες, ενώ οι μεγάλες τράπεζες εισπράττουν από τις υπηρεσίες πίστης περίπου το ένα τρίτο των εσόδων από πληρωμές.

Συνεπώς το εισόδημα που εισπράττουν οι τράπεζες και δεν αφορά τόκους ολοένα κι αυξάνεται, προκύπτοντας σε κάποιες περιπτώσεις από παραδοσιακές δραστηριότητες και σε άλλες από πιο μοντέρνες, χωρίς ωστόσο να μπορεί να εξαχθεί συμπέρασμα για το κατά πόσο η στροφή σε μη-επιτοκιακά έσοδα μειώνει ή όχι τον κίνδυνο των τραπεζών.

Δεδομένου ότι τα τελευταία χρόνια πολλές είναι οι τράπεζες που στρέφονται στο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα για να αυξήσουν τα κέρδη τους, έχει ενδιαφέρον να εξετάσει κανείς κατά πόσο οι προσδοκίες αυτές επαληθεύονται και ποιοι παράγοντες επηρεάζουν το παραπάνω αποτέλεσμα, στις Η.Π.Α. .

Παραδοσιακά οι τράπεζες υπάρχουν για να μεσολαβούν στη μεταφορά της ρευστότητας από τις πλεονασματικές μονάδες (καταθέτες) στις ελλειμματικές (δανειολήπτες). Η ύπαρξή των τραπεζών βασίζεται καταρχήν στο συγκριτικό πλεονέκτημά τους στη συλλογή πληροφοριών για την αξιοπιστία των δανειζομένων και στον έλεγχο των δανειοληπτών. Επιπλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να προσφέρουν περισσότερα κεφάλαια συγκεντρώνοντάς τα από πολλούς καταθέτες. Τέλος μειώνουν τον ιδιοσυγκρατικό κίνδυνο διατηρώντας χαρτοφυλάκια πολλαπλών δανείων.

Τον τελευταίο καιρό ωστόσο οι τράπεζες εισπράττουν ολοένα και περισσότερο εισόδημα από μη-διαμεσολαβητικές και / ή μη-επιτοκιακές δραστηριότητες, με τις μεγάλες ή εξειδικευμένες τράπεζες να το εφαρμόζουν σε μεγαλύτερο βαθμό.

Από την έρευνα που έγινε και πάλι από τους De Young και Rice (2004) σχετικά με τα παραπάνω προκύπτει ότι οι καλά διοικούμενες τράπεζες στηρίζονται σχετικά λιγότερο στο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα ενώ οι τράπεζες που στηρίζονται στην ανάπτυξη σχέσεων με τους πελάτες και στην ποιότητα των υπηρεσιών τείνουν να δημιουργούν περισσότερο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα. Η ανάπτυξη νέων τεχνολογιών όπως η συναλλαγές χωρίς μετρητά και τα αμοιβαία κεφάλαια συνδέονται με υψηλότερα επίπεδα Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος και παράλληλα η αύξηση του τελευταίου τείνει να συνδέεται με υψηλότερη κερδοφορία, μεγαλύτερη διακύμανση στα κέρδη και χειρότερη σχέση ανταλλαγής απόδοσης-κινδύνου στη μέση εμπορική τράπεζα.

Στην περίοδο 1984-2001 το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα σαν ποσοστό του ενεργητικού και του λειτουργικού εισοδήματος αυξήθηκε στις μεγάλες τράπεζες, αποδεικνύοντας ότι σήμερα το εισόδημα αυτό καταλαμβάνει μεγαλύτερο μερίδιο στις εμπορικές τράπεζες. Επιπλέον, στις μικρές τράπεζες τα ποσοστά του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος είναι χαμηλότερα και μεγαλώνουν με μικρότερο ρυθμό ενώ το μεγαλύτερο μερίδιο αυτού του εισοδήματος δημιουργείται από μικρό αριθμό τραπεζών.

Παρόλαυτα η εικόνα της αύξησης του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος υποδεικνύει ότι οι διαμεσολαβητικές δραστηριότητες καταλαμβάνουν ολοένα μικρότερο κομμάτι στις επιχειρησιακές στρατηγικές. Αυτό θεωρητικά συνεπάγεται

συνεχώς ασθενέστερη σχέση μεταξύ της κερδοφορίας των τραπεζών και του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου. Όσον αφορά τα δεδομένα της έρευνας, αυτό που προκύπτει είναι ότι το αυξημένο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα περισσότερο συνυπάρχει παρά αντικαθιστά τις διαμεσολαβητικές δραστηριότητες στην τυπική εμπορική τράπεζα.

Ένα επιπλέον συμπέρασμα από την έρευνα είναι η αλλαγή στη σύνθεση του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος στην υπό εξέταση περίοδο μόνο στις μεγάλες τράπεζες. Οι χρεώσεις για τις υπηρεσίες των λογαριασμών καταθέσεων παρέμειναν σχετικά σταθερές, οι προμήθειες από πιστωτικές δραστηριότητες έπεσαν σχεδόν στο μισό, ενδεχομένως λόγω της παροχής τέτοιων υπηρεσιών από εξειδικευμένες εταιρίες, και τα λοιπά είδη Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος αυξήθηκαν μετά την απελευθέρωση .

Σημαντική είναι η αναφορά των παραγόντων που άλλαξαν την τραπεζική τις τελευταίες δυο δεκαετίες. Πρώτος παράγοντας είναι η απελευθέρωση του τραπεζικού κλάδου και δεύτερος η γρήγορη τεχνολογική ανάπτυξη στη ροή των πληροφοριών, στην υποδομή των επικοινωνιών και στις χρηματοοικονομικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα, η απελευθέρωση κατήργησε ορισμένους περιορισμούς στην εξέλιξη του τραπεζικού κλάδου, αύξησε την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, βοήθησε την επιβίωση ορισμένων εμπορικών τραπεζών και συνέβαλε στη γρηγορότερη υιοθέτηση των τεχνολογιών.

Γενικά, ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών αυξήθηκε λόγω της απελευθέρωσης, καινοτόμων προϊόντων (π.χ. αμοιβαία κεφάλαια) και της εξέλιξης στις επικοινωνιακές τεχνολογίες στους τομείς των παραδοσιακών καταθετικών τραπεζικών λογαριασμών και των wholesale αγορών. Ως αποτέλεσμα, τα τραπεζικά ιδρύματα έπρεπε να γίνουν πιο αποτελεσματικά ως προς τα κόστη και τα έσοδά τους, μέσω της προσφοράς μιας διευρυμένης ποικιλίας νέων ή και παραδοσιακών προϊόντων βασιζόμενων σε προμήθειες, μέσω της αυξημένης πώλησης των ήδη υπαρχόντων παρόμοιων προϊόντων, της αποτελεσματικότερης τιμολόγησης των προϊόντων αυτών και της βελτίωσής τους ώστε να μπορεί να αυξηθεί η τιμή τους.

Επιπροσθέτως, από τα δεδομένα προκύπτουν δυο ξεχωριστές τραπεζικές στρατηγικές στις οποίες το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα παίζει διαφορετικούς ρόλους. Η μια εφαρμόζεται από τις μεγάλες τράπεζες που επωφελούνται των οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή, προώθηση, τιτλοποίηση και εξυπηρέτηση των

καταναλωτικών δανείων, όπου υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός, μικρό περιθώριο κέρδους και κατά συνέπεια είναι σημαντική η παραγωγή Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος για τη δημιουργία κέρδους. Στην άλλη πλευρά βρίσκονται μικρές τράπεζες που αναπτύσσουν σχέσεις με τους πελάτες προσθέτοντας αξία στις προσφερόμενες υπηρεσίες τους με αποτέλεσμα να διαφοροποιούν τα προϊόντα τους και να έχουν δυνατότητα για χρέωση υψηλότερης τιμής ώστε να καλύψουν τα υψηλότερα κόστη τους. Γι' αυτές τις τράπεζες το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα έχει μικρότερη σημασία.

Ο τρόπος με τον οποίο συμβάλλει το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα στις επιδόσεις μιας τράπεζας δεν είναι εύκολα ορατός. Ναι μεν με τα υπόλοιπα σταθερά μια αύξηση του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος συμβάλλει στην αύξηση των κερδών, αλλά ποτέ όλοι οι άλλοι παράγοντες δεν μένουν σταθεροί. Έτσι, παρατηρείται αύξηση στην διακύμανση των κερδών γιατί το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα δε βασίζεται στην ανάπτυξη σχέσεων, που δημιουργεί πιστούς πελάτες. Επιπλέον, λόγω του ότι η παραγωγή Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος βασίζεται πρωτίστως στο συντελεστή εργασία, ο οποίος δεν μπορεί να μεταβάλλεται εύκολα, αυξάνει την απαιτούμενη για την εταιρία μόχλευση και κατά συνέπεια τον κίνδυνο από μεταβολές στο εισόδημα. Τέλος, στο ίδιο αποτέλεσμα οδηγεί και η μειωμένη ανάγκη για ρευστά διαθέσιμα στις τράπεζες συγκριτικά με τους υπόλοιπους τομείς δραστηριότητας.

Αυτό που προκύπτει από τα δεδομένα της συγκεκριμένης έρευνας είναι η αλληλλοσυσχέτιση Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος και οικονομικής επίδοσης. Με όλα τα υπόλοιπα σταθερά, οι τράπεζες με μεγάλα ποσά Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος φαίνεται να παρουσιάζουν μείωση στην προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση και παράλληλα εκείνες με καλή διοίκηση να επιτυγχάνουν υψηλότερα αποτελέσματα.

Καταρχήν όσον αφορά τα χαρακτηριστικά των τραπεζών, τις συνθήκες της αγοράς και τις τεχνολογικές αλλαγές που συνδέονται περισσότερο με το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα, από την έρευνα προκύπτει πως οι καλά διοικούμενες τράπεζες δημιουργούν λιγότερο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα ανά μονάδα ενεργητικού. Αυτό αν και αντιτίθεται στη θεωρία, δείχνει πως οι συγκεκριμένες εταιρίες αποφεύγουν τις δραστηριότητες με μικρή σχέση ανταλλαγής απόδοσης-κινδύνου.

Η θετική σχέση ανάμεσα στο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα και την παραδοσιακή τραπεζική προδίδει ότι οι πελάτες των παραδοσιακών υπηρεσιών αποτελούν πηγή για

το νέου τύπου εισόδημα, κι εκείνη ανάμεσα στο πρώτο και τις προσωποποιημένες υπηρεσίες δείχνει ότι όσο υψηλότερος ο αριθμός ανθρωπίνου δυναμικού που απασχολεί η τράπεζα, τόσο μεγαλύτερο και το εισόδημα αυτό. Αντίθετα οι τράπεζες με υψηλό δείκτη δανείων, όπως είναι αναμενόμενο, παρουσιάζουν μικρό Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα.

Άλλοι παράγοντες που οδηγούν σε θετική αύξηση του υπό εξέταση εισοδήματος αποτελούν το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού οργανισμού, το πόσο δυνατή είναι η οικονομία μέσα στην οποία δραστηριοποιείται, το μερίδιο αγοράς, η ενσωμάτωση των νέων τεχνολογιών, ο αριθμός συναλλαγών χωρίς μετρητά, η παροχή υπηρεσιών σχετικών με Αμοιβαία Κεφάλαια. Αντίθετα, αρνητική είναι η σχέση με τον αριθμό τίτλων που βασίζονται σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια.

Στον παρόμοιο δείκτη ο οποίος μετρά το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα από λογαριασμούς καταθέσεων ως προς το ενεργητικό της τράπεζας παρατηρείται αρνητική σχέση με τις μη παραδοσιακές τραπεζικές υπηρεσίες και το ποσοστό εμπορικών και βιομηχανικών δανείων. Επίσης προκύπτει πως ο αριθμός εργαζομένων δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα και πως η αύξηση του αριθμού των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ATM) οδηγεί σε μείωση του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος, μάλλον σε μια προσπάθεια των τραπεζών να δελεάσουν τους πελάτες να τα χρησιμοποιούν.

Προσπαθώντας στη συνέχεια να βρεθεί η σχέση που συνδέει το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα με την οικονομική επίδοση μιας τράπεζας, προκύπτει ότι μια οριακή αύξηση του εισοδήματος αυτού συνδέεται με υψηλότερο δείκτη Return On Equity, με εξαίρεση την περίπτωση που το πρώτο πηγάζει από προμήθειες σε λογαριασμούς καταθέσεων. Κοινό σημείο όμως όλων των περιπτώσεων είναι η θετική σχέση Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος και διακύμανσης του δείκτη ROE και της αρνητικής σχέσης με τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο ROE, αφού το επιπλέον κέρδος των επενδυτών δεν αρκεί για να αντισταθμιστεί ο επιπλέον κίνδυνος.

Πάντως ανάμεσα στις διάφορες πηγές Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος, αυτό που προκύπτει από τις προμήθειες των καταθετικών λογαριασμών παρουσιάζει τη μικρότερη μεταβολή στα κέρδη αλλά μειώνει το επίπεδο κέρδους (ROE), ενώ ανάμεσα στις υπό εξέταση υποπεριόδους, αρχικά το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα

βελτιώνει τη σχέση ανταλλαγής απόδοσης - κινδύνου ενώ τα τελευταία χρόνια τη χειροτερεύει.

Επιγραμματικά, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν πως οι μεγάλες τράπεζες επεκτείνονται πιο διστακτικά στην κατεύθυνση του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος και πως οι οριακές αξήσεις του συνδέονται, κατά μέσο όρο, με συνεχώς μικρότερες ανταλλαγές κινδύνου – απόδοσης. Ως αποτέλεσμα το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα μάλλον συνυπάρχει παρά αντικαθιστά το εισόδημα από τους τόκους των διαμεσολαβητικών δραστηριοτήτων, οι οποίες παραμένουν ο κύριος τομέας παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

2.4 Δεσμευμένο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Conditional CAPM)

Ένα σημαντικό μέρος της ερευνητικής προσπάθειας στον χρηματοοικονομικό τομέα αφορά την καλύτερη κατανόηση του πώς οι επενδυτές αποτιμούν τις ταμειακές ροές που περιέχουν κίνδυνο. Είναι γενικότερα αποδεκτό ότι οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση για επενδύσεις που περιέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, δεν έχει όμως ακόμα διευκρινιστεί πλήρως ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές αποτιμούν τον κίνδυνο και το πώς αποφασίζουν το μέγεθος της απόδοσης κινδύνου που θα απαιτήσουν. Για αυτό τον σκοπό έχουν αναπτυχτεί διάφορα μοντέλα που προσπαθούν δώσουν απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα. Το σημαντικότερο και το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο είναι αυτό των Sharpe-Lintner-Black Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).

Σύμφωνα με το CAPM ο κίνδυνος ενός επενδυτικού σχεδίου μετράται με το βήτα των ταμειακών ροών αναφορικά με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς που περιέχει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της αγοράς. Επίσης το CAPM υποθέτει πως η σχέση μεταξύ του βήτα και της απόδοσης είναι γραμμική. Παραστατικά το στατικό μοντέλο του CAPM εκφράζεται ως

$$E(r_i) = \beta_i E(r_{mt}) \quad i=1, \dots, n \quad (1)$$

όπου r_i η απόδοση κάθε περιουσιακού στοιχείου i , και

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_{it}, r_{mt})}{\text{Var}(r_{mt})}, \text{ όπου } r_{mt} \text{ η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και } E(\cdot),$$

$\text{Cov}(\cdot)$ και $\text{Var}(\cdot)$ συμβολίζουν την μέση τιμή, την συνδιακύμανση και την διακύμανση αντίστοιχα.

Βασική υπόθεση του μοντέλου είναι ότι τα βήτα παραμένουν σταθερά στη διάρκεια του χρόνου και πως οι αποδόσεις ενός σταθμισμένου χαρτοφυλακίου όλων των μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την απόδοση του συναθροιστικού πλούτου. Ωστόσο έρευνες απέδειξαν ότι το μοντέλο αυτό δεν μπορεί να εξηγήσει ικανοποιητικά την επίδραση που έχουν οι μέσες αποδόσεις διαχρονικά και αυτό κυρίως γιατί έχει αναπτυχθεί εξετάζοντας την συμπεριφορά των επενδυτών σε μια υποθετική οικονομία στην οποία υπάρχει μόνο μια χρονική περίοδος. Στην πραγματική οικονομία όμως τα πράγματα είναι διαφορετικά. Δηλαδή οι επενδυτές μπορούν να αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες σε κάθε περίοδο σύμφωνα με τις νέες διαθέσιμες πληροφορίες και αυτό οδηγεί σε δεσμευμένες προσδοκίες, οι οποίες είναι στοχαστικές και όχι σταθερές.

Η σημαντικότερη από αυτές τις έρευνες είναι αυτή των Fama and French (1992), οι οποίοι παρουσίασαν στοιχεία προτείνοντας ότι η ανικανότητα του CAPM να ερμηνεύσει την διατομή των μέσων αποδόσεων (cross section) μπορεί να είναι οικονομικά σημαντική. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας αποδόσεις σε ένα μεγάλο δείγμα δεδομένων εξέτασαν την στατική μορφή του CAPM και βρήκαν ότι η σχέση μεταξύ του βήτα της αγοράς και της μέσης απόδοσης είναι σταθερή.

Ακολουθώντας το μοντέλο των Li, Brooks και Miffre (2007) ξεκινάμε από το μοντέλο του στατικού CAPM στην ex-post μορφή του :

$$r_{pt} = \alpha + \beta (R_{Mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt} \quad (2)$$

όπου r_{pt} είναι η επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου και R_{Mt} είναι η σταθμισμένη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς που περιέχει όλα τα περιουσιακά στοιχεία, R_{ft} είναι το Treasury bill τριών μηνών και $\varepsilon_{pt} \sim N(0, \sigma^2)$ είναι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης. Αν το στατικό CAPM ισχύει, ο σταθερός όρος (α) θα ισούται με το μηδέν.

Στη συνέχεια, εκφράζοντας το CAPM ως μια GARCH(1,1) διαδικασία (Bollerslev, 1986) για την δεσμευμένη διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου παίρνουμε την παρακάτω μορφή :

$$r_{pt} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt} \quad (3)$$

$$\sigma_{pt}^2 = \omega + \gamma\varepsilon_{pt-1}^2 + \theta\sigma_{pt-1}^2$$

όπου $\varepsilon_{pt} \sim N(0, \sigma_{pt}^2)$, σ_{pt}^2 είναι η δεσμευμένη διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου, γ , θ και ω είναι οι παράμετροι που πρέπει να εκτιμηθούν. Για να εξασφαλίσουμε ότι το σ_{pt}^2 είναι μη-αρνητικό, μη εκφυλισμένο και ότι η GARCH (1,1) διαδικασία είναι στάσιμη ως προς την συνδιακύμανση (covariance stationary), θα πρέπει να ισχύουν οι παρακάτω συνθήκες :

$$\omega > 0$$

$$0 < \gamma < 1$$

$$0 \leq \theta < 1 \text{ και}$$

$$\gamma + \theta < 1$$

Το CAPM ορισμένο ως ένα GARCH για την δεσμευμένη διακύμανση επιτρέπει να μεταβάλλονται στο πέρασμα του χρόνου οι αναμενόμενες υπερβάλλουσες αποδόσεις, οι δεσμευμένες διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων. Συνεπάγεται ότι η δεσμευμένη διακύμανση δεν εξαρτάται μόνο από τις προηγούμενες διαταραχές, αλλά και από τις πραγματοποιούμενες τιμές της δεσμευμένης διακύμανσης.

Σύμφωνα με τους Nelson (1991), Glosten, Jagannathan και Runkle (1993) και Rabemananjara και Zakoian (1993), τόσο τα άσχημα όσο και τα καλά νέα μπορεί να έχουν μια ασύμμετρη επίδραση στην δεσμευμένη διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, έχει αποδειχθεί ότι η μεταβλητότητα είναι μεγαλύτερη για τις αρνητικές αποδόσεις σε σύγκριση με τις θετικές αποδόσεις του ίδιου μεγέθους. Αυτό έχει αναφερθεί ότι προκύπτει είτε από την μόχλευση, είτε από τις επιδράσεις της αναδραστικής μεταβλητότητας (volatility feedback). Στο παρακάτω μοντέλο αντικατοπτρίζεται αυτή η ασύμμετρη επίδραση και εξετάζεται εάν όλες οι μετοχές

αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο στα καλά και στα κακά νέα. Συνεπώς, παίρνουμε το μοντέλο

$$R_{it} = \alpha + \beta (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

$$\sigma_{\varepsilon_{it}}^2 = \omega + \gamma \varepsilon_{it-1}^2 + \eta I_{t-1} \varepsilon_{it-1}^2 + \theta \sigma_{\varepsilon_{it-1}}^2 \quad (4)$$

όπου το η μετράει κάθε ασύμμετρη αντίδραση της μεταβλητότητας στα καλά και στα κακά νέα, $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$, $I_{t-1} = 1$ αν $\varepsilon_{it-1} < 0$ (άσχημα νέα) και I_{t-1} σε κάθε άλλη περίπτωση. Πλέον οι συνθήκες για μη αρνητική και μη εκφυλισμένη $\sigma_{\varepsilon_{it}}^2$ και για covariance stationarity είναι $\omega > 0$, $0 < \gamma < 1$, $0 \leq \theta < 1$, $\gamma + \eta \geq 0$ και $\gamma + \eta / 2 + \theta < 1$.

Επίσης, ξεκινώντας με την υπόθεση ότι το Στατικό CAPM ισχύει υπό όρους, δηλαδή ότι τα βήτα και το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (market risk premium) μεταβάλλονται διαχρονικά, και συμπεριλαμβάνοντας τον παράγοντα ανθρώπινο κεφάλαιο, οι Jaganathan και Wang (1996) επιτυγχάνουν να εξηγήσουν τη διαχρονική επίδραση των αποδόσεων. Αποδεικνύουν ότι όταν το CAPM ισχύει για κάθε περίοδο ξεχωριστά, οπότε τα βήτα και οι μέσες αποδόσεις μεταβάλλονται, το μοντέλο αποδίδει καλύτερα. Επιπροσθέτως, όταν χρησιμοποιείται το ανθρώπινο κεφάλαιο ως μια επιπλέον μεταβλητή για τον συνολικό πλούτο τα κατάλοιπα που απομένουν δεν είναι σημαντικά, όπως δεν είναι σημαντική και η επεξηγηματική επίδραση του παράγοντα μέγεθος της εταιρίας.

Αναλυτικότερα, χρησιμοποιούν ένα μοντέλο στο οποίο για να απεικονίζεται καλύτερα το χαρτοφυλάκιο της αγοράς εισάγουν δύο βήτα. Επιπλέον όταν ισχύει το δεσμευμένο Υπόδειγμα Αποτίμησης οι αδέσμευτες μέσες αποδόσεις θα συνδέονται με γραμική σχέση με τα αδέσμευτα βήτα και θα αποτελούν μέτρο της διαχρονικής αστάθειας του βήτα. Ταυτόχρονα καταλήγουν στο συμπέρασμα πως όταν αυτό ισχύει χρειαζόμαστε κάτι περισσότερο από το αδέσμευτο βήτα που προκύπτει από το σταθμισμένο μετοχικό δείκτη για να εξηγήσουμε τη διαχρονική επιρροή των αδέσμευτων μέσων αποδόσεων.

Ωστόσο και αυτή η θεωρία έχει κάποια λεπτά σημεία. Πρώτο από αυτά είναι η ο τρόπος με τον οποίο εισάγεται η έννοια του χρόνου. Από τη μία πλευρά, τα μεγέθη έχουν αφαιρεθεί ελεύθερα να μεταβάλλονται στο πέρασμά του, από την άλλη όμως

απουσιάζει η έννοια της αντιστάθμισης του αναληφθέντος κινδύνου που ενυπάρχει στον πραγματικό δυναμικό κόσμο. Επιπλέον υπόθεση του υποδείγματος αποτελεί η γραμμική σχέση που συνδέει το ασφάλιστρο κινδύνου με τη διαφορά επιτοκίου στα ομόλογα υψηλού και χαμηλού ρίσκου στο unconditional πολυμεταβλητό μοντέλο που συνεπάγεται από το Conditional CAPM.

Δεύτερο μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι διάφορα γεγονότα μπορούν να συμβούν με ετήσια ή μηνιαία συχνότητα, τα οποία είναι λογικό να επηρεάσουν την συμπεριφορά των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, και κατά συνέπεια τα αποτελέσματα της μεθόδου. Δεδομένου όμως ότι κάτι τέτοιο ξεφεύγει από τους σκοπούς των μοντέλων αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων όπως το CAPM, προτείνεται μια μακροχρόνια έρευνα που μπορούσε να μείνει ανεπηρέαστη από αυτά ή η ανάπτυξη ειδικών μοντέλων.

Παράλληλα, δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι το CAPM, όπως και οποιοδήποτε άλλο μοντέλο, αποτελεί μόνο μια προσέγγιση της πραγματικότητας, χωρίς απολύτως ακριβή τα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, η ακρίβεια των τελευταίων και άρα της έρευνας δεν αποκλείεται να διαφέρει ανάλογα με το πόσο σημαντικό οικονομικά είναι το χαρτοφυλάκιο μετοχών που χρησιμοποιείται.

3. Σκοπός Διπλωματικής

Αναφέρθηκαν παραπάνω οι τρόποι με τους οποίους θεωρητικά μπορεί η στροφή στην παροχή διαμεσολαβητικών υπηρεσιών να επηρεάζει τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν τα τραπεζικά ιδρύματα. Αυτοί περιελάμβαναν καταρχήν το γεγονός ότι οι υπηρεσίες από τις οποίες προέρχεται το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα δεν συνεισφέρουν στη διατήρηση σταθερών σχέσεων με τους πελάτες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα αυξομειώσεις στη ζήτηση των διαμεσολαβητικών υπηρεσιών και στα έσοδα, άρα αύξηση του κινδύνου.

Επιπλέον, δεδομένου ότι τα έσοδα από προμήθειες προκύπτουν από την παροχή υπηρεσιών εντάσεως εργασίας, πάλι προκύπτει αύξηση του κινδύνου. Αυτό συμβαίνει επειδή ακόμη κι αν η ζήτηση μεταβάλλεται δεν είναι εύκολο το ανθρώπινο δυναμικό να αυξομειώνεται με μεγάλη συχνότητα. Σταθερά κόστη για την τράπεζα σε συνδυασμό με μεταβλητά έσοδα οδηγούν σε μεταβλητά κέρδη.

Τρίτη αιτία αποτελεί η διαπίστωση πως τα έσοδα από προμήθειες προέρχονται κατά κύριο λόγο από μοντέρνες υπηρεσίες όπως οι πωλήσεις Αμοιβαίων κεφαλαίων και η διαχείριση μετρητών τα οποία απαιτούν μικρή ή ακόμα και μηδενική διακράτηση παγίων στοιχείων και κεφαλαίων. Αυτά συνεπάγονται αύξηση της μόχλευσης, συνεπώς αύξηση του κινδύνου.

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η εμπειρική επαλήθευση των παραπάνω με τη χρήση δεδομένων για τα τραπεζικά ιδρύματα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Ως δείκτης για το αν υποστηρίζουν τα στοιχεία τη θεωρία θα χρησιμοποιηθεί ο λόγος του Μη- Επιτοκιακού Εισοδήματος ως προς το Συνολικό Εισόδημα και ο συντελεστής του λόγου αυτού, όπως θα προκύψει από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, θα αποτελεί το βαθμό επαλήθευσης. Τα αποτελέσματα θα προκύψουν με τη μέθοδο των Panel Data και στη συνέχεια θα ελεγχθούν για την ύπαρξη Cross – Section Heteroskedasticity με τη μέθοδο White.

4. Μεθοδολογία

Για να μπορέσουμε να φτάσουμε στο στόχο μας, που είναι η εκτίμηση του κινδύνου που προσθέτει η στροφή ενός τραπεζικού ιδρύματος προς την παροχή υπηρεσιών που αποφέρουν το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα, ξεκινάμε έχοντας ως βάση το υπόδειγμα του Conditional CAPM. Σε αυτό θα συμπεριλάβουμε και τον παράγοντα που εμείς εξετάζουμε, δηλαδή του Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος, όχι όμως σε απόλυτο μέγεθος, αλλά σαν ποσοστό επί του Συνολικού Εισοδήματος. Η χρήση του όρου $\left(\frac{NH}{TI}\right)$ στην εξίσωσή μας επιτρέπει να μετρήσουμε τη συνεισφορά του

Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος, ανάλογα με το πόσο σημαντικό είναι αυτό ως πηγή εισοδήματος για την κάθε τράπεζα, δεδομένου ότι τα απόλυτα μεγέθη δε λαμβάνουν υπόψη τον κύκλο εργασιών κάθε τράπεζας και άρα το μέγεθός της, προκαλώντας στρεβλώσεις στα αποτελέσματα και οδηγώντας σε λανθασμένα συμπεράσματα. Επιπλέον, με αυτό τον τρόπο εισάγουμε στο υπόδειγμα και την υπόθεση ότι τα συνολικά έσοδα της τράπεζας αποτελούνται από το άθροισμα των εσόδων που προέρχονται από τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων που δανείζεται και δανείζει η τράπεζα και των Μη – Επιτοκιακών Εσόδων. Η πρακτική αυτή είναι σύμφωνη και με τη θεωρία του χαρτοφυλακίου.

Στη συνέχεια υποθέτουμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση μιας τράπεζας σε μια χρονική στιγμή εξαρτάται από τα αποτελέσματα που αυτή έχει πετύχει και από τον κίνδυνο που αυτή έχει αναλάβει την προηγούμενη στιγμή, άρα ο παράγοντας αυτός γίνεται $\left(\frac{NI_{i,t-1}}{TI_{i,t-1}}\right)$. Σημαντικό όμως είναι το να μη χαθεί και η καθαρή επίδραση στην υπερβάλλουσα απόδοση της τραπεζικής μετοχής κι από τον παράγοντα βήτα καθαρά, οπότε προσθέτουμε άλλον ένα όρο και η εξίσωση του Conditional CAPM που θα χρησιμοποιήσουμε μετατρέπεται σε:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = c + \beta \left(1 + \gamma \frac{NI_{i,t-1}}{TI_{i,t-1}}\right) (R_{m,t} - R_{f,t}) + u_t \quad (5)$$

όπου $R_{i,t}$ είναι η εβδομαδιαία απόδοση της μετοχής κάθε τράπεζας,

$R_{f,t}$ είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου,

$\frac{NI_{i,t-1}}{TI_{i,t-1}}$ είναι ο λόγος του Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος προς το Συνολικό

Εισόδημα για κάθε μετοχή την προηγούμενη περίοδο,

$R_{m,t}$ είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, και

$R_{f,t}$ είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Αναπτύσσοντας τη σχέση (3) προκύπτει η γραμμική σχέση

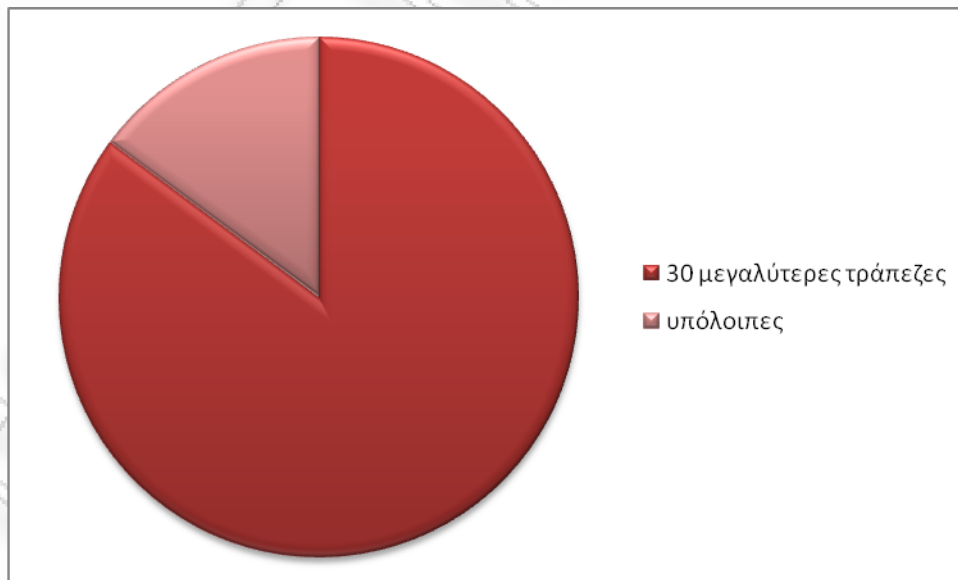
$$R_{i,t} - R_{f,t} = c + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \delta Z_t + u_t \quad (6)$$

όπου $\delta = \gamma\beta$ (7)

$$\text{και } Z_t = \left(\frac{NI_{i,t-1}}{TI_{i,t-1}} \right) (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (8).$$

Προκειμένου να εκτιμηθεί η παραπάνω σχέση, δημιουργείται καταρχήν ένας κατάλογος με όλες τις αμερικάνικες τράπεζες που περιλαμβάνονται στη Βάση Δεδομένων Datastream (1518 σε αριθμό). Γι' αυτές, αντλούνται τα δεδομένα που αφορούν το Συνολικό Ενεργητικό, το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα και το Καθαρό Επιτοκιακό Εισόδημα. Ταξινομούμε τις εταιρίες με βάση το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα κι αφαιρούμε εκείνες για τις οποίες δεν διαθέτουμε κανένα στοιχείο οπότε απομένουν χίλιες πεντακόσιες επτά. Γι' αυτές, υπολογίζουμε το μέσο όρο του Συνολικού Ενεργητικού τους, τις ταξινομούμε με φθίνουσα σειρά κι απαλείφουμε αυτές που και πάλι έχουν ελλιπή στοιχεία. Παρατηρούμε πως οι τριάντα μεγαλύτερες τράπεζες (Παράρτημα Α) έχουν στην κατοχή τους το 85% του μέσου όρου του Συνολικού Ενεργητικού (Διάγραμμα 1), οπότε επιλέγουμε τις συγκεκριμένες ως αντιπροσωπευτικό δείγμα για να προχωρήσουμε στην εμπειρική μελέτη.

Διάγραμμα 1 – Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού



Στο επόμενο στάδιο, συλλέγουμε τις ημερήσιες τιμές των υπό εξέταση μετοχών, όπως αυτές έχουν αναπροσαρμοστεί μετά τη διανομή των μερισμάτων.

Απεικονίζοντας γραφικά τις αποδόσεις των μετοχών και της αγοράς (Παράρτημα 2, Διαγράμματα 1-30), παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών ακολουθούν την απόδοση της αγοράς χωρίς σημαντικές αποκλίσεις, από το οποίο προκύπτει ότι τουλάχιστον μακροχρόνια δεν υπάρχουν μεγάλα περιθώρια για κερδοσκοπία. Θα ήταν λάθος όμως να μην αναφερθεί πως οι αποδόσεις των μετοχών παρουσιάζουν μεγαλύτερη διακύμανση και ιδιαίτερα στα πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου.

Στη συνέχεια, υπολογίζουμε το Συνολικό Ετήσιο Εισόδημα κάθε τράπεζας ως το άθροισμα του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος και του Καθαρού Επιτοκιακού Εισοδήματος, ούτως ώστε να μας βοηθήσει στον υπολογισμό του λόγου Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος προς το Συνολικό Ετήσιο Εισόδημα.

Περαιτέρω, λόγω του ότι η απόδοση του συναθροιστικού χαρτοφυλακίου της αγοράς δεν είναι παρατηρήσιμη, ορίζουμε το Σύνθετο Δείκτη του New York Stock Exchange (NYSE) ως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Σε αυτή την επιλογή συνετέλεσε αφενός το γεγονός ότι ο παραπάνω δείκτης περιλαμβάνει περισσότερες από 2000 μετοχές των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και του εξωτερικού, και αφετέρου ότι μετρά τις μεταβολές της συνολικής τιμής της αγοράς για όλες τις κοινές μετοχές που περιλαμβάνει, μετά από αναπροσαρμογή για την απαλοιφή των επιδράσεων που προέρχονται από μεταβολές στην κεφαλαιοποίηση, από προσθήκη νέων ή αφαίρεση παλιών μετοχών. Τέλος, ο δείκτης είναι σταθμισμένος χρησιμοποιώντας την ελεύθερα μεταβαλλόμενη κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Σχετικά με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, δεχόμαστε το επιτόκιο των Treasury Bills για τρεις μήνες, δηλαδή το επιτόκιο που ισχύει για τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρέους των 3 μηνών, τις οποίες εγγυάται η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών.

Από τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν δημιουργούνται τέσσερις χρονολογικές σειρές:

Η πρώτη αφορά την εβδομαδιαία απόδοση κάθε μετοχής (RI). Να σημειωθεί ότι όπως και για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς οι εβδομαδιαίες αποδόσεις των μετοχών έχουν υπολογισθεί από τη σχέση

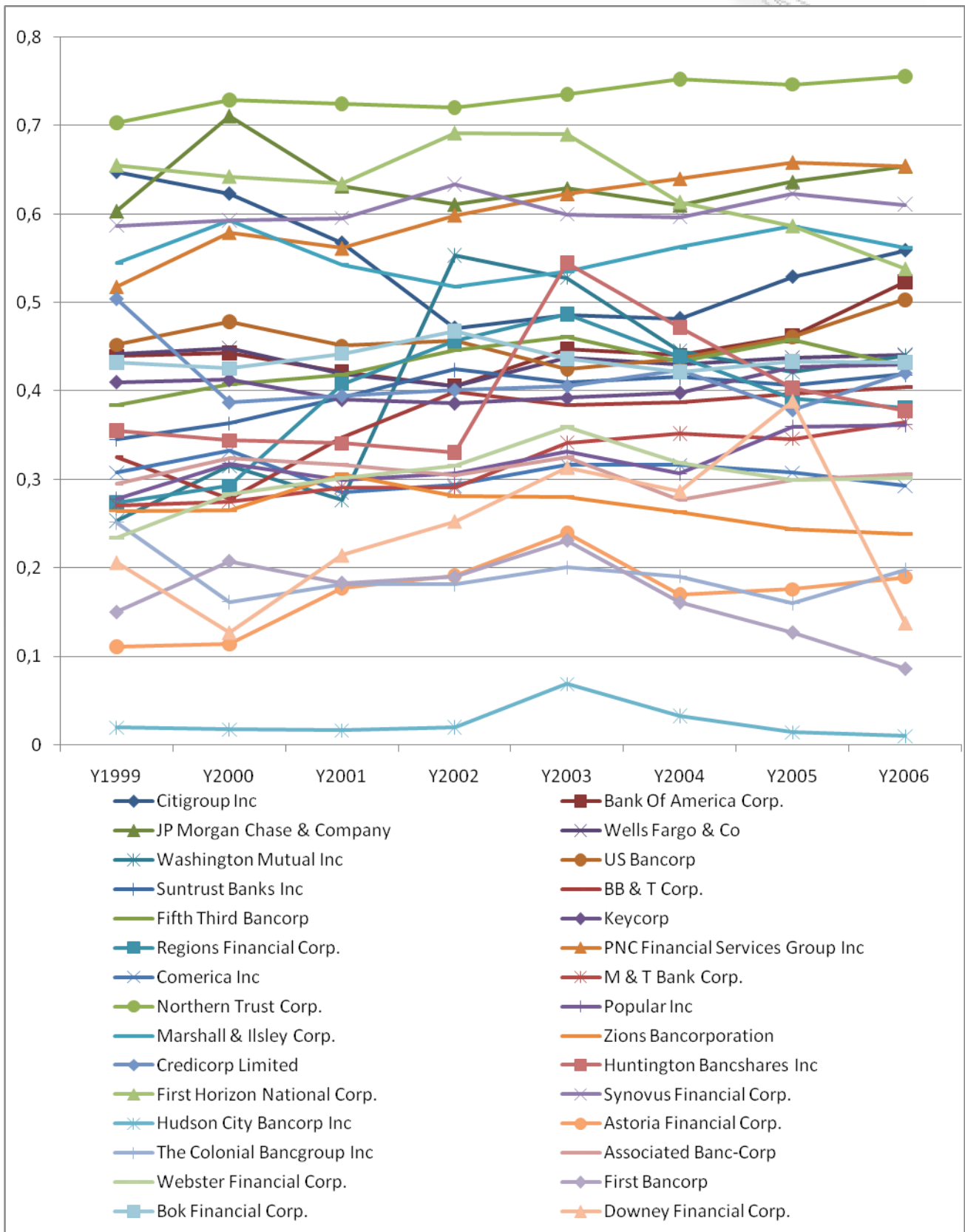
$$\frac{(X_t - X_{t-1})}{X_t} \quad (9),$$

όπου X η τιμή της εκάστοτε μεταβλητής και t ο δείκτης της περιόδου για την οποία χρησιμοποιείται η τιμή της μεταβλητής.

Η δεύτερη χρονοσειρά του υποδείγματος είναι ο λόγος του Μη-Επιτοκιακού Εισοδήματος προς το Συνολικό Εισόδημα (NIITI). Λαμβάνοντας υπόψη ότι τα δεδομένα που αντλήσαμε για τα παραπάνω είναι σε ετήσια βάση, για όλες τις παρατηρήσεις ενός έτους χρησιμοποιούμε το λόγο όπως προκύπτει από τα στοιχεία του προηγούμενου έτους. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε μια από τις τριάντα τράπεζες έχουμε επτά τιμές για τον λόγο αυτό, καθένας εκ των οποίων επαναλαμβάνεται πενήντα-τρεις φορές, όσες και οι εβδομάδες του επόμενου έτους. Επιπλέον, λόγω του ότι η μεταβλητή αυτή εμφανίζεται με χρονική υστέρηση ενός χρόνου, τα δεδομένα που περιλαμβάνονται στην έρευνα αφορούν την περίοδο 1999-2005.

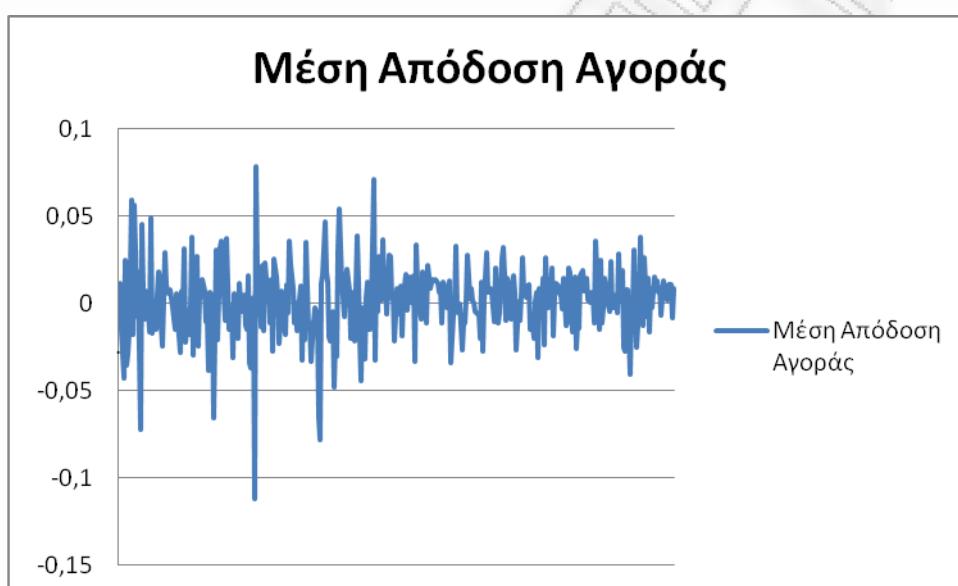
Απεικονίζοντας γραφικά (Διάγραμμα 2) τις τιμές του λόγου $\frac{NI_{i,t-1}}{TI_{i,t-1}}$, παρατηρούμε μεγάλη απόκλιση στις τιμές της μεταβλητής ανάμεσα στις τράπεζες, καθώς κυμαίνεται από 0,010155 στην περίπτωση της Hudson City Bancorp Inc, μέχρι 0,756367 για την Northern Trust Corp. Η γενικότερη εικόνα όμως μας δείχνει ότι οι περισσότερες τράπεζες τηρούν ένα ποσοστό της τάξης του εικοσιπέντε με πενήντα τοις εκατό, δηλαδή κοντά στο μέσο όρο που είναι 0,36, με τις μεγαλύτερες τράπεζες να έχουν στραφεί σε υψηλότερο βαθμό στο Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα, δείχνοντας τη διάθεσή τους να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο, όπως υποστηρίζει και η θεωρία. Επιπλέον, σε γενικές γραμμές οι τράπεζες ακολουθούν σταθερές πολιτικές, δηλαδή χωρίς μεγάλες αυξομειώσεις στο ποσοστό αυτό και χωρίς να διαφαίνεται κάποια συγκεκριμένη τάση στο πέρασμα του χρόνου. Αυτό γίνεται σαφές και από την τιμή της διακύμανσης που είναι 0,04.

Διάγραμμα 2 – Ποσοστό Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος προς Συνολικό Εισόδημα



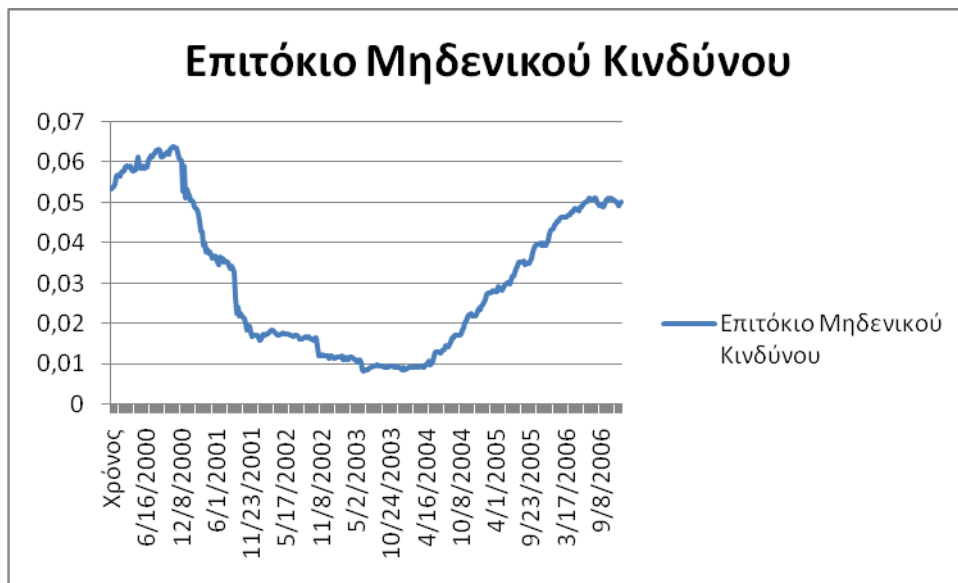
Η τρίτη χρονοσειρά είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (RM). Και αυτή υπολογίζεται με βάση τον τύπο (9) που αναφέρθηκε παραπάνω, δηλαδή στο τέλος κάθε εβδομάδας. Αυτό που παρατηρούμε από το Διάγραμμα 3 είναι ότι υπάρχει επιστροφή στη μέση τάση (Mean Reversion), δηλαδή μακροχρόνια η τιμή μιας πρόβλεψης προσεγγίζει τον μη δεσμευμένο μέσο της σειράς 0.001005, αποδεικνύοντας ότι η αγορά είναι αποτελεσματική.

Διάγραμμα 3 – Απόδοση Χαρτοφυλακίου Αγοράς



Τελευταία χρονοσειρά του υποδείγματός μας είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, όπως αυτό αντιπροσωπεύεται στο υπόδειγμά μας από το t-bill επιτόκιο 3 μηνών (RF). Οι τιμές που χρησιμοποιούμε αντιστοιχούν στην τελευταία μέρα κάθε εβδομάδας. Ως τάσεις, παρατηρούμε από το Διάγραμμα 4 ότι αρχικά τα επιτόκια ξεκινούν από ένα επίπεδο της τάξης του 0,0538 τον Ιανουάριο του 2000, ακολουθούν μια αυξητική πορεία, φτάνοντας σε ένα υψηλό (0,0638) το Νοέμβριο του 2000, από εκεί ξεκινάει μια πτώση μέχρι τις αρχές του 2004 αγγίζοντας το 0,0083 και τέλος αυξάνεται μέχρι το τέλος του 2006 .

Διάγραμμα 4 – T-bill Rate



5. Δεδομένα

Η έρευνα που ακολουθεί αφορά τις τριάντα μεγαλύτερες τράπεζες των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, με βάση το Σύνολο Ενεργητικού, κατά την περίοδο 2000 – 2006. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται έχουν εβδομαδιαία συχνότητα και λαμβάνονται για το τέλος κάθε εβδομάδας, με εξαίρεση το Μη-Επιτοκιακό Εισόδημα, το Συνολικό Εισόδημα και το Σύνολο του Ενεργητικού, για τα οποία τα στοιχεία είναι σε ετήσια βάση. Για την άντληση των τιμών του δείκτη NYSE, ως χαρτοφυλάκιο αγοράς, του t-bill επιτοκίου τριών μηνών, ως επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, και των μετοχών χρησιμοποιήθηκε η Βάση Δεδομένων Datastream. Αντίστοιχα, οι τιμές για το Συνολικό Ετήσιο Εισόδημα, το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα και το Σύνολο Ενεργητικού των ετών 1999-2006 αντλήθηκαν από τη Βάση Δεδομένων της Bloomberg.

6. Εμπειρικά Αποτελέσματα

Έχοντας εκτιμήσει το υπόδειγμά μας

$$R_{i,t} - R_{f,t} = c + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \delta Z_t + u_t$$

με τη χρήση της Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων, την οποία εφαρμόσαμε σε Panel Data, προκύπτουν τα παρακάτω αποτελέσματα (Πίνακας 1) :

Πίνακας 1

Pooled Least Squares				
$R_{i,t} - R_{f,t} = c + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \delta Z_t + u_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
c	-0,001	0,00	-2,29	0,02
β	0,779	0,02	37,85	0,00
δ	0,358	0,04	7,91	0,00
Adjusted R2	0,39	F- Stat	3569,60	
Durbin– Watson Stat	2,08	Prob (F-Stat)	0,00	

Παρατηρούμε ότι όλοι οι συντελεστές του υποδείγματός μας είναι στατιστικά σημαντικοί, καθώς το p-value είναι μικρότερο από την κριτική τιμή 0,05, επομένως απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση H_0 : οι συντελεστές είναι στατιστικά μη σημαντικοί. Επίσης, από την τιμή του Διορθωμένου Συντελεστή Προσδιορισμού (Adjusted R-squared), τον οποίο προτιμούμε έναντι του απλού Συντελεστή ώστε να μην επηρεάζεται από το πλήθος των μεταβλητών, βλέπουμε ότι η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματός μας είναι αρκετά καλή (39,46%). Τέλος, όσον αφορά

τον έλεγχο για αυτοσυσχέτιση, βάση του κριτηρίου Durbin-Watson δε φαίνεται να υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα, καθώς η τιμή του είναι κοντά στην κριτική τιμή δύο. Συνεπώς, αφενός οι εκτιμητές μας είναι γραμμικά αμερόληπτοι και συνεπείς κι αφετέρου οι διακυμάνσεις των εκτιμητών μας είναι αμερόληπτες και οι εκτιμητές μας είναι αποτελεσματικοί.

Για να επιλύσουμε το τυχόν πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας που μπορεί να υπάρχει, προχωρούμε στην εφαρμογή της Μεθόδου White για τη διόρθωση της Cross- Section Heteroskedasticity. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 2:

Πίνακας 2

Pooled Least Squares				
$R_{i,t} - R_{f,t} = c + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \delta Z_t + u_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
c	-0,001	0,00	-0,80	0,42
β	0,779	0,05	16,28	0,00
δ	0,358	0,06	6,13	0,00
Adjusted R2	0,39	F- Stat	3569,60	
Durbin– Watson Stat	2,08	Prob (F-Stat)	0,00	

Μετά από την τελευταία διόρθωση, αυτό που παρατηρούμε να έχει αλλάξει είναι η τυπική απόκλιση (standard error), καθώς το μόνο που έχει μεταβληθεί είναι ο τρόπος υπολογισμού της διακύμανσης του εκτιμημένου συντελεστή β . Οι εκτιμητές του υποδείγματός μας ούτως ή άλλως ήταν γραμμικά αμερόληπτοι και συνεπείς, οπότε μετά τη διόρθωση εξασφαλίζουμε ότι η διακύμανση των σφαλμάτων δε διαφέρει μεταξύ των περιόδων, κάνοντας τους εκτιμητές μας και αποτελεσματικούς. Διαπιστώνουμε επίσης ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές παραμένουν στατιστικά

σημαντικές, αφού έχουν p-value ίσο με μηδέν, ενώ η σταθερά είναι πλέον στατιστικά μη-σημαντική. Παρόλ' αυτά, δεν την αφαιρούμε από το υπόδειγμα για να εξασφαλίσουμε ότι τα κατάλοιπα έχουν μέση τιμή μηδέν.

Πιο αναλυτικά, μια μεταβολή στη διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς από την απόδοση του χαρτοφυλακίου χωρίς κίνδυνο κατά μια μονάδα θα επιφέρει αύξηση κατά 0,7792 στην υπερβάλλουσα απόδοση μιας μετοχής σε σχέση με την απόδοση μηδενικού κινδύνου, με όλα τα υπόλοιπα σταθερά. Αντίστοιχα, μια μεταβολή κατά μια μονάδα στο γινόμενο $(NII_{i,t-1} / TI_{i,t-1}) (R_{m,t} - R_{f,t})$ θα επιφέρει αύξηση κατά 0,3585 στη διαφορά της απόδοσης μιας μετοχής από την απόδοση μηδενικού κινδύνου. Αντικαθιστώντας στη σχέση (7) τα αποτελέσματα του πίνακα (2), προκύπτει ότι ο συντελεστής γ του λόγου του Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος προς το Συνολικό Εισόδημα είναι 0,46. Η σύγκριση αυτού με την τιμή 0,77 του συντελεστή β , μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η υπερβάλλουσα απόδοση μιας μετοχής, η οποία ενέχει κίνδυνο, σε σχέση με την απόδοση μηδενικού κινδύνου επηρεάζεται πολύ περισσότερο από την υπερβάλλουσα απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου της αγοράς παρά από το ποσοστό του Μη – Επιτοκιακού Εισοδήματος προς το Συνολικό Εισόδημα, χωρίς βέβαια η επίδραση του τελευταίου να είναι ασήμαντη.

Όσον αφορά το μοντέλο μας συνολικά, από την τιμή του Διορθωμένου Συντελεστή Προσδιορισμού συμπεραίνουμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή ερμηνεύεται σε ποσοστό 39,46% από το μοντέλο μας, ποσοστό που θεωρείται αρκετά καλό. Επίσης, το γεγονός ότι το p-value του F-statistic είναι μηδέν συνεπάγεται ότι απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση H_0 : όλοι οι συντελεστές του υποδείγματος είναι στατιστικά μη σημαντικοί, άρα οι συντελεστές μας είναι στατιστικά σημαντικοί.

Δεδομένου ότι οι μεταβλητές που συμπεριλάβαμε στο υπόδειγμά μας είναι στατιστικά σημαντικές, επαληθεύονται οι αρχικές μας παραδοχές ότι το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα επηρεάζει το κίνδυνο που αναλαμβάνει μια τράπεζα αυξάνοντάς τον.

7. Συμπέρασμα

Μετά την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, πολλές τράπεζες και κυρίως οι μεγαλύτερες στράφηκαν στην παροχή διαμεσολαβητικών υπηρεσιών. Οι περισσότερες κατάφεραν με αυτόν τον τρόπο να αυξήσουν τα έσοδά τους, ενώ πολλές αντικατέστησαν σημαντικό μερίδιο των επιτοκιακών εσόδων τους με το Μη – Επιτοκιακό Εισόδημα.

Πέρα όμως από τις συνέπειες της επιλογής αυτής στα έσοδα, είναι σημαντικές και οι επιπτώσεις στον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες. Το βασικό συμπέρασμα της παρούσας έρευνας είναι ότι ο νέος προσανατολισμός στις μοντέρνες υπηρεσίες πράγματι επηρεάζει τον κίνδυνο των τραπεζικών ιδρυμάτων σε μεγάλο βαθμό, επιβεβαιώνοντας τις σχετικές απόψεις. Συγκεκριμένα, προκειμένου τα τελευταία να ακολουθήσουν τις εξελίξεις και να μπορέσουν να αυξήσουν το ποσοστό των εσόδων που δεν προέρχονται από τη μεταφορά κεφαλαίων, αλλά από υπηρεσίες διαμεσολάβησης είναι υποχρεωμένα να αποδεχτούν την αύξηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

8. Βιβλιογραφία

- Beim O. David και Charles W. Calomiris. “Emerging Financial Markets.” Mc Graw-Hill Irwin, 2001
- Bollerslev, T. "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity.", *Journal of Econometrics* 31, 1986, σελ. 307-327.
- Casu Barbara, Claudia Givardone και Philip Molyneux. “Introduction To Banking”. Prentice Hall, Financial Times, 2006
- DeYoung Robert και Tara Rice. “How do banks make money? The fallacies of fee economy”. Federal Reserve Bank Of Chicago, 4Q/2004, *Economic Perspectives*, σελ. 34-51
- DeYoung Robert και Tara Rice. “How do banks make money? A variety of business strategies.” Federal Reserve Bank Of Chicago, 4Q/2004, *Economic Perspectives*, σελ. 52-68
- DeYoung Robert και Tara Rice. “Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks.” Federal Reserve Bank Of Chicago, August 2003
- Fama, E. F., and K. R. French. "The Cross-section of Expected Stock Returns.", *Journal of Finance* 47, 1992, σελ. 427-465
- Glosten, L. R., R. Jagannathan, and D. E. Runkle. "On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks.", *Journal of Finance* 48, 1993, σελ. 1779-1801.
- Heffernan Shelagh. “Modern Banking”. John Wiley and Sons Ltd., 2005
- Jagannathan Ravi και Zhenyu Wang. “ The Conditional CAPM and the Cross-Section Of Expected Returns., *The Journal of Finance.*, Vol. 51, No 1. (Mar., 1996), σελ. 3-53
- Li Xiafei, Chris Brooks and Joëlle Miffre. “The Value Premium and Time-Varying Idiosyncratic Risk.”, September 2007
- Lindgren Carl – Johan, Gillian Garcia και Matthew I. Saal. “Bank Soundness and Macroeconomic Policy.” International Monetary Fund, 1996

- Mishkin S. Frederic. “ The Economics of Money, Banking, and Financial Makets.” Pearson International Edition, 1989
- Nelson, D. B. "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach.", *Econometrica* 59, 1991, σελ. 347 – 370
- Padoa – Schioppa Tommaso. “Regulating Finance, Balancing Freedom and Risk.” Oxford University Press, 2004
- Rabemananjara, R., and J.-M. Zakoian. "Threshold ARCH Models and Asymmetries in Volatility", *Journal of Applied Econometrics* 8, 1993, σελ 31-49
- <http://www.nyse.com>

9. Παραρτήματα

Παράρτημα Α

Οι μεγαλύτερες τράπεζες των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής

Ο παρακάτω Πίνακας παρουσιάζει τις μεγαλύτερες τράπεζες των Η.Π.Α., για τις οποίες πραγματοποιήθηκε η έρευνα. Ο μέσος όρος του ενεργητικού εκτιμάται σε Δολάρια των Η.Π.Α..

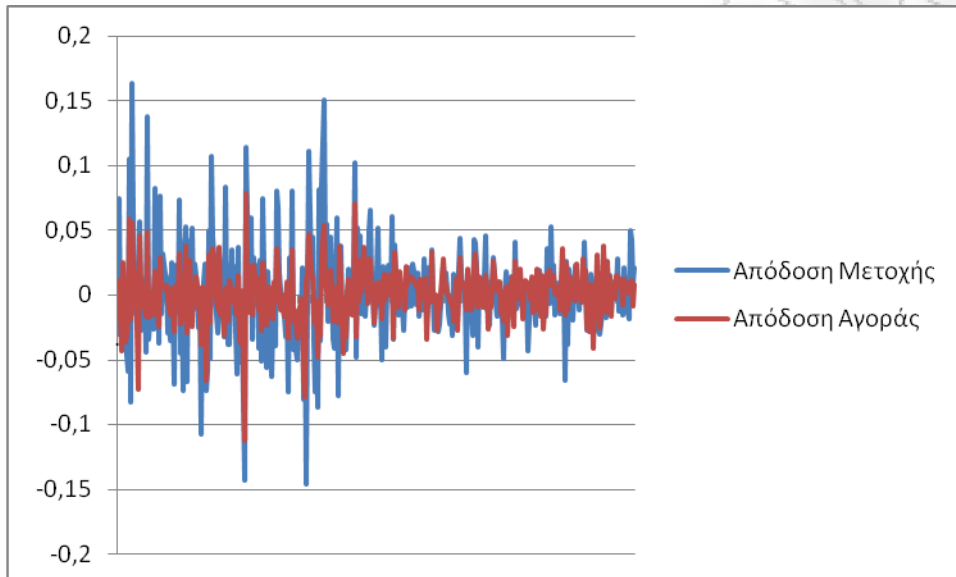
Σειρά	Όνομα Τράπεζας:	Μ.Ο. Ενεργητικού 5-ετίας
1	Citigroup Inc	1444735600000,00
2	Bank Of America Corp.	1051780000000,00
3	JP Morgan Chase & Company	1047484400000,00
4	Wells Fargo & Co	425728600000,00
5	Washington Mutual Inc	308304200000,00
6	US Bancorp	198622800000,00
7	Suntrust Banks Inc	152691982000,00
8	BB & T Corp.	100342565800,00
9	Fifth Third Bancorp	94477400000,00
10	Keycorp	89178200000,00
11	Regions Financial Corp.	81759579000,00
12	PNC Financial Services Group Inc	81608400000,00

13	Comerica Inc	53734600000,00
14	M & T Bank Corp.	49630127600,00
15	Northern Trust Corp.	48066220000,00
16	Popular Inc	42032973000,00
17	Marshall & Ilsley Corp.	42025532200,00
18	Zions Bancorporation	35222934000,00
19	Credicorp Limited	33683070009,75
20	Huntington Bancshares Inc	31744367000,00
21	First Horizon National Corp.	30519757600,00
22	Synovus Financial Corp.	25038899600,00
23	Hudson City Bancorp Inc	22918707400,00
25	Astoria Financial Corp.	22301230600,00
26	The Colonial Bancgroup Inc	18994603800,00
27	Associated Banc-Corp	18754554200,00
28	Webster Financial Corp.	15956038400,00
29	First Bancorp	15047896928,80
30	Bok Financial Corp.	14906946600,00
31	Downey Financial Corp.	14515335400,00

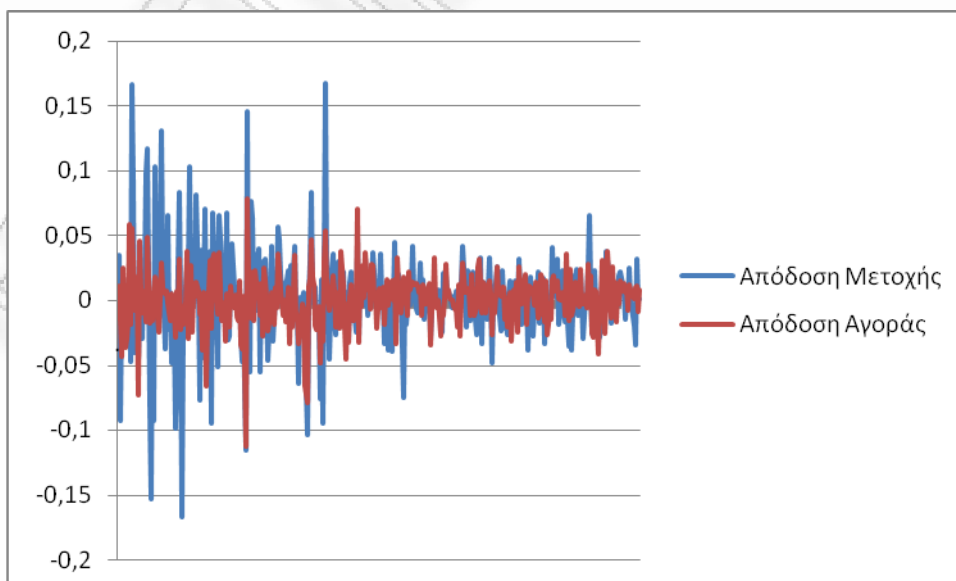
Πηγή: Βάση Δεδομένων Bloomberg

Παράρτημα Β

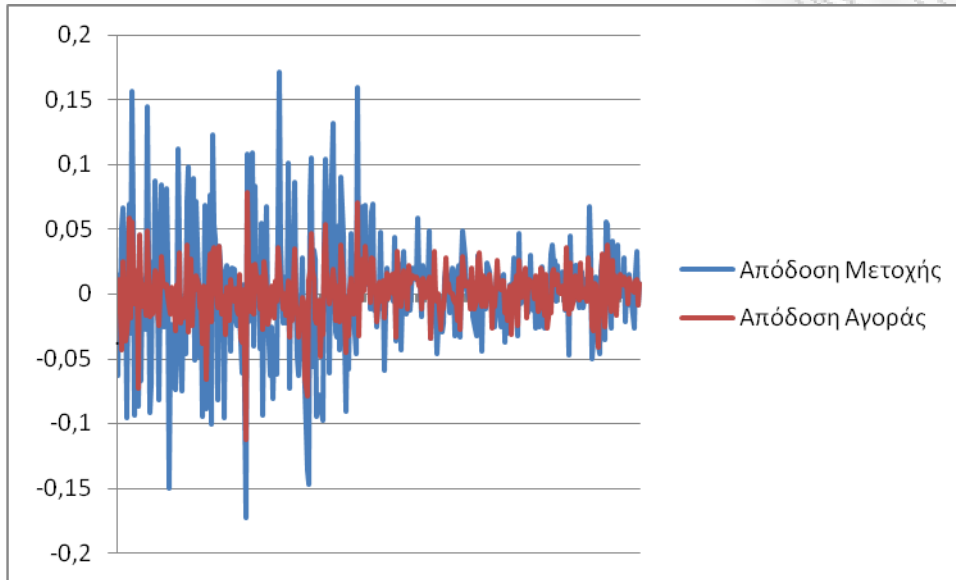
Διάγραμμα 1 – Citigroup Inc



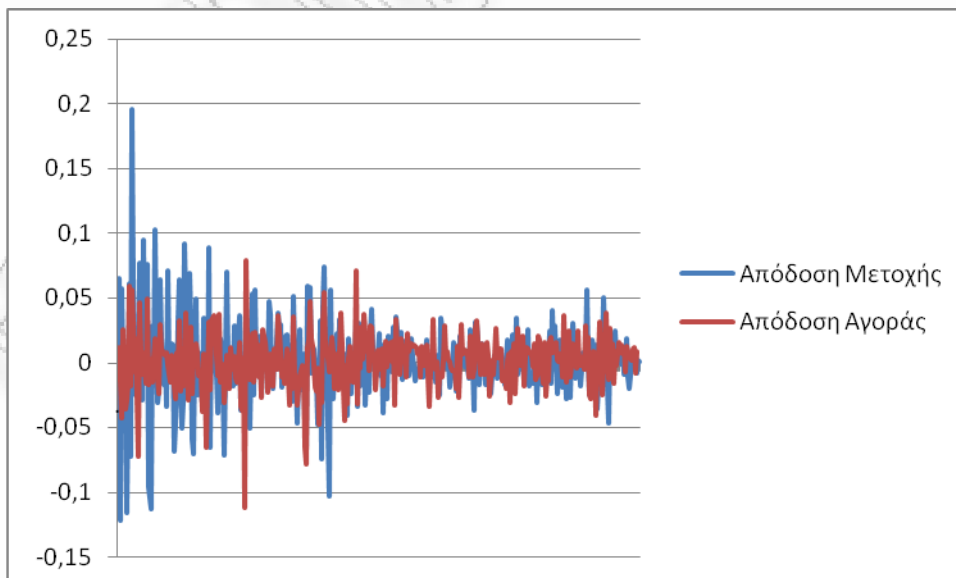
Διάγραμμα 2 - Bank Of America Corp.



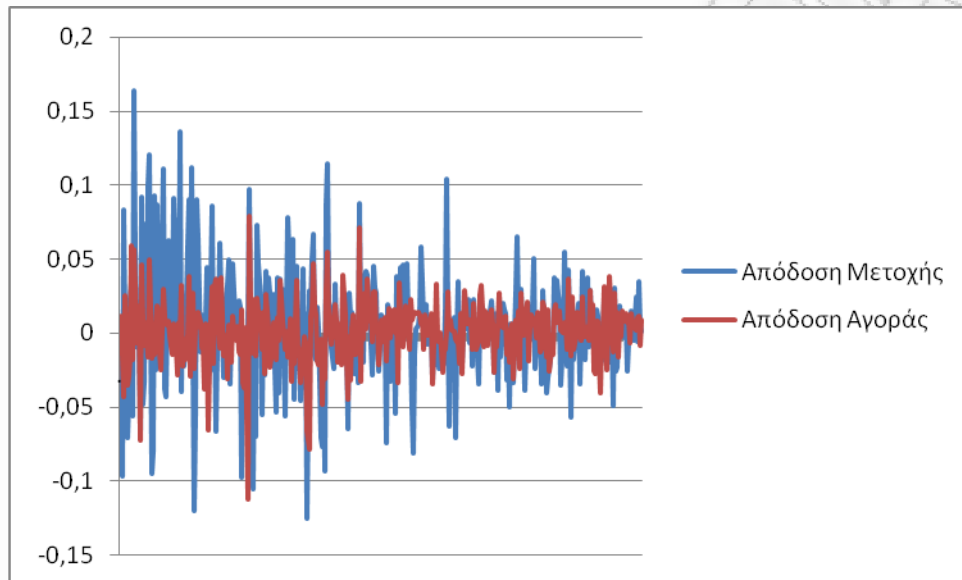
Διάγραμμα 3 – JP Morgan Chase & Company



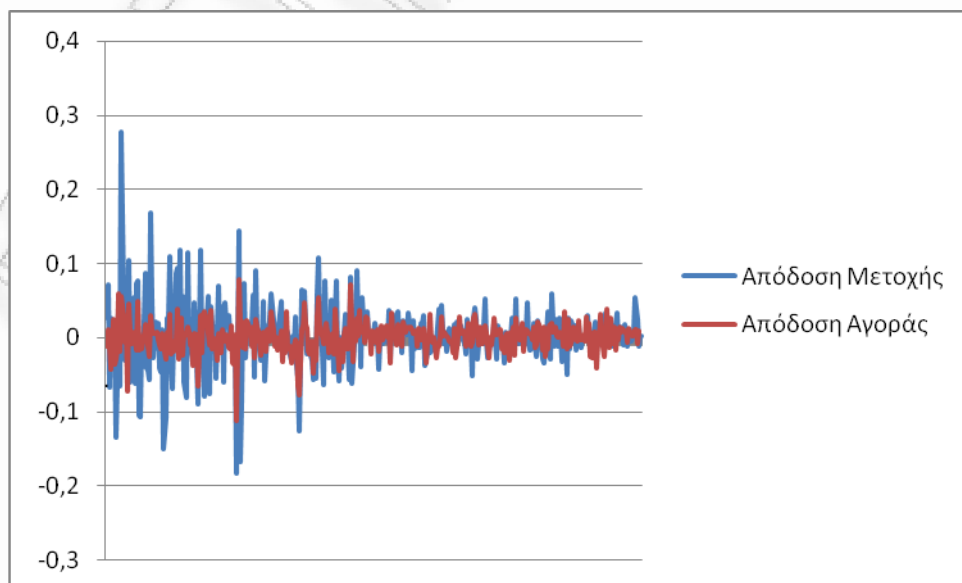
Διάγραμμα 4 – Wells Fargo & Co



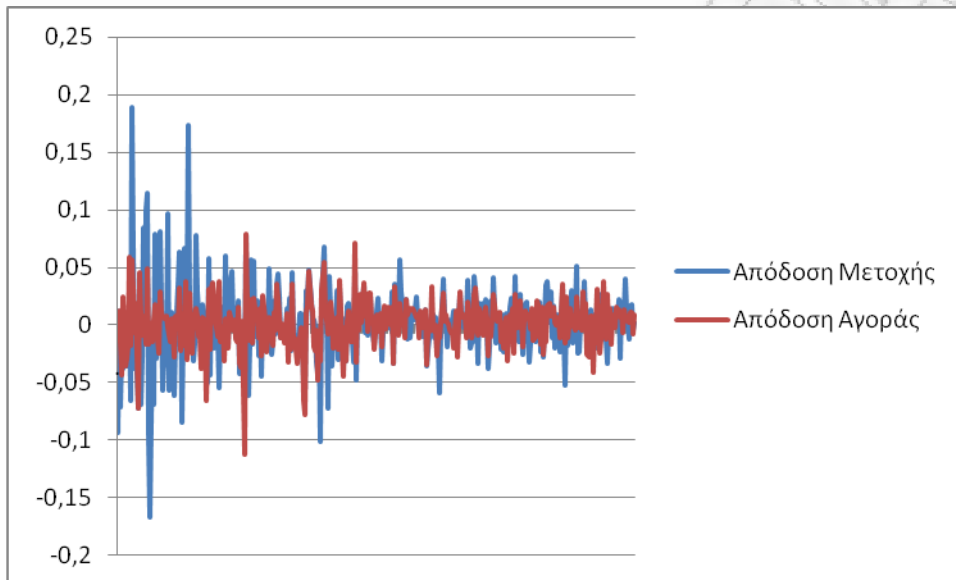
Διάγραμμα 5 - Washington Mutual Inc



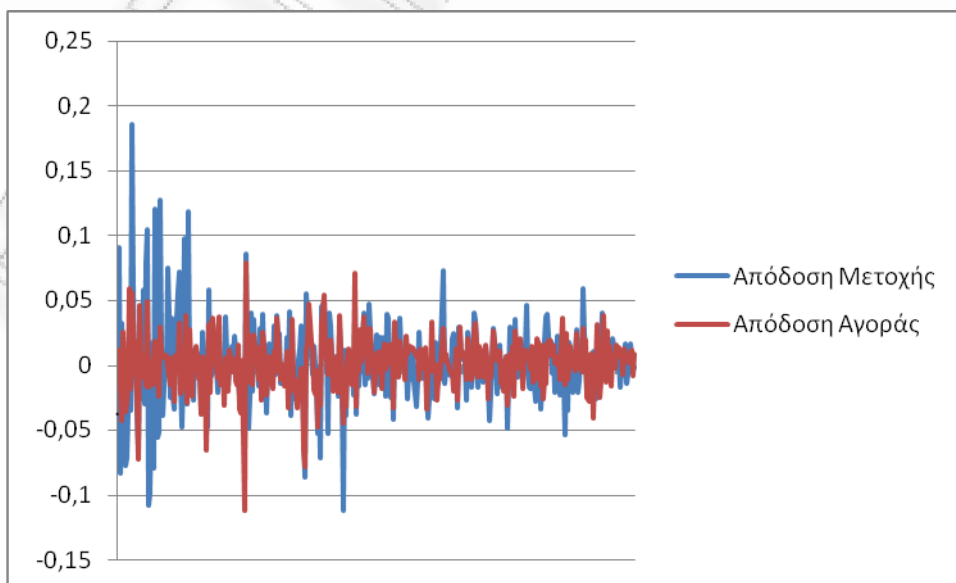
Διάγραμμα 6 – Us Bancorp



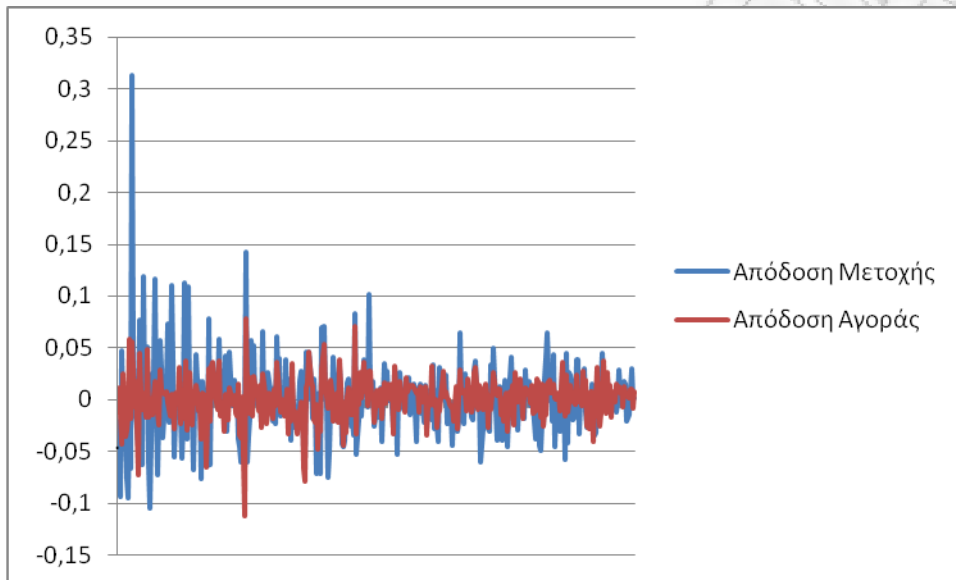
Διάγραμμα 7 - Suntrust Banks Inc



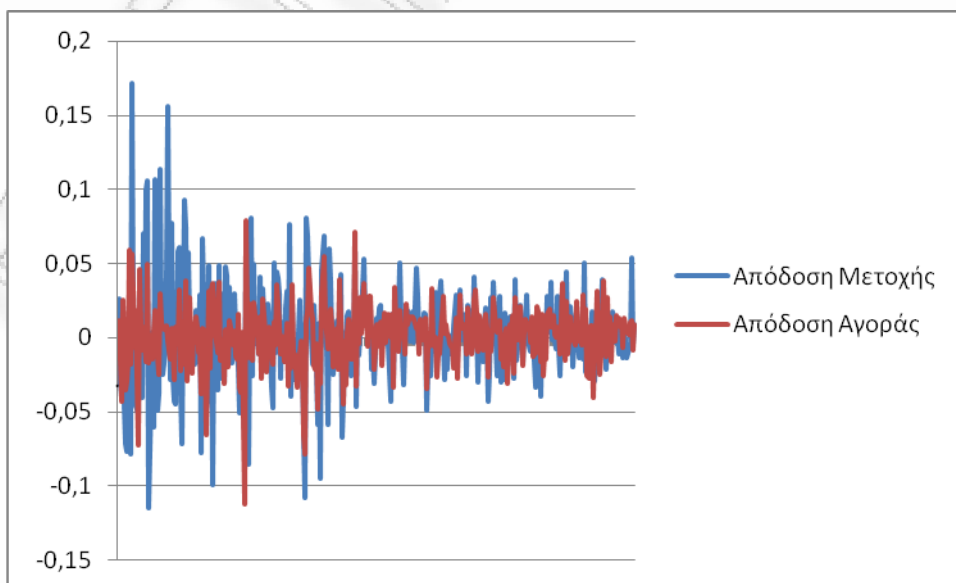
Διάγραμμα 8 – BB & T Corp.



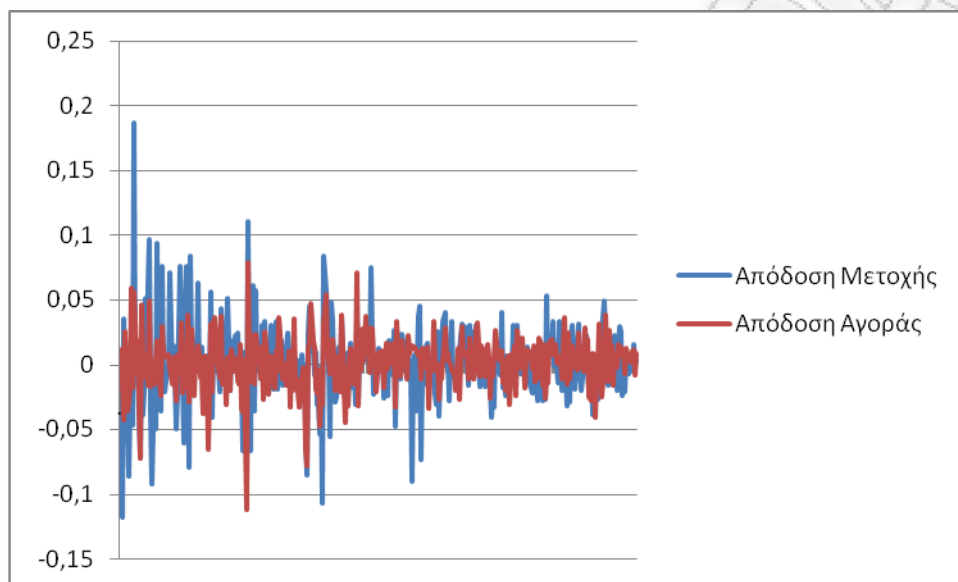
Διάγραμμα 9 - Fifth Third Bancorp



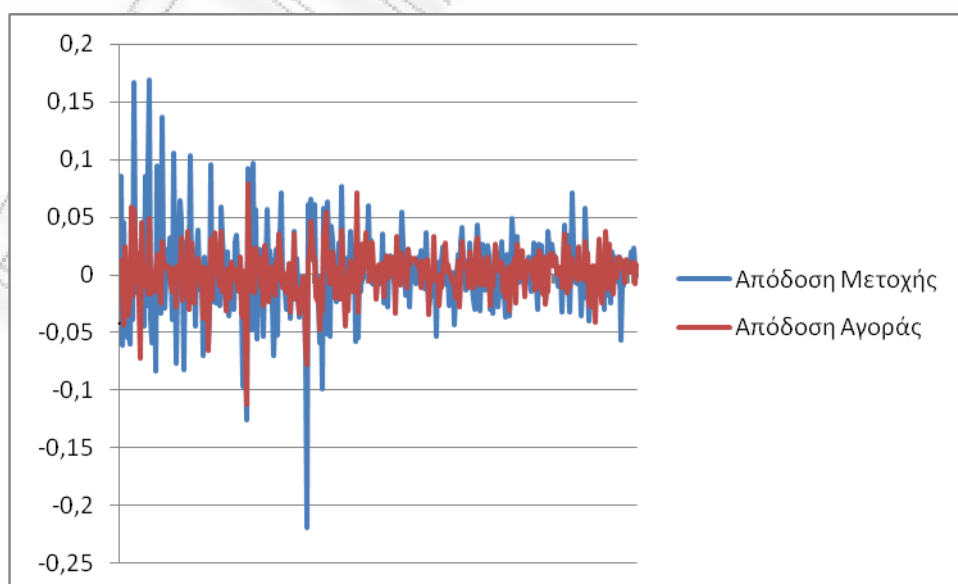
Διάγραμμα 10 – Keycorp



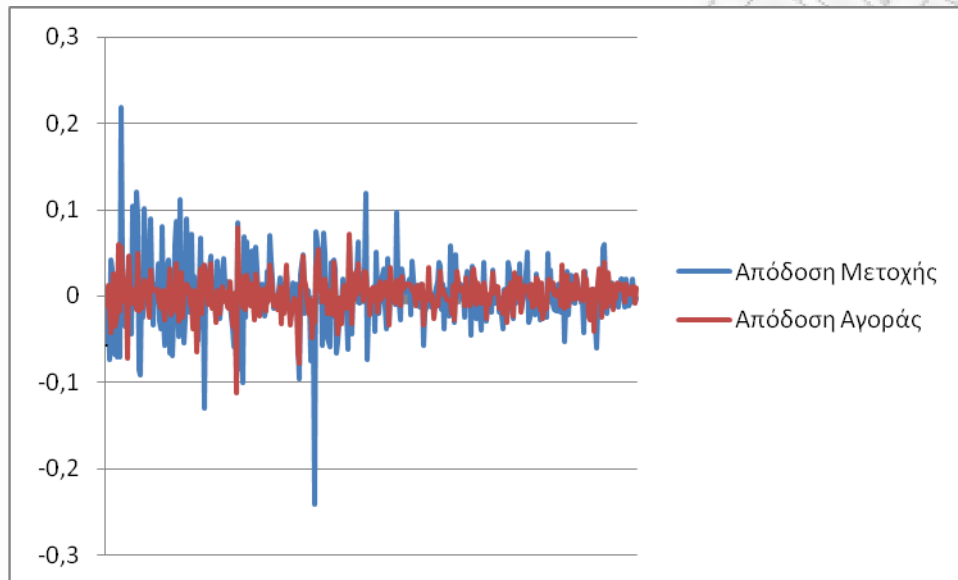
Διάγραμμα 11 – Regions Financial Corp.



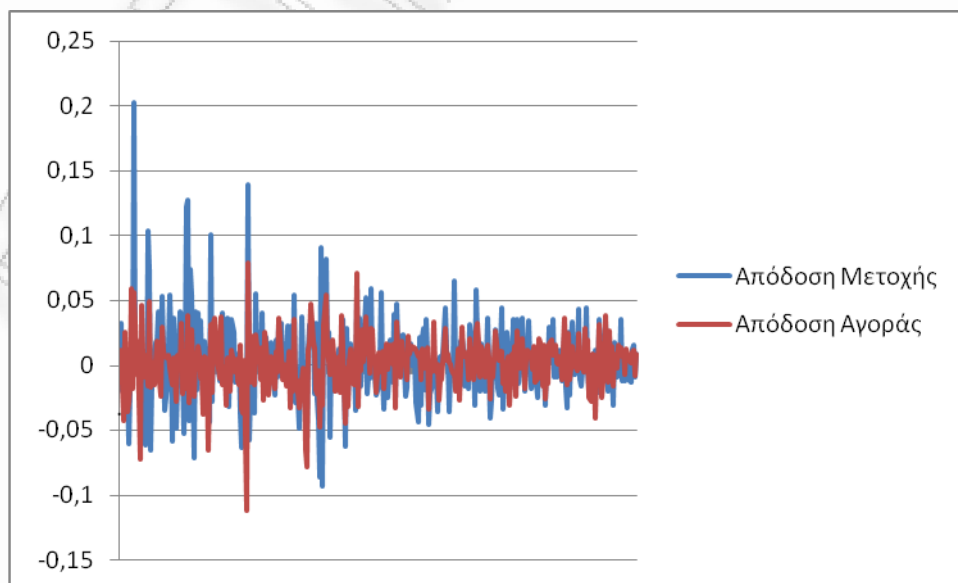
Διάγραμμα 12 - PNC Financial Services Group Inc



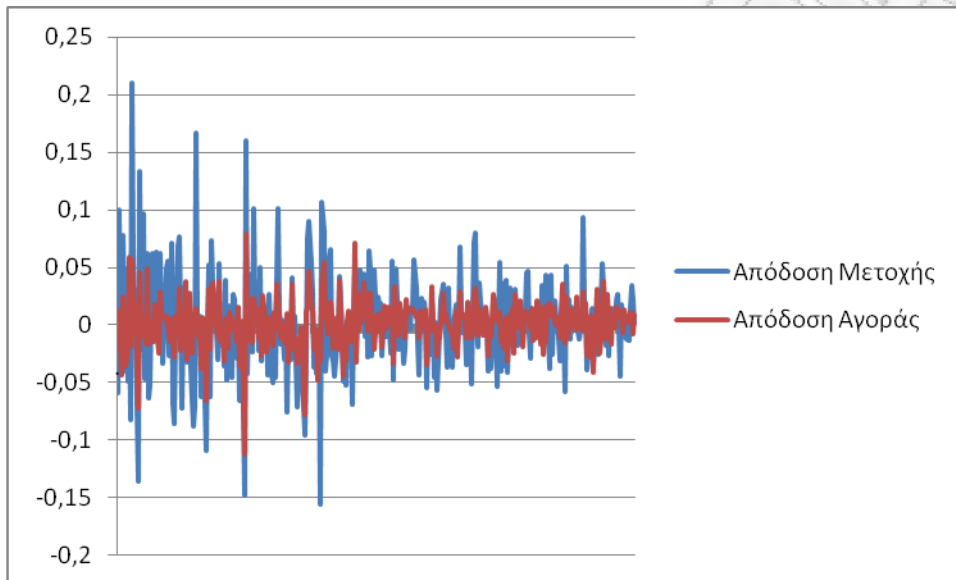
Διάγραμμα 13 – Comerica Inc



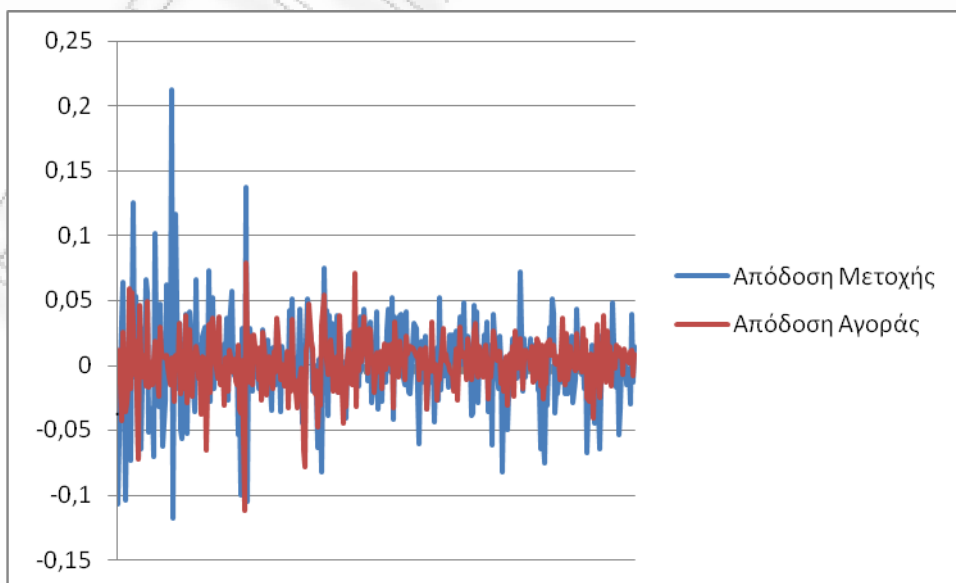
Διάγραμμα 14 - M & T Bank Corp.



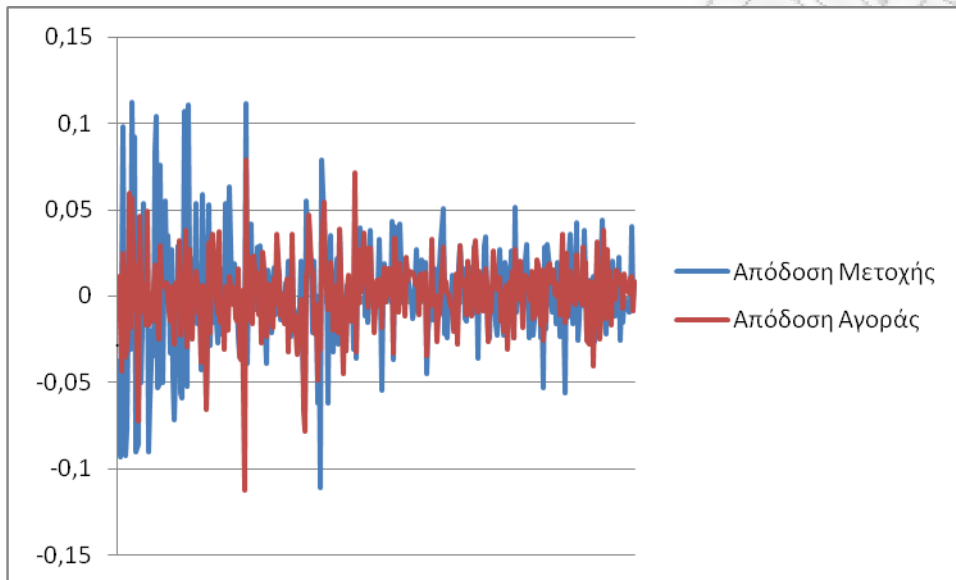
Διάγραμμα 15 – Northern Trust Corp.



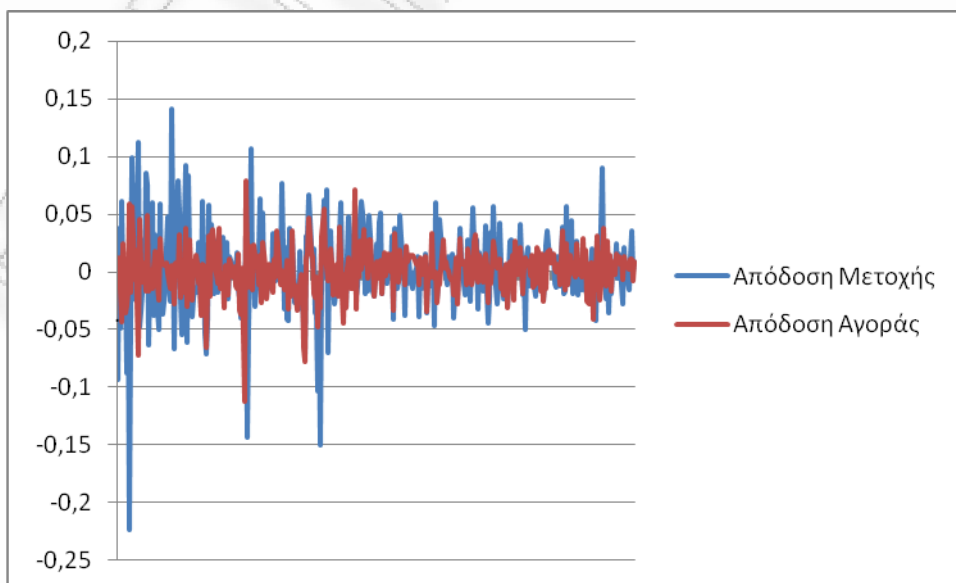
Διάγραμμα 16 – Popular Inc



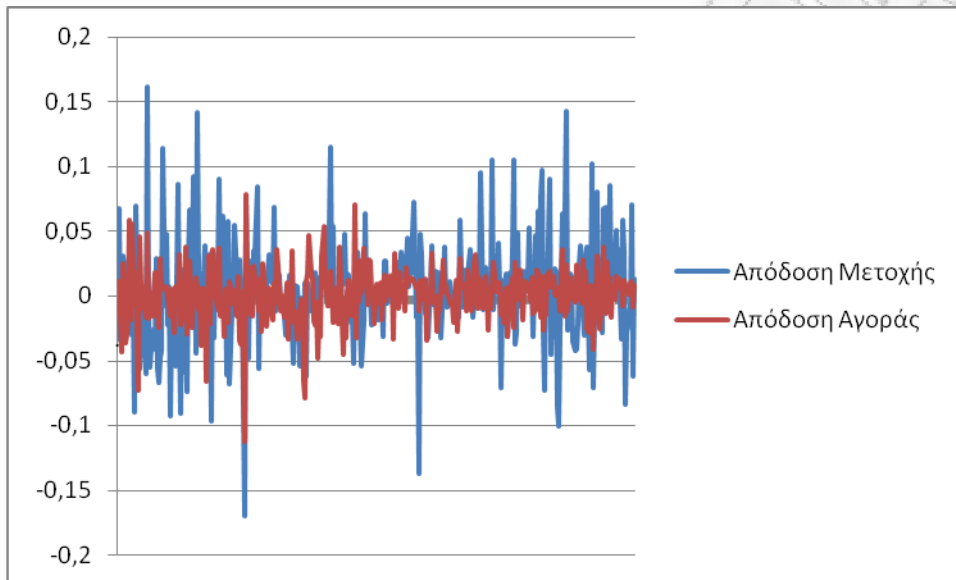
Διάγραμμα 17 – Marshall & Ilsley Corp



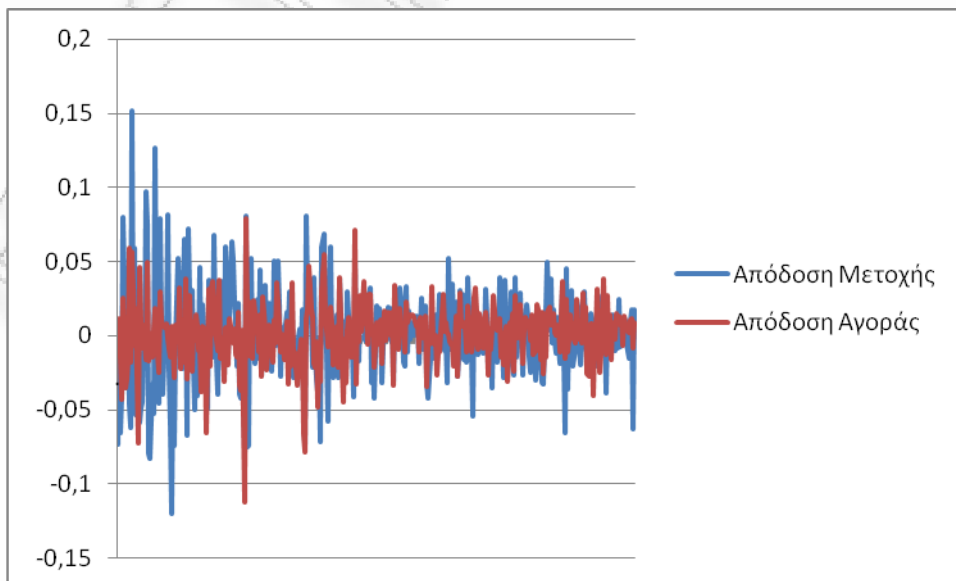
Διάγραμμα 18 - Zions Bancorporation



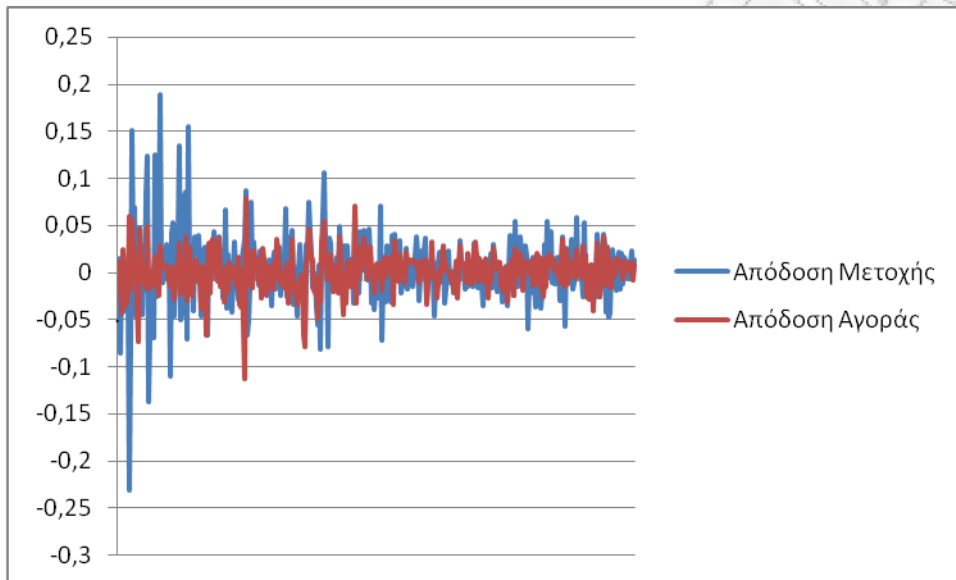
Διάγραμμα 19 – Credicorp Limited



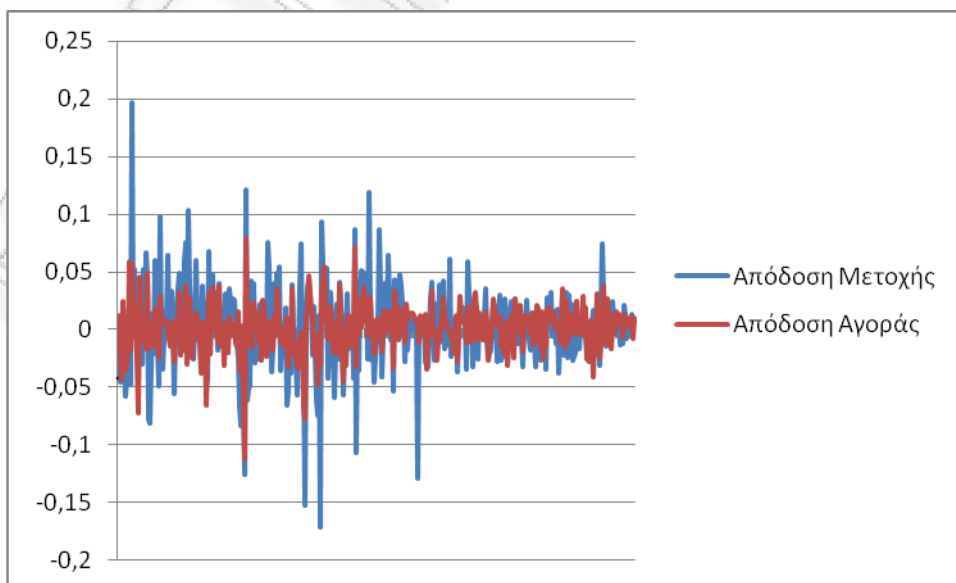
Διάγραμμα 20 - Huntington Bancshares Inc



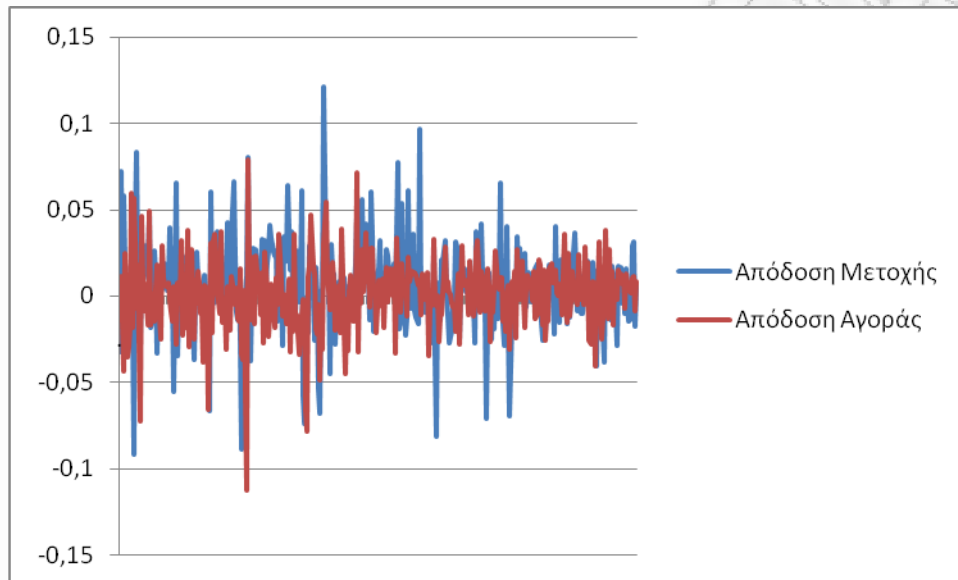
Διάγραμμα 21 – First Horizon National Corp



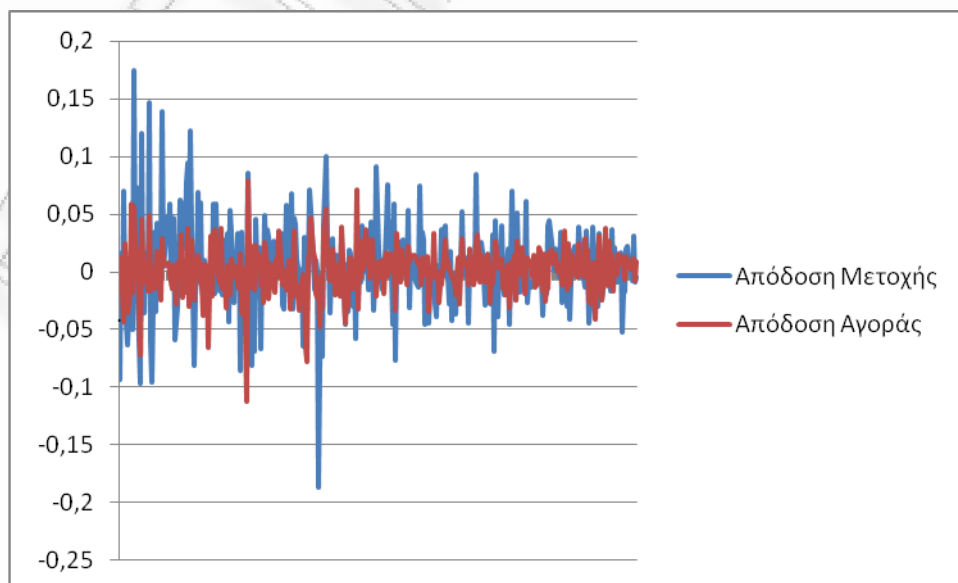
Διάγραμμα 22 - Synovus Financial Corp.



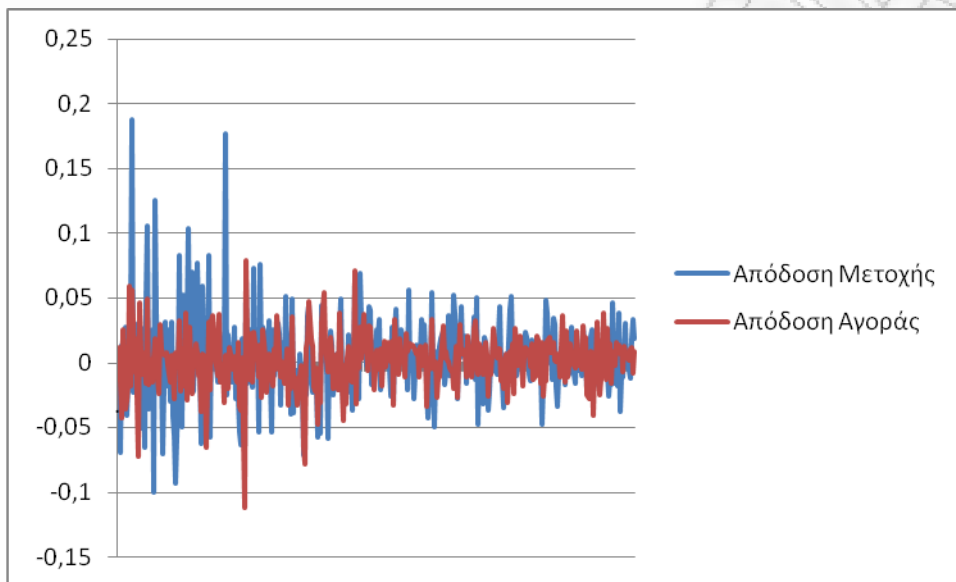
Διάγραμμα 23 – Hudson City Bancorp Inc



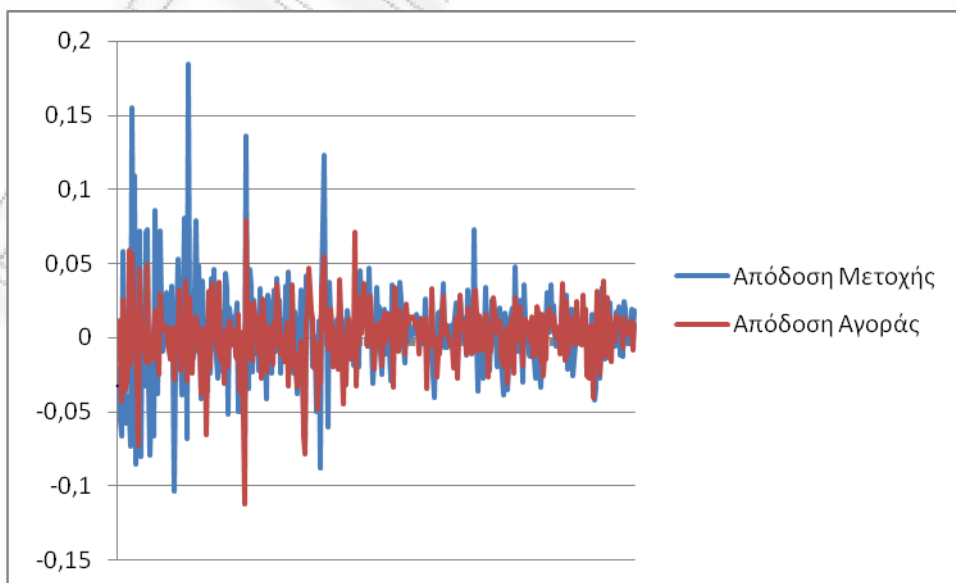
Διάγραμμα 24 – Astoria Financial Corp



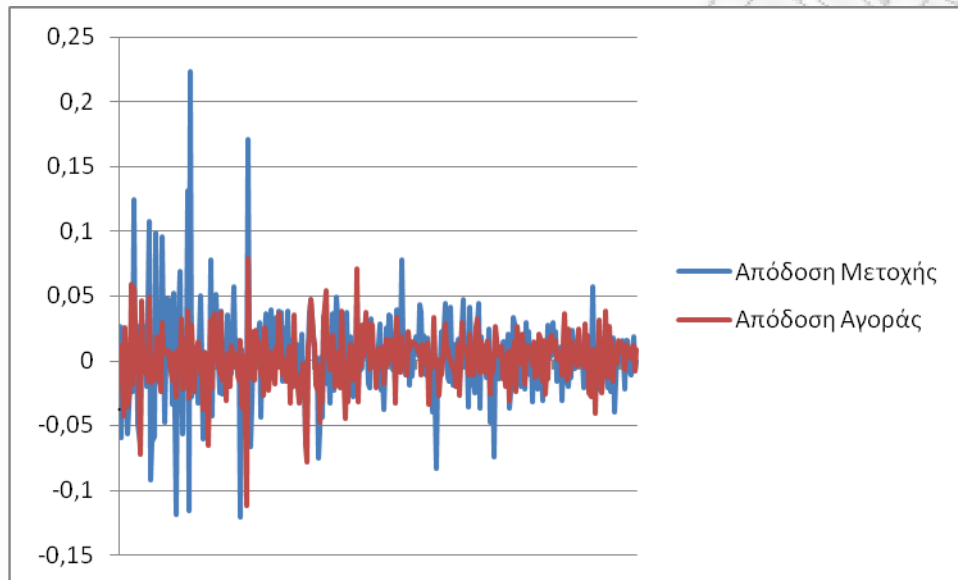
Διάγραμμα 25 – The Colonial Bancgroup Inc



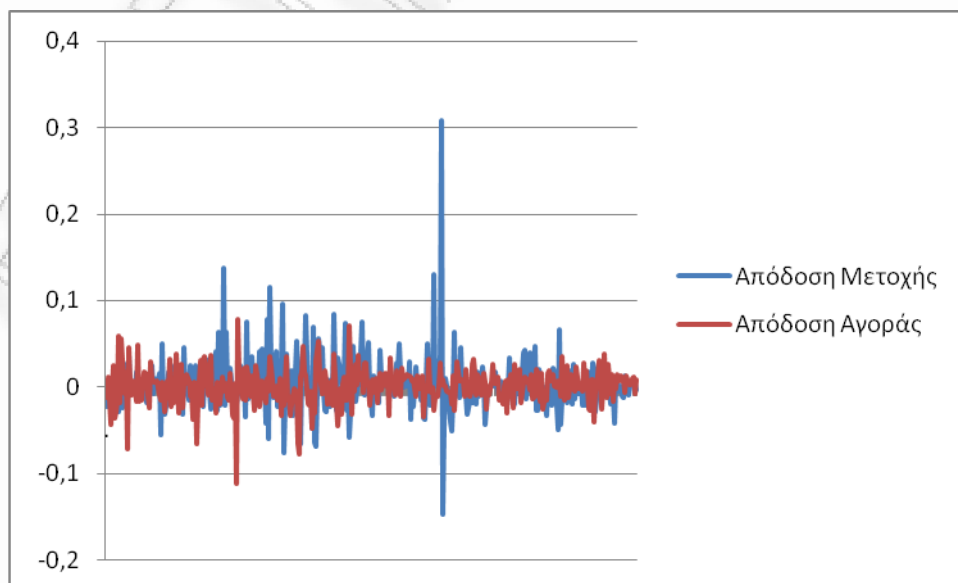
Διάγραμμα 26 – Associated Banc – Corp



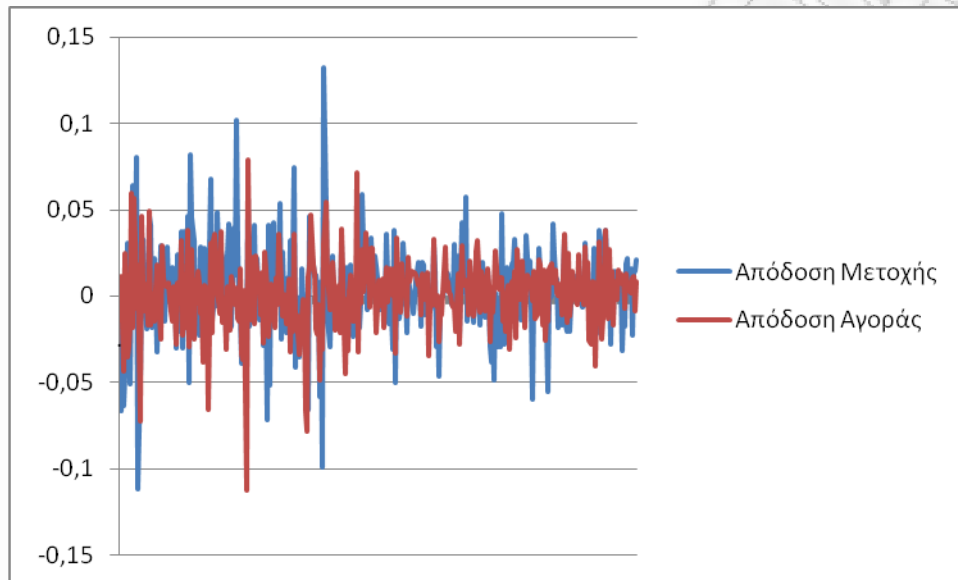
Διάγραμμα 27 – Webster Financial Corp



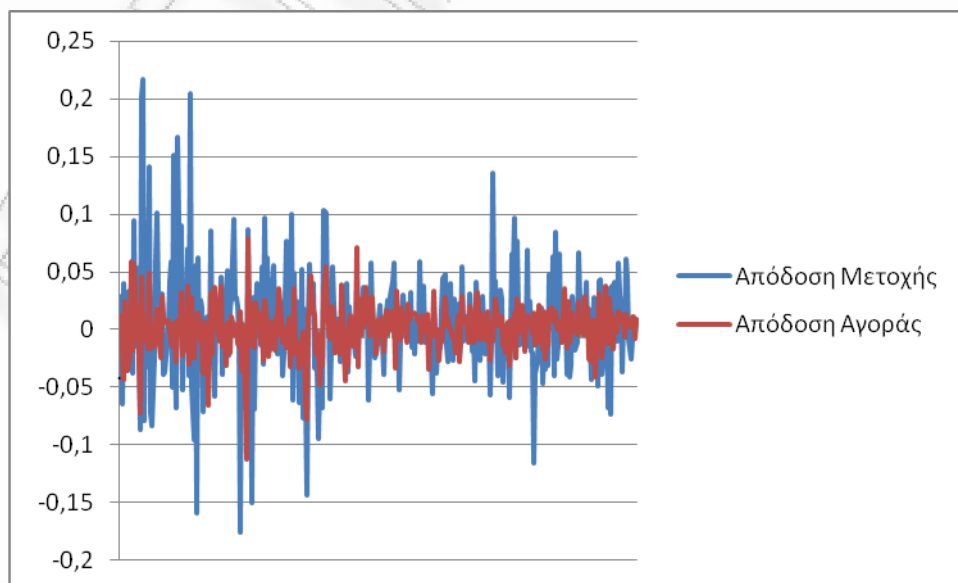
Διάγραμμα 28 – First Bancorp



Διάγραμμα 29 – Bok Financial Corp.



Διάγραμμα 30 – Downey Financial Corp



Παράρτημα Γ

Πίνακας 1 – Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με τη Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων

Dependent Variable: RI-RF				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1/07/2000 12/29/2006				
Included observations: 365				
Cross-sections included: 30				
Total pool (balanced) observations: 10950				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-			
C	0.001019	0.000445	-2.289375	0.0221
RM-RF	0.779283	0.020588	37.85093	0.0000
NIITI*(RM-RF)	0.358513	0.045291	7.915838	0.0000
R-squared	0.394732	Mean dependent var		-0.028373
Adjusted R-squared	0.394621	S.D. dependent var		0.040972
S.E. of regression	0.031879	Akaike info criterion		-4.053478
Sum squared resid	11.12496	Schwarz criterion		-4.051478
Log likelihood	22195.79	F-statistic		3569.596
Durbin-Watson stat	2.086996	Prob(F-statistic)		0.000000

Πίνακας 2 – Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Διορθωμένα με τη Μέθοδο White για
Cross – Section Heteroskedasticity

Dependent Variable: RI-RF				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1/07/2000 12/29/2006				
Included observations: 365				
Cross-sections included: 30				
Total pool (balanced) observations: 10950				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001019	0.001276	-0.798353	0.4247
RM-RF	0.779283	0.047857	16.28372	0.0000
NIITI*(RM-RF)	0.358513	0.058488	6.129712	0.0000
R-squared	0.394732	Mean dependent var		-0.028373
Adjusted R-squared	0.394621	S.D. dependent var		0.040972
S.E. of regression	0.031879	Akaike info criterion		-4.053478
Sum squared resid	11.12496	Schwarz criterion		-4.051478
Log likelihood	22195.79	F-statistic		3569.596
Durbin-Watson stat	2.086996	Prob(F-statistic)		0.000000