



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
& ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΚΕΡΔΗ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
BANK – LEVEL ANALYSIS

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΑΓΓΕΛΟΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ:

ΔΡΑΚΑΤΟΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ

A.M.

ΜΧΡΗ/0809

ΑΘΗΝΑ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2010

ΣΥΝΟΨΗ

Στην παρούσα έρευνα μελετάται η επιρροή της δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος στα τραπεζικά κέρδη. Χρησιμοποιήθηκαν δείκτες τραπεζικής κερδοφορίας τα στοιχεία των οποίων συλλέχτηκαν από την Bank Score και δείκτες για την χρηματοοικονομική δομή από την World Bank Financial Development and Structure Database. Η ανάλυση γίνεται με τη μορφή της γραμμικής παλινδρόμησης και περιλαμβάνει στοιχεία από σαράντα πέντε τράπεζες της Ευρωζώνης για την περίοδο 1994 – 2006. Παρά την κοινή πεποίθηση ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη, απελευθέρωση και απορύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος επιφέρουν μεγαλύτερα τραπεζικά κέρδη, τα αποτελέσματα δείχνουν το αντίθετο. Επίσης, φαίνεται από την εμπειρική ανάλυση ότι το χρηματιστήριο δρα βοηθητικά προς τις τράπεζες, καθώς μεγαλύτερη χρηματιστηριακή ρευστότητα συνοδεύεται από μεγαλύτερα κέρδη για τις τράπεζες.

Λέξεις κλειδιά: χρηματοοικονομική δομή, χρηματοοικονομική ανάπτυξη, τραπεζικά κέρδη, χρηματοοικονομικό σύστημα, απορύθμιση, Ευρωζώνη.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.Εισαγωγή.....	5
2.Χρηματοοικονομικό Σύστημα και Τραπεζικά Ζητήματα	
– Θεωρητικό Υπόβαθρο.....	7
2.1. Εισαγωγή στην Τραπεζική Θεωρία	7
2.1.1.Γιατί υπάρχουν οι τράπεζες	
- Τρεις θεωρητικές προσεγγίσεις	9
2.2. Ιδιωτικοποίηση και Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση	
– Η πορεία προς το σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα.....	10
2.3. Χρηματοοικονομική Καταπίεση και Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη.....	14
2.4. Σύγχρονη Θεωρία Διαμεσολάβησης.....	17
2.5. Αξία μιας Τράπεζας.....	19
2.6. Πως οι Τράπεζες Κερδίζουν Χρήματα Σήμερα;	23
2.6.1.Μη επιτοκιακό εισόδημα.....	23
2.6.2.Η ποικιλία των τραπεζικών στρατηγικών	25
2.7. Προβλήματα με τις Τράπεζες.....	27
2.7.1. Προστασία Τραπεζών και Θεσμικό Πλαίσιο.....	30
3.Έρευνα Βιβλιογραφίας.....	32
3.1.Δομή Χρηματοοικονομικού Συστήματος.....	32
3.2.Σύγκλιση Χρηματοοικονομικών Συστημάτων.....	36
3.3.Παράγοντες που επηρεάζουν τη Δομή, την Ανάπτυξη και Κερδοφορία των Χρηματοοικονομικών Συστημάτων	40

4.Εμπειρικά Αποτελέσματα	49
4.1.Δεδομένα.....	49
4.2.Μοντέλο.....	55
4.3.Οικονομετρική Τεχνική.....	59
4.4. Αποτελέσματα.....	61
4.5.Συζήτηση	65
5.Ανακεφαλαίωση	68
6.Βιβλιογραφία	70
7.Παράρτημα	74

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Παρά την χρηματοοικονομική απελευθέρωση και οικονομική ανάπτυξη των τελευταίων τριάντα χρόνων, οι διαφορές στη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος των χωρών ανά τον κόσμο παραμένουν σημαντικές. Η απορύθμιση των αγορών, η ανάπτυξη του χρηματιστηρίου, οι παγκοσμιοποιημένοι τραπεζικοί όμιλοι και η δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών είναι γεγονός, όμως οι αλλαγές αυτές δεν έχουν επιτελεστεί με τον ίδιο τρόπο και την ίδια ταχύτητα παντού.

Σε πολλές χώρες η διαφορετική προέλευση του νομικού πλαισίου (common law, civil law), η διαφορετική κουλτούρα, η τάση για market-based ή bank-based συστήματα έχουν δημιουργήσει ένα περίπλοκο τοπίο μέσα στο οποίο οι τράπεζες εξακολουθούν να παίζουν σημαντικό ρόλο.

Παρόλο που οι τραπεζικές δραστηριότητες έχουν μετασχηματιστεί, εξακολουθούν να παίζουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο. Εντούτοις, έχουν να ανταγωνιστούν νέους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές όπως τα pension funds και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, καθώς και την αυξημένη επιρροή των money markets.

Στην παρούσα έρευνα θα μελετήσω πώς η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στις χώρες της Ευρωζώνης επηρεάζει την κερδοφορία των τραπεζών. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσω δείκτες από τους ισολογισμούς και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης των τραπεζών, σε συνδυασμό με τους δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης από την World Bank's Financial Development and Structure Database (May 2009). Η χρονική διάρκεια που θα εξετάσω καλύπτει την περίοδο 1994-2006.

Επικεντρώθηκα στην συγκεκριμένη έρευνα γιατί είναι ένα αντικείμενο που έχει ερευνηθεί ελάχιστα κατά το παρελθόν και υπάρχει πεδίο για εκτεταμένη ανάλυση. Επίσης, είναι ένα ζήτημα που προκαλεί αρκετή συζήτηση: Κατά πόσον το πλαίσιο και η δομή μέσα στα οποία δραστηριοποιείται μία τράπεζα επηρεάζουν τα κέρδη της;

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μου έρχονται να επιβεβαιώσουν ότι δεν υπάρχουν απόλυτες απαντήσεις και αφήνουν χώρο για περαιτέρω έρευνα. Γενικά, τα ευρήματα της μελέτης δεν συμφωνούν με τη θεώρηση ότι η απελευθέρωση του συστήματος αυξάνει την τραπεζική κερδοφορία. Όσο περισσότερο εμπλέκεται η κεντρική τράπεζα στο χρηματοοικονομικό σύστημα μιας χώρας, ένδειξη λιγότερο απελευθερωμένου συστήματος, τόσο περισσότερα κέρδη έχουν οι τράπεζες. Επίσης, η ρευστότητα του χρηματιστηριακού τομέα βοηθά τις τράπεζες να αυξήσουν την κερδοφορία τους, κάτι που δείχνει ότι το χρηματιστήριο και οι τράπεζες μπορεί να έχουν μια συμπληρωματική και όχι ανταγωνιστική λειτουργία.

Στο Κεφάλαιο 2, αναλύεται η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος και η πορεία του προς τη σημερινή μορφή, η λειτουργία των τραπεζών, η σημερινή δομή τους και προβλήματα που αντιμετωπίζουν στο σύγχρονο περιβάλλον. Στο Κεφάλαιο 3, αναφέρομαι στην έρευνα βιβλιογραφίας που πραγματοποίησα. Στο Κεφάλαιο 4, παρουσιάζεται η συλλογή των δεδομένων που χρησιμοποίησα, η οικονομετρική τεχνική, τα εμπειρικά αποτελέσματα και η συζήτησή τους. Στο κεφάλαιο 5, συνοψίζω.

2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθεί η λειτουργία των τραπεζών, ο ρόλος τους στο χρηματοοικονομικό σύστημα και οι σύγχρονοι τρόποι που κερδοφορούν. Θα γίνει αναφορά στις δυνάμεις που ώθησαν το χρηματοοικονομικό σύστημα να πάρει τη σημερινή του μορφή. Θα γίνει αναφορά στο πώς υπολογίζεται η αξία μιας τράπεζας και θα αναλυθούν επιγραμματικά τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες σήμερα.

2.1 Εισαγωγή στην Τραπεζική Θεωρία

Μία υγιής οικονομία προϋποθέτει την ύπαρξη ενός σταθερού και αξιόπιστου χρηματοοικονομικού συστήματος, το οποίο να επιτελεί τη θεμελιώδη λειτουργία του: μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονάζουσες παραγωγικές μονάδες στις ελλειμματικές παραγωγικές μονάδες (Casu, Girardone, Molyneux).

Η διαδικασία της μεταφοράς κεφαλαίων μπορεί να γίνει με διαφορετικούς τρόπους, όπως μέσω ομολόγων, μετοχών και δανεισμού. Ο σημαντικότερος όμως τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι μέσω τραπεζικού δανεισμού. Συγκεκριμένα, στην Αμερική μόνο το 31% της εταιρικής χρηματοδότησης γίνεται μέσω μετοχών και χρέους, ενώ μέσω τραπεζικού δανεισμού προέρχεται το 62% της χρηματοδότησης. Όπως φαίνεται οι τράπεζες κυριαρχούν έναντι των άλλων «παιχτών» του χρηματοοικονομικού συστήματος και αυτό γίνεται για πολύ συγκεκριμένους λόγους.

Οι τράπεζες έχουν σημαντικά πλεονεκτήματα που είναι ο βασικός λόγος της υπεροχής τους έναντι των υπολοίπων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Μέσω της λειτουργίας τους επιτελούν τρία βασικά είδη μετασχηματισμών: ρευστότητας, ληκτότητας (maturity) και κινδύνου. Μετασχηματισμό ρευστότητας όταν παίρνουν καταθέσεις μικρής αξίας και της μετατρέπουν σε δάνεια μεγάλης αξίας (στεγαστικά), μέσω των οικονομιών κλίμακας που αναπτύσσουν.

Μετασχηματισμό ληκτότητας όταν μετατρέπουν τις βραχυχρόνιες καταθέσεις σε μακροχρόνια δάνεια. Τέλος, μετασχηματισμό κινδύνου καθώς απορροφούν τον πιστωτικό κίνδυνο μεμονωμένων καταθετών μέσω της διαφοροποίησης του ενεργητικού τους.

Ένα κομμάτι της λειτουργίας των τραπεζών που χρίζει ανάλυσης, καθώς δίνει σε αυτές ένα πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών τους, είναι η διαχείριση της πληροφορίας. Κατά πρώτον, μπορούν να αναπτύσσουν οικονομίες κλίμακας (λόγω του μεγάλου όγκου συναλλαγών) και οικονομίες φάσματος (π.χ. παρέχοντας δάνεια και ασφαλιστικές υπηρεσίες μαζί) μειώνοντας έτσι δραστηρικά τα κόστη συναλλαγών. Το δεύτερο κομμάτι του χειρισμού της πληροφορίας έχει να κάνει με την ασυμμετρία αυτής. Ασυμμετρία πληροφόρησης προκύπτει όταν οι συμμετέχοντες σε μία συναλλαγή δεν έχουν την ίδια πληροφόρηση. Εδώ πρέπει να αναφέρουμε τα δύο προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Το πρώτο από αυτά είναι το πρόβλημα της «εκ διαμέτρου επιλογής» (adverse election) . Οι τράπεζες δεν γνωρίζουν ex ante ποιοι πελάτες τους είναι οικονομικά εύρωστοι και ποιοι όχι, ασχέτως της «έρευνας αγοράς» που κάνουν. Έτσι, μετά τη σύναψη των δανείων αρκετοί φαινομενικά υγιείς πελάτες αδυνατούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Επομένως, όταν το κόστος για ένα δάνειο (δηλαδή το επιτόκιο) αυξάνεται πάνω από το μέσο όρο μόνο οι risky δανειζόμενοι θα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν το κόστος αυτό και η πραγματική αξία των δανείων πέφτει.

Το δεύτερο πρόβλημα που προκύπτει από την ασύμμετρη πληροφόρηση είναι το πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» (moral hazard ή hidden action) και έχει να κάνει με την διαφορετική συμπεριφορά των δανειζόμενων ex post. Όταν για παράδειγμα οι δανειζόμενοι αναλαμβάνουν πιο επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια, από αυτά που είχαν υποσχεθεί αρχικά στην τράπεζα για να αποκτήσουν το δάνειο, ή όταν αποκρύπτουν σημαντικά στοιχεία σχετικά με τις δραστηριότητές τους. Πως μπορούν οι τράπεζες να προστατευτούν; Κυρίως με τον συνεχή έλεγχο της κατάστασης και των δραστηριοτήτων των πελατών τους. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψη τις εκτιμήσεις των rating agencies (Standard and Poor's,

Moody's) ή ακόμα χρησιμοποιώντας επιθεωρητές για την παρακολούθηση των εταιρειών που έχουν δανείσει.

Συνεχίζοντας, ένα τρίτο ζήτημα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι το πρόβλημα του «ελεύθερου καβαλάρη» (free-rider), όταν δηλαδή επενδυτές «αντιγράφουν» επενδυτικές επιλογές άλλων επενδυτών οι οποίοι έχουν πληρώσει να αποκτήσουν τις σωστές πληροφορίες για κάποιες εταιρείες. Αυτό αποτρέπεται μέσω του τραπεζικού δανεισμού, καθώς οι τράπεζες δρουν ιδιωτικά (privately) μη κάνοντας γνωστό ευρύτερα ποιες επιχειρήσεις επιλέγουν να δανείσουν.

Τελειώνοντας το κομμάτι της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι άξια αναφοράς μία μέθοδος που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για να αποφύγουν τα παραπάνω προβλήματα: τα relational contracts. Ουσιαστικά είναι άτυπες συμφωνίες μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους που έχουν σαν βάση την μακροχρόνια και έμπιστη συνεργασία μεταξύ τους. Τέτοιες συνεργασίες βελτιώνουν την ροή πληροφόρησης μεταξύ τράπεζας και δανειζόμενου και επομένως είναι ευεργετικές και για τους δύο.

2.1.1 Γιατί υπάρχουν οι τράπεζες - Τρεις θεωρητικές προσεγγίσεις

Τρεις είναι οι επικρατούσες θεωρητικές προσεγγίσεις για την ύπαρξη των τραπεζών. Η πρώτη αναφέρεται στην ιδιότητα των τραπεζών να ελέγχουν (monitor) τους δανειστές. Μέσω των οικονομιών κλίμακας και φάσματος που αναπτύσσουν, μειώνουν σημαντικά το κόστος παρακολούθησης των δανειστών. Έτσι το monitoring είναι πιο αξιόπιστο και οι καταθέτες εμπιστεύονται τις τράπεζες γνωρίζοντας ότι τα χρήματά τους επενδύονται σε ασφαλείς επιλογές. Η δεύτερη θεωρία παρουσιάζει τις τράπεζες σας «ειδικούς» στην παραγωγή πληροφοριών. Μέσω της συνεχόμενης εξειδίκευσής τους οι τράπεζες παράγουν πληροφορίες που οι επενδυτές δεν θα μπορούσαν να ανακαλύψουν μόνοι τους ή θα ήταν πολύ ακριβό να το κάνουν. Η τρίτη θεωρία, τέλος, υποστηρίζει ότι οι τράπεζες υπάρχουν στο χρηματοοικονομικό σύστημα, γιατί μεταφέρουν κεφαλαία

από τις ελλειμματικές στις πλεονασματικές μονάδες. Συγκεκριμένα, μπορούν να μετατρέπουν τις σχετικά ρευστές και χαμηλού κινδύνου καταθέσεις σε υψηλού ρίσκου και χαμηλής ρευστότητας δάνεια (Casu, Girardone, Molyneux)..

2.2 *Ιδιωτικοποίηση και Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση – Η πορεία προς το σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα*

Η απόλυτη κυριαρχία της ελεύθερης αγοράς που βιώνουμε τις τελευταίες τρεις δεκαετίες δεν ήταν πάντα τόσο προφανής. Ειδικότερα, από το 1930 έως το 1980 ο κρατικός παρεμβατισμός στην οικονομία, με το κράτος να ελέγχει σε μεγάλο βαθμό την αγορά, ήταν η κυρίαρχη τάση. Ο κρατικός τομέας είχε τον ρόλο του απόλυτου ρυθμιστή της αγοράς έχοντας στην κατοχή του πολυάριθμες επιχειρήσεις ακόμα και σε χώρες όπως οι Η.Π.Α., που σήμερα είναι το προπύργιο της ελεύθερης αγοράς. Η τάση για κρατικό παρεμβατισμό βασιζόταν σε τρεις λόγους: στις σοσιαλιστικές ιδέες, στις αναποτελεσματικότητες της ελεύθερης αγοράς και στην ιδέα του κρατικού προστατευτισμού (Kalomiris, Beim 2001)

Η βασική ιδέα πίσω από τον σοσιαλισμό ήταν να μετακυλήσει το χρήμα από τα χέρια των “καπιταλιστών” στα χέρια των εργατών, έτσι ώστε να μην εκμεταλλεύονται οι καπιταλιστές τα κέρδη των εργατών. Η δυναμική του σοσιαλισμού άρχισε να αναπτύσσεται από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα και έφτασε στην κορυφή της με την κρίση του 1930 όταν ανεργία και φτώχεια επικρατούσαν παγκοσμίως.

Η κρίση όμως αυτή εδραίωσε και την αντίληψη για την αναποτελεσματικότητα της αγοράς. Τότε η ελεύθερη αγορά θεωρούταν ως η αιτία για μονοπωλιακές καταστάσεις, κατάχρηση εξουσίας (οικονομικής κατά βάση)

υπέρ των πλουσίων, αλλά θεωρούταν και ανίκανη να βρει τα σωστά κίνητρα για την οικονομική ανάπτυξη, σε αντίθεση με το κράτος.

Επίσης, στις δεκαετίες 1930-1960 ξεκίνησε ο κρατικός προστατευτισμός για ένα βασικό λόγο: το διεθνές εμπόριο έμοιαζε αδύναμο. Αρχικά, οι αναπτυσσόμενες χώρες βάσιζαν την ανάπτυξή τους στις εξαγωγές προς τις ανεπτυγμένες χώρες. Όταν όμως μετά την κρίση του 1930 παρατηρήθηκε η κατάρρευση των τιμών και του εισοδήματος χάθηκε η δυνατότητα των εξαγωγών για τις χώρες αυτές. Έτσι, αναπτύχθηκαν ιδέες “εθνικής ανεξαρτησίας” που οδήγησαν στον προστατευτισμό.

Έτσι, τα παραπάνω σε συνδυασμό με την κυριαρχία της κομμουνιστικής Σοβιετικής Ένωσης στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη αλλά και την εμφάνιση κινήσεων ανεξαρτησίας στις ευρωπαϊκές αποικίες της Αφρικής και Ασίας ξεκίνησαν ένα κύμα κρατικοποιήσεων. Χώρες όπως η Μ. Βρετανία, η Γαλλία, η Ιταλία εθνικοποίησαν πολλές από τις βιομηχανίες τους. Ακόμα και οι Η.Π.Α. εφάρμοσαν μέτρα ελέγχου μισθών και τιμών. Βέβαια, οι κριτικές για το σύστημα αυτό δεν άργησαν να έρθουν.

Η σχολή του Chicago τις δεκαετίες 1960 και 1970 θεωρούσε ότι οι αναποτελεσματικότητες της αγοράς και η ύπαρξη δημόσιων αγαθών δεν σήμαιναν ότι η λειτουργία της αγοράς είναι χειρότερη από αυτή της κρατικής παρέμβασης. Θεωρούσαν ότι τα κυβερνητικά προγράμματα εμπεριείχαν φυσικό κόστος: πολλές φορές οι κυβερνώντες έκαναν λάθη είτε από έλλειψη γνώσης, είτε από αμέλεια. Αλλά το βασικό τους επιχείρημα ήταν ότι οι κυβερνόντες πολλές φορές δρούσαν για προσωπικό όφελος και όχι για όφελος της κοινωνίας. Επίσης, τα κίνητρά τους πολλές φορές ήταν ανίσχυρα γιατί η επιβίωσή τους δεν εξαρτιόνταν από την αποτελεσματικότητα της απόδοσής τους. Σε προέκταση των παραπάνω ούτε οι πολίτες έψαχναν για αποδοτικές δουλειές και επενδύσεις, παρά για τρόπους που θα τους εξασφάλιζαν προνομιακή μεταχείριση από το κράτος. Η κρατική κυριαρχία άντεξε για περίπου έξι δεκαετίες.

Η αρχή έγινε από το Ηνωμένο Βασίλειο στο τέλος του 1970 με κύμα ιδιωτικοποιήσεων που ώθησε και άλλες ευρωπαϊκές δυνάμεις, όπως η Γαλλία, να συνεχίσουν. Η πτώση του κομμουνιστικού καθεστώτος στην Σοβιετική Ένωση

εδραίωσε την νέα εποχή σε ολόκληρη την Ευρώπη που σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση του 1989-1991 έδωσε την ευκαιρία στις αναπτυσσόμενες χώρες να αναδιαρθρώσουν τις οικονομίες τους. Ακολούθως, Λατινική Αμερική, ανατολική Ασία και λιγότερο κεντρική Ασία, Μέση Ανατολή και βόρεια Αφρική συνέχισαν τις ιδιωτικοποιήσεις.

Αξίζει να δει όμως κανείς γιατί οι ιδιωτικές επιχειρήσεις υπερίσχυαν των κρατικών.

Ο βασικός λόγος είναι η διαφορά για το πώς έβλεπαν την ιδέα της οικονομικής ανάπτυξης. Μια επιχείρηση αξιοποιεί τα διαθέσιμα κεφάλαιά της χρηματοδοτώντας διάφορα επενδυτικά σχέδια. Στις μεν ιδιωτικές επιχειρήσεις ο πρώτιστος στόχος είναι η δημιουργία αξίας από το χρήμα. Επιλέγουν τα επενδυτικά σχέδια εκείνα που θα δημιουργήσουν κέρδος, δηλαδή τα έσοδα να είναι μεγαλύτερα από το κόστος κεφαλαίου. Μέσω της αγοράς τα κεφάλαια μετακινούνται στις επιχειρήσεις που παράγουν κέρδος, ενώ οι μη αποτελεσματικές επιχειρήσεις οδηγούνται μοιραία στην πτώχευση.

Στις δε κρατικές επιχειρήσεις, πρώτιστος στόχος είναι η διόγκωση. Επιλέγουν δηλαδή επενδυτικά σχέδια που θα αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησης, ασχέτως αν τα έσοδα καλύπτουν το κόστος της επένδυσης. Όμως, μακροπρόθεσμα, αν η επιχείρηση δεν καλύπτει τα κόστη της από τα έσοδά της θα δημιουργηθούν ελλείμματα και μοιραία η επιχείρηση θα καταρρεύσει. Άλλοι λόγοι της αναποτελεσματικότητας των κρατικών επιχειρήσεων είναι οι, πολλές φορές, πολλαπλές λειτουργίες τους (δεν έχουν έναν ξεκάθαρο σκοπό) και οι μονοπωλιακές συνθήκες στον κρατικό τομέα (επομένως λόγω έλλειψης ανταγωνισμού οι τιμές δεν προσαρμόζονται στα θεωρητικά σωστά επίπεδα και επίσης παρατηρείται λιγότερη προσπάθεια από τους διοικούντες αφού δεν υπάρχει το “άγχος” της επιβίωσης).

Η απελευθέρωση της αγοράς δεν είναι μία εύκολη διαδικασία και απαιτεί περισσότερο χρόνο από ότι η κρατικοποίηση της αγοράς. Καταρχάς, είναι μια πολύπλοκη και πολυδιάστατη διαδικασία. Οι κυβερνόντες είναι συνήθως διστακτικοί στο να αφήσουν τον έλεγχο των επιχειρήσεων, γιατί χάνουν μέρος της εξουσίας τους. Επιπροσθέτως, καταπιέσεις του χρηματοοικονομικού

συστήματος όπως τα υποχρεωτικά διαθέσιμα των τραπεζών και οι περιορισμοί στα επιτόκια καταθέσεων δυσκολεύουν τη μετάβαση στην ελεύθερη αγορά.

Επίσης, υπάρχουν ρεαλιστικές κοινωνικές ανησυχίες για την χρηματοοικονομική απελευθέρωση. Συγκεκριμένα, τα υποχρεωτικά διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα και ο έλεγχος των επιτοκίων μπορούν να αποτρέψουν χρηματοοικονομικές κρίσεις. Οι ξένες τράπεζες μπορεί να αποδυναμώσουν το εγχώριο τραπεζικό σύστημα και η εισροή κεφαλαίων σε συνδυασμό με βραχυπρόθεσμο δανεισμό μπορεί να φέρει κρίση ρευστότητας. Ενώ, ο έλεγχος συγκεκριμένων επιχειρήσεων από το κράτος αποτρέπει σε ένα ποσοστό τη δημιουργία μονοπωλίων από πλευράς των ιδιωτών. Παρόλαυτα, τα παραπάνω δεν αντισταθμίζουν τα οφέλη της απελευθέρωσης της αγοράς.

Μια ελεύθερη αγορά βοηθά στην οικονομική ανάπτυξη. Μέσω αυτής τα κεφάλαια καταλήγουν στις επιχειρήσεις που καλύπτουν το κόστος κεφαλαίου τους και φεύγουν από τις επιχειρήσεις που καταστρέφουν την αξία του χρήματος. Επιπλέον, οι τράπεζες μετά το δανεισμό αναπτύσσουν συστήματα ελέγχου των πελατών τους αφού σε περίπτωση κακής επιλογής θα είναι αυτές που θα υποστούν τις συνέπειες. Επομένως, δημιουργούνται κίνητρα να επιλεγθούν οι καλύτεροι δανειζόμενοι και αναλόγως τον κίνδυνο ρυθμίζεται και το ανάλογο κόστος (επιτόκιο δανεισμού). Συνολικά, η πρακτική αυτή καθρεφτίζεται σε ολόκληρη την οικονομία μεταφέροντας την ανάπτυξη των μεμονωμένων επιχειρήσεων σε ανάπτυξη της χώρας.

Βέβαια, για να λειτουργήσει η ελεύθερη αγορά χρειάζεται και την βοήθεια του κράτους. Ανεξέλεγκτη αγορά, χωρίς κανένα ρυθμιστικό πλαίσιο μπορεί να οδηγήσει σε κρίσεις παρόμοιες με την κρίση του 2008. Οι χώρες χρειάζονται επίσης ένα εποπτικό πλαίσιο που θα προστατεύει τους επενδυτές από την εξαπάτηση, ιδίως όταν ιδρύεται ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα.

Γενικά, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος προϋποθέτει ένα στέρεο νομικό καθεστώς που θα επιβάλει την τήρηση των χρηματοοικονομικών συμφωνιών, θα καθορίζει ξεκάθαρα τις λογιστικές μεθόδους και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, θα προσφέρει δημοσιονομική σταθερότητα και θα δημιουργήσει ένα δίκτυο πληροφόρησης για τους επενδυτές.

2.3 Χρηματοοικονομική Καταπίεση και Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

Η ελεύθερη αγορά και ο περιορισμός του κρατικού παρεμβατισμού είναι τα κύρια στοιχεία του σύγχρονου οικονομικού συστήματος που έχουν διαμορφώσει την αυξανόμενη ανάπτυξη του αναπτυσσόμενων οικονομιών και που επιταχύνουν την σύγκλιση των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Στην ελεύθερη οικονομία καθρεφτίζεται μια δυναμική μεσαία τάξη, η οποία πιέζει τις κυβερνήσεις για λιγότερους φόρους, λιγότερο αυταρχισμό και καλύτερη αξιοποίηση των φορολογικών εσόδων (Kalomiris, Beim 2001).

Στα πλαίσια του χρηματοοικονομικού συστήματος επιτελούνται δύο βασικές λειτουργίες: η αποταμίευση και επένδυση των χρημάτων, καθώς και η μεταφορά χρήματος στις πιο αποδοτικές επενδυτικές επιλογές. Κυρίαρχο ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα παίζουν οι τράπεζες, ενώ ο ανταγωνισμός που αναπτύσσεται μεταξύ αυτών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων βοηθά στην εκμετάλλευση των παραγωγικότερων ευκαιριών.

Παρά όμως την ελευθερία του χρηματοοικονομικού συστήματος οι κυβερνήσεις υπεισέρχονται στην λειτουργία του σε τρεις βασικούς και απαραίτητους πυλώνες. Κατά πρώτον, θεσπίζουν νόμους για να διευκολύνουν την λειτουργία των τραπεζών και των αγορών χρεογράφων αποτρέποντας τις οικονομικές απάτες κατά των επενδυτών, νόμους για χρεοκοπημένες εταιρείες και νόμους για την τήρηση των χρηματοοικονομικών συμβολαίων μεταξύ των αντισυμβαλλομένων.

Κατά δεύτερον, αποτρέπουν τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε αγορές χρεογράφων να αποκρύπτουν πληροφορίες από το επενδυτικό κοινό. Και κατά τρίτον, ελέγχουν τις συναλλαγματικές ισορροπίες της χώρας ώστε να μην δημιουργηθούν δυσχέρειες (πληθωρισμό μέσω της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος) στην εγχώρια χρηματοοικονομική αγορά. Βέβαια, έχει αποδειχτεί ότι πολλές φορές οι κυβερνήσεις αποτυγχάνουν να παίξουν το ρόλο αυτό είτε γιατί οι

κυβερνώντες δεν έχουν την απαραίτητη δύναμη, είτε γιατί οδηγούνται από προσωπικές επιδιώξεις.

Εδώ αξίζει να αναφέρουμε τους έξι τρόπους που καταπιέζεται το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ο πρώτος τρόπος είναι η θέσπιση ανώτατου ορίου για τα επιτόκια καταθέσεων. Άμεση συνέπεια ενός τέτοιου περιορισμού είναι να μειώσει την πραγματική απόδοση των καταθετών, να μειώσει τον αριθμό των προσφερόμενων δανείων και τελικά να αυξήσει το κόστος δανεισμού για τους μεμονωμένους επενδυτές. Ο δεύτερος τρόπος είναι η αύξηση των υποχρεωτικών διαθεσίμων στην κεντρική τράπεζα. Παρόλο που αυτή η διακράτηση κεφαλαίων στην κεντρική τράπεζα έχει σημαντικά οφέλη (ασφάλεια χρημάτων, πρόληψη χρηματοοικονομικών κρίσεων), η πρακτική αυτή λειτουργεί σαν ένας επιπλέον φόρος για τις τράπεζες αφού τα κεφάλαια αυτά δεν τοκίζονται ή τοκίζονται ελάχιστα (2%). Ιδιαίτερα σε περιόδους πληθωρισμού αυξάνεται το κόστος της διακράτησης αυτής και οι τράπεζες ανοίγουν το spread μεταξύ επιτοκίου καταθέσεων και δανεισμού για να καλύψουν τη ζημία που προκύπτει.

Συνεχίζοντας, τρίτος τρόπος είναι η κατευθυνόμενη πίστωση από πλευράς κυβερνήσεων. Αυτό συμβαίνει μέσω των χρημάτων των κεντρικών τραπεζών ή μέσω κρατικοποιημένων τραπεζών οι οποίες δανείζουν συγκεκριμένες επιχειρήσεις για προσωπικά οφέλη των κυβερνώντων. Με τον τρόπο αυτό η κυβέρνηση απορροφά μέρος της διαθέσιμης πίστωσης για τους επενδυτές και αυξάνεται επακόλουθα το κόστος δανεισμού (αυξάνεται ξανά το spread). Το χρηματοοικονομικό σύστημα καταπιέζεται με έναν ακόμα τρόπο όταν οι κυβερνήσεις κατέχουν τις μεγάλες τράπεζες μίας χώρας (αν όχι όλες). Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω παρατηρείται κατευθυνόμενη πίστωση προς όφελος των κυβερνόντων και εις βάρος της ελεύθερης αγοράς. Βέβαια αξίζει εδώ να αναφερθεί ότι ο κρατικός έλεγχος των τραπεζών δεν πηγάζει πάντα από προσωπικά οφέλη, αλλά πολλές φορές (όπως στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση) οι κυβερνήσεις επεμβαίνουν για να σώσουν τράπεζες από χρεοκοπία, χρεοκοπία που μπορεί να επιφέρει κραδασμούς σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα-*domino effect*.

Πέμπτος τρόπος καταπίεσης είναι οι περιορισμοί στην είσοδο νέων επιχειρήσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα και οι περιορισμοί ξένων εταιρειών να ανοίξουν υποκαταστήματα στην χώρα. Όσο ισχυρότεροι είναι τέτοιου είδους περιορισμοί τόσο λιγότερες υποσχόμενες επιχειρήσεις θα μπουν στο εγχώριο σύστημα, τόσο πιο αδύναμος θα είναι ο ανταγωνισμός και τόσο περισσότερο θα παρατηρούνται ολιγοπωλιακά φαινόμενα. Τέλος, έκτη μορφή καταπίεσης είναι ο περιορισμός κίνησης κεφαλαίων μέσω επιπλέον φόρων στην εισροή κεφαλαίων, φαινόμενο που παρατηρείται συνήθως στις αναπτυσσόμενες χώρες. Όταν αυτό συμβαίνει δυσχεραίνεται η σύγκλιση των οικονομιών αυτών και χάνονται επενδυτικές ευκαιρίες καθώς και η δυνατότητα της διεθνούς διαφοροποίησης.

Πώς όμως μετριέται η καταπίεση του χρηματοοικονομικού συστήματος; Όσον αφορά τα υποχρεωτικά διαθέσιμα υπάρχει παγκοσμίως η τάση για τη μείωση τους, επομένως όσο λιγότερα τόσο καλύτερα για τις τράπεζες. Αντίθετα, οι περιορισμοί στα επιτόκια είναι πιο δύσκολο να μετρηθούν. Εδώ αξίζει να αναλύσει κανείς τα *πραγματικά επιτόκια*, δηλαδή το ποσό που οι επενδυτές κερδίζουν ή χάνουν όταν καταθέτουν τα χρήματά τους. Γενικά, όταν ο πληθωρισμός είναι μεγαλύτερος από το ονομαστικό επιτόκιο τότε υπάρχει αρνητική απόδοση για τους επενδυτές (χάνουν αγοραστική δύναμη), ενώ όταν συμβαίνει το αντίστροφο υπάρχει θετική απόδοση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ότι στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και της κεντρικής Ασίας οι πραγματικές αποδόσεις κυμαίνονταν από -10% έως 0% μέχρι και τις αρχές του 1990.

Σχετικά με την αρνητική εμπλοκή των κυβερνήσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα επίσης δεν είναι ξεκάθαρος ο τρόπος μέτρησής της. Δύο δείκτες όμως μπορούν να ξεδιαλύνουν κάπως την κατάσταση. Ο πρώτος αφορά το ποσοστό της συνολικής πίστωσης που καταλήγει στον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος όσο μεγαλύτερος τόσο καλύτερα τα πράγματα για την λειτουργία της αγοράς. Ο δεύτερος μετράει το ποσοστό του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών προς το σύνολο αθροιστικά του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών και του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας. Όσο υψηλότερος τόσο μεγαλύτερο ρόλο παίζει ο δανεισμός των τραπεζών. Συνεχίζοντας, μετρώντας το ποσοστό των

ρευστοποιήσιμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ΑΕΠ βλέπουμε το κατά πόσον οι επενδυτές καταθέτουν τα χρήματά τους και “γεμίζουν” το δεξί μέρος του ισολογισμού των τραπεζών. Δείκτης σημαντικός που φανερώνει την οικονομική και χρηματοοικονομική ανάπτυξη μίας χώρας. Τελευταίο μέτρο για την χρηματοοικονομική καταπίεση είναι το μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς. Ανεπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά είναι σημάδι ευημερίας του χρηματοοικονομικού τομέα μίας χώρας, αφού μέσω αυτής γίνεται χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων για πολλές επιχειρήσεις. Άλλωστε, η ιδέα μίας συγκλίνουσας οικονομίας είναι στενά συνδεδεμένη με την ανάπτυξη του τομέα αυτού.

Στην σύγχρονη κοινωνία μας είναι πλέον φανερό ότι η απελευθέρωση και η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος οδηγεί στην οικονομική ανάπτυξη. Υπάρχει δηλαδή άμεση συσχέτιση του πλούτου με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Παρά τις ατέλειες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως τα κόστη συναλλαγών και η ασύμμετρη πληροφόρηση, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και κυρίως οι τράπεζες είναι αυτές που “κατευθύνουν” την ροή των κεφαλαίων στις αποδοτικότερες επενδυτικές επιλογές προς όφελος και των δανειστών που απολαμβάνουν την επιτοκιακή απόδοση αλλά και των δανειζομένων που μπορούν έτσι να χρηματοδοτήσουν τα εγχειρήματά τους. Οι εμπειρικές μελέτες των τελευταίων δεκαετιών έχουν καταδείξει ότι ένας υγιής χρηματοοικονομικός τομέας είναι απαραίτητος για την οικονομική ευημερία.

2.4 Σύγχρονη Θεωρία Διαμεσολάβησης

Είναι γεγονός πως στον σύγχρονο χρηματοοικονομικό τομέα, όπως έχει διαμορφωθεί τις τρεις τελευταίες δεκαετίες, οι παραδοσιακές λειτουργίες των τραπεζών έχουν χάσει έδαφος. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση των κόστη συναλλαγών και της ασύμμετρης πληροφόρησης. Σε αυτό το διαφορετικό περιβάλλον pension funds και money markets έχουν αυξήσει το μερίδιο αγοράς

τους, παίζοντας καταλυτικό ρόλο στην μεταφορά κεφαλαίων. Προσθέτοντας στα παραπάνω και την ανάπτυξη των αγορών παραγώγων, που επιτελούν και αυτές διαμεσολαβητικό ρόλο, γεννιέται το ερώτημα αν οι τράπεζες είναι ακόμα σημαντικές και αν η θεωρία διαμεσολάβησης πρέπει να διαμορφωθεί ώστε να περιλαμβάνει έννοιες όπως η διαχείριση κινδύνου (Allen, Santomero, 1999).

Μια ματιά στους αριθμούς δείχνει ακριβώς αυτό: την αλλαγή των δεδομένων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Καταρχάς, το μερίδιο των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων σε σχέση με τα μη-τραπεζικά ιδρύματα έχει μειωθεί. Συγκεκριμένα, στην Αμερική από περίπου 60% την δεκαετία του 1950 σε 22% το 1998. Παρόλαυτα, το ποσοστό των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού σε σχέση με το GDP έχει παραμείνει σταθερό. Εν συνεχεία, διαφαίνεται μία τάση απομάκρυνσης των επενδυτών από τα τραπεζικά ιδρύματα προς μη τραπεζικούς διαμεσολαβητές. Επιπροσθέτως, παρατηρείται μία μεταστροφή των δραστηριοτήτων των τραπεζών. Οι τράπεζες πλέον πέρα από την χορήγηση δανείων σε καταναλωτές και νοικοκυριά δραστηριοποιούνται σε “fee-producing activities”, όπως τιτλοποιήσεις, ασφαλιστικά, trusts, mutual funds.

Μία ακόμη παράμετρος άξια αναφοράς είναι η διαχείριση του ρίσκου από πλευράς τραπεζών. Πάντα οι τράπεζες διαχειρίζονταν το ρίσκο, αφού με τις σχετικά ασφαλείς καταθέσεις χρηματοδοτούσαν τα risky assets του ενεργητικού τους. Είναι όμως σαφές ότι το risk management έχει διαφοροποιηθεί στο πέρασμα των δεκαετιών, απόδειξη του οποίου είναι η αυξανόμενη χρήση παραγώγων από τα τραπεζικά ιδρύματα. Πλέον, η κλασική θεωρία διαφοροποίησης δεν καλύπτει μη διαφοροποιήσιμους κινδύνους, όπως τα μακροοικονομικά shocks. Τεχνικές όπως intergenerational risk sharing (όπου οι μη διαφοροποιήσιμοι κίνδυνοι “μοιράζονται” σε διαφορετικές γενιές) έχουν επικρατήσει για την αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού. Πρόβλημα που όχι απλά δεν λύνουν οι αγορές χρήματος, αλλά μάλλον επιδεινώνουν, καθώς οι επενδυτές επενδύουν σε αυτές σε καιρούς ανάπτυξης, ενώ καταφεύγουν στις τράπεζες σε περιόδους κρίσης. Έτσι, το intergenerational risk sharing που επιδιώκουν οι τράπεζες δεν μπορεί να λειτουργήσει. Συμπερασματικά, στις

χώρες όπου οι αγορές χρήματος είναι πιο ανεπτυγμένες το risk management είναι πιο σημαντικό για τις τράπεζες γιατί ανταγωνίζονται τις αγορές αυτές.

Ο ανταγωνισμός αυτός έχει αναγκάσει τις τράπεζες να αναπτύξουν νέα προϊόντα και να δραστηριοποιηθούν σε νέες αγορές για να επιβιώσουν, παρακάμπτοντας πολλές φορές το θεσμικό πλαίσιο που τις περιορίζει. Ο παραδοσιακός ρόλος τους να μετατρέπουν τις καταθέσεις σε δάνεια έχει συρρικνωθεί. Επιδίωξή τους είναι να μεταφέρουν το ρίσκο σε αυτούς που το “αντέχουν” περισσότερο. Σύμμαχος τους σε αυτό είναι η έλλειψη τεχνογνωσίας, η έλλειψη χρόνου και τα υψηλά κόστη συμμετοχής για τους μεμονωμένους επενδυτές. Επομένως, η σύγχρονη διαμεσολάβηση των τραπεζικών ιδρυμάτων περιλαμβάνει επενδυτές και πολύπλοκες χρηματοοικονομικές αγορές (π.χ. αγορές παραγώγων). Βέβαια, οι νέοι μέθοδοι των τραπεζών πρέπει να είναι κατανοητές στο επενδυτικό κοινό, αν και συνήθως είναι πολύπλοκες στην υλοποίησή τους.

2.5 Αξία μιας Τράπεζας

Η μέτρηση της αξίας μίας τράπεζας είναι μία πολύπλοκη διαδικασία που ήρθε στην επιφάνεια με δυσάρεστο τρόπο στην πρόσφατη κρίση καταδεικνύοντας την σπουδαιότητα της αξιόπιστης μέτρησής της.

Θεωρητικά, η αξία μίας τράπεζας είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και των στοιχείων του παθητικού. Το κρίσιμο θέμα όμως είναι αν μένει διαχρονικά ίδια η αξία των στοιχείων του ενεργητικού καθώς πάντα υπάρχει ο φόβος της πτώχευσης των δανειζόμενων που θα επιφέρει άμεση υποτίμηση της αξίας των δανείων. Επομένως, υπάρχει ένας βαθμός αβεβαιότητας στην τιμολόγηση του ενεργητικού που επιδεινώνεται σε περιόδους κρίσεων και οικονομικής αστάθειας. Απτήν άλλη, πολύ λιγότερο προβληματική είναι η τιμολόγηση του παθητικού μια και η αβεβαιότητα είναι περιορισμένη (Lindgren, Garcia, Saal 1996)

Βασικό σημείο για τις τράπεζες είναι η διατήρηση της κεφαλαιακής τους επάρκειας (τα κεφάλαια που θα έμεναν στην τράπεζα αν αποπλήρωνε όλες τις υποχρεώσεις της): πρώτον για να μπορούν να δημιουργούν νέα δάνεια και δεύτερον για υπάρχει κάλυψη σε περίπτωση “μαζεμένων” πτωχεύσεων δανείων. Στο τελευταίο σημείο φάνηκε η γύμνια των τραπεζών κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης: τραπεζικοί κολοσσοί όπως η *Deutsche Bank* με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια (γύρω στο 6%) βρέθηκαν εκτεθειμένοι μετά την κατάρρευση των στοιχείων του ενεργητικού τους.

Valuation Techniques

Παρόλο που αρκετές τράπεζες έχουν αναπτύξει οι ίδιες τεχνικές μέτρησης της αξίας των δανειακών τους χαρτοφυλακίων οι εγχώριοι λογιστικοί κανόνες καθώς και οι bank supervisors αλλοιώνουν τις τεχνικές αυτές.

Τιμολόγηση δανείων σε «κανονικές εποχές»: εξέχον ερώτημα στην τιμολόγηση των δανείων είναι το ζήτημα αν τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να μετρούνται με βάση ιστορικά στοιχεία (book values) ή με βάση την αγοραία αξία (mark-to-market analysis). Οι πιο πολλές χώρες επιβάλουν την τιμολόγηση με βάση ιστορικά στοιχεία παρόλο που είναι πολύ πιθανό η αξία που προκύπτει να είναι υπερτιμημένη αφού πολλά δάνεια έχουν χάσει μέρος της αξίας τους. Από την άλλη, η τιμολόγηση με βάση τις τιμές της αγοράς είναι σαφώς πιο ακριβής και καταδεικνύει με μεγαλύτερη ακρίβεια την ορθή αξία των περιουσιακών στοιχείων. Τα προβλήματα όμως που προκύπτουν είναι αποθαρρυντικά: σε πολλές χώρες οι αγορές είναι ακόμα αναπτυσσόμενες ή με σημαντικές αναποτελεσματικότητες (inefficient). Επίσης πολλά assets δεν υπάρχουν σε αγορές ώστε να φαίνεται ξεκάθαρα η πραγματική τους αξία (π.χ. καταθέσεις ή πακέτα δανείων). Έτσι, παρόλο που η τιμολόγηση με book values είναι ανεπαρκής συνεχίζει να αποτελεί τη βάση της τιμολόγησης.

Κατηγοριοποίηση δανείων και προβλέψεις για επισφαλή δάνεια : σε μία προσπάθεια να βρεθεί η πραγματική αξία των δανείων οι τράπεζες προχωρούν συχνά σε προβλέψεις υποτίμησης της αξίας των δανείων τους. Αυτό γίνεται για να προκαταλάβουν πιθανή μελλοντική μείωση της αξίας των δανείων λόγω πτωχεύσεων των δανειζόμενων, ειδικά σε περιπτώσεις που η τράπεζα δεν

μπορεί να καλύψει την αξία αυτή από τις εγγυήσεις που έχει αρχικά πάρει. Γενικά, η υποτίμηση αυτή καθρεφτίζει την αξία των δανείων σε μία αποτελεσματική αγορά και βασίζονται κυρίως σε ιστορικούς μέσους όρους.

Τιμολόγηση αξιόγραφων: σε αντίθεση με τα δάνεια, τα χρεόγραφα του χαρτοφυλακίου μίας τράπεζας μπορούν να αποτιμηθούν με βάση τις αγοραίες αξίες τους. Όμως και πάλι αν κρατηθούν μέχρι τη λήξη τους η αξία του δικαιώματος ή της υποχρέωσης της τράπεζας δεν αλλάζει επομένως η αποτίμησή τους γίνεται με βάση την αρχική αξία. Η πληροφορία της αγοραίας αξίας είναι χρήσιμη για τους managers όμως δεν αλλάζει κάτι στην τιμολόγηση των χρεογράφων. Στην περίπτωση των χρεογράφων που έχει εκδώσει η τράπεζα ισχύουν τα ανωτέρω. Η διαφοροποίηση υπάρχει στην περίπτωση των χρεογράφων που η τράπεζα έχει στην κατοχή της. Εδώ γίνεται ο διαχωρισμός σε επενδυτικό χαρτοφυλάκιο και εμπορικό χαρτοφυλάκιο. Τα χρεόγραφα που η τράπεζα διατηρεί και τα διαπραγματεύεται καθημερινά (Trading portfolio) τιμολογούνται mark-to-market, αντίθετα τα χρεόγραφα που η τράπεζα διατηρεί για επενδυτικούς σκοπούς και επομένως τα διακρατεί για μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα (Investment portfolio) τιμολογούνται βάση τιμών κτήσης.

Προβλήματα με την εφαρμογή τέτοιων τεχνικών

Βασικό κομμάτι των σύγχρονων τραπεζών είναι τα εκτός ισολογισμού στοιχεία, όπως οι τιτλοποιήσεις ή τα άυλα στοιχεία όπως η υπεραξία. Σε τέτοιου τύπου στοιχεία η τιμολόγηση δεν είναι εφικτή. Ειδικά για τα εκτός ισολογισμού στοιχεία των οποίων το μέγεθος είναι αρκετά μεγάλο έχουν γίνει συνεχιζόμενες προσπάθειες από τα ρυθμιστικά πλαίσια της Βασιλείας για την τιμολόγησή τους και μόνο πολύ πρόσφατα με την τελευταία Βασιλεία (Basel 2) έχουν μπει οι βάσεις για τον έλεγχο τους. Πολλοί μάλιστα ειδικοί του risk management υποστήριξαν ότι η επικείμενη τιμολόγησή των τιτλοποιήσεων (στην Αμερική η Βασιλεία 2 δεν έχει εφαρμοστεί ακόμα) ώθησε τις τράπεζες σε ένα rally τιτλοποιήσεων με αποτέλεσμα την υπερτιτλοποίηση ριψοκίνδυνων δανείων, μία από τις αφορμές για την μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση.

Δεύτερο πρόβλημα είναι η δυσκολία τιμολόγησης σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού όταν και οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων αλλάζουν γρήγορα. Ο υψηλός πληθωρισμός “χτυπάει” την παρούσα αξία των assets μια και τα ονομαστικά επιτόκια αυξάνονται. Αντίθετα, ο αποπληθωρισμός έχει αντίκτυπο στην αξία των εγγυήσεων (collateral) και δίνει στους δανειστές το κίνητρο της μη αποπληρωμής των δανειακών τους υποχρεώσεων, αφού η εγγύηση που ενδεχομένως να χάσουν σε μία τέτοια περίπτωση (ακίνητο π.χ.) έχει χάσει μέρος της αρχική του αξίας (ακόμη ένα ζήτημα που πολλοί υποστηρίζουν ότι ήταν μία από τις αφορμές της πρόσφατης κρίσης).

Επίσης, σε συνέχεια του παραπάνω σημείου, σε περιόδους απότομων οικονομικών μεταβολών οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων μεταβάλλονται απροσδόκητα με συνέπεια την μεταβολή της καθαρής θέσης της τράπεζας. Πιο έντονο είναι όμως το παραπάνω πρόβλημα για τράπεζες των οποίων το μέλλον είναι αμφίβολο. Η αβεβαιότητα για το μέλλον και την μελλοντική δραστηριότητα της τράπεζας κάνει την πιθανή υποτίμηση της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων πιο επικίνδυνη και δυσχερέστερη την τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων.

Τελευταίο πρόβλημα είναι αυτό της απόκρυψης από την πλευρά της τράπεζας της πραγματικής της οικονομικής κατάστασης, “μαγειρεύοντας” τα οικονομικά στοιχεία. Κάτι που ενδεχομένως να ενθαρρύνεται ή να μην ελέγχεται επαρκώς είτε από τις κυβερνήσεις (περισσότεροι φόροι), είτε από τους επενδυτές (περισσότερα μερίσματα).

Είναι φανερό και από τα παραπάνω η αναγκαιότητα του ελέγχου των τραπεζών. Έλεγχος όσον αφορά τις σωστές προβλέψεις υποτίμησης και της δημοσίευσης των ορθών οικονομικών στοιχείων για να αποτραπεί η προσπάθεια των τραπεζών να ελαχιστοποιήσουν τις δημοσιευμένες ζημιές τους και να μεγιστοποιήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη τους. Μία “έγκυρη” τράπεζα είναι προς των συμφέρον των οικονομικών αρχών, των επενδυτών και του ίδιου του τραπεζικού συστήματος.

2.6 Πώς οι Τράπεζες Κερδίζουν Χρήματα Σήμερα;

2.6.1 Μη επιτοκιακό Εισόδημα

Έχοντας μετασηματιστεί άρδην ο τρόπος δραστηριοποίησης των τραπεζών, επακόλουθα, και ο τρόπος που οι τράπεζες βγάζουν χρήματα έχει ξεφύγει από τον παραδοσιακό τρόπο της διαφοράς μεταξύ επιτοκίου κατάθεσης και επιτοκίου δανεισμού, το γνωστό spread. Παρόλο που η παραδοσιακή αυτή δραστηριότητα αποφέρει κάτι παραπάνω από το 50% των συνολικών κερδών των τραπεζών, μη επιτοκιακές δραστηριότητες συμπληρώνουν το υπόλοιπο σχεδόν 50% (από περίπου 20% που ήταν την δεκαετία του 1970).

Οι μη επιτοκιακές δραστηριότητες είναι δραστηριότητες που αποφέρουν έσοδα στην τράπεζα μέσω των προμηθειών που λαμβάνει. Αυτές χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη είναι μη παραδοσιακές δραστηριότητες όπως το investment banking, insurance activities και securities brokerage. Η δεύτερη είναι παραδοσιακές δραστηριότητες όπως cash management, deposit account services και trust account services. Ενώ η τρίτη είναι νέες δραστηριότητες όπως τιτλοποιήσεις και on-line υπηρεσίες (De Young, Rice 2004).

Ποιοι όμως οι λόγοι της αύξησης των μη επιτοκιακών δραστηριοτήτων; Αρχικά, η απορύθμιση των αγορών έδωσε την ευκαιρία στις τράπεζες να έχουν έσοδα από μη παραδοσιακές δραστηριότητες. Επιπροσθέτως, η πρόοδος στην τεχνολογία, στην επικοινωνία και στα χρηματοοικονομικά προϊόντα έδωσε την ευκαιρία να διεκπεραιώνονται οι παραδοσιακές δραστηριότητες πιο αποτελεσματικά. Αποτελεσματικότητα που μεταφράζεται σε μικρότερα ανά μονάδα κόστη, βελτιωμένες υπηρεσίες στους πελάτες, αλλά και αυξημένο εισόδημα από προμήθειες. Τέλος, οι τιτλοποιήσεις δημιούργησαν σημαντικές οικονομίες κλίμακας που είχαν ως αποτέλεσμα σημαντικά εισοδήματα από προμήθειες.

Βέβαια, οι τρόποι κερδοφορίας δεν είναι ίδιοι για όλες τις τράπεζες. Τα μη επιτοκιακά εισοδήματα είναι χαρακτηριστικό κυρίως των μεγάλων τραπεζών. Στις τράπεζες με σύνολο ενεργητικού κάτω από 1 δις \$ μόνο 1\$ στα 5\$ λειτουργικών εσόδων προέρχεται από μη επιτοκιακές δραστηριότητες. Το αντίστοιχο νούμερο

για τράπεζες με ενεργητικό πάνω από 1 δις \$ είναι 1\$ στα 2\$ του συνολικού λειτουργικού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μεγαλύτερες τράπεζες αναπτύσσουν οικονομίες κλίμακας μειώνοντας κατά πολύ το κόστος σε σχέση με τα έσοδα από προμήθειες. Ένας δεύτερος λόγος είναι ότι, με το μεγάλο τους ενεργητικό, οι μεγαλύτερες τράπεζες μπορούν να προχωρήσουν σε δραστηριότητες όπως οι τιτλοποιήσεις πουλώντας αυτό το μεγάλο “pool of assets”. Αντίθετα, οι μικρότερες τράπεζες μπορούν να ποντάρουν σε άλλους τομείς για έσοδα από προμήθειες. Ποντάρουν στην εξατομικευμένη σχέση που έχουν με τους πελάτες τους και στα έσοδα από τις “deposit service charges”.

Η μεταστροφή αυτή των τραπεζών σε μη επιτοκιακά εισόδημα αρχικά φαινόταν ότι προσφέρει δύο σημαντικά πλεονεκτήματα, όσον αφορά τον εκτιθέμενο κίνδυνο. Από τη μία, οι λιγότερες παραδοσιακές διαμεσολαβητικές δραστηριότητες θα μειώναν τον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο και από την άλλη, οι διαφορετικές πηγές εσόδων έμοιαζαν να μειώνουν το volatility των κερδών μέσω της διαφοροποίησης. Σε όλη την δεκαετία του 1990 οι τραπεζίτες πίστευαν ότι το εισόδημα μέσω προμηθειών ήταν κάτι σχετικά σταθερό χωρίς ιδιαίτερες διακυμάνσεις. Όμως το σκεπτικό αυτό άρχισε να αλλάζει στις αρχές του 2000.

Ένα πρώτο επιχείρημα είναι ότι τα επιτοκιακά έσοδα έρχονται μέσα από μια “σχέση εμπιστοσύνης” που αναπτύσσεται με τους πελάτες. Παρά το γεγονός ότι τα έσοδα αυτά επιβαρύνουν την τράπεζα με επιτοκιακό και πιστωτικό κίνδυνο, υπάρχει ένα χαμηλό volatility. Αντίθετα, τα έσοδα από προμήθειες για το λόγο ότι προέρχονται από πιο απρόσωπες διαδικασίες εμπεριέχουν μεγάλο ποσοστό ασύμμετρης πληροφόρησης και ενδεχομένως υψηλότερες διακυμάνσεις.

Δευτερευόντως, έχει παρατηρηθεί ότι οι μη παραδοσιακές δραστηριότητες αυξάνουν την λειτουργική μόχλευση της τράπεζας, όπως εργατικά έξοδα. Έτσι τα έξοδα αυτά βοηθούν αθόρυβα στη μείωση των πραγματικών κερδών. Τέλος, ένα τρίτο επιχείρημα είναι ότι οι “fee-based activities” δεν υπόκεινται σε κεφαλαιακούς περιορισμούς και επομένως οι τράπεζες διακρατούν λιγότερα κεφάλαια για κάλυψη. Αυτό δίνει μεν τη δυνατότητα στις τράπεζες να κερδοσκοπήσουν με

περισσότερο χρέος, αυξάνει δε την χρηματοοικονομική τους μόχλευση που σε περίοδο κρίσης μπορεί να τους στοιχίσει.

2.6.2 Η ποικιλία των τραπεζικών στρατηγικών

Ο τραπεζικός τομέας αποτελείται από πολλά τραπεζικά ιδρύματα (σε οποιαδήποτε αναπτυγμένη χώρα και αν τον εξετάσουμε), τα οποία όμως διαφέρουν σε πολλά σημεία, κυρίως στον τρόπο που κερδίζουν χρήματα. Οι στρατηγικές με σκοπό το κέρδος διαφέρουν, καθώς άλλες τράπεζες χρησιμοποιούν παραδοσιακές συνταγές (μετατροπή των καταθέσεων σε δάνεια), ενώ άλλες χρησιμοποιούν πιο σύγχρονες μεθόδους και αποκομίζουν κέρδος από τις προμήθειες που λαμβάνουν. Το σύγχρονο τοπίο στον χρηματοοικονομικό τομέα, με την απορύθμιση της αγοράς και την αλματώδη τεχνολογική πρόοδο, “ευθύνεται” για το παραπάνω φαινόμενο (De Young, Rice 2004).

Μέχρι το 1990 υπήρχε μία ομοιογένεια στο τραπεζικό σύστημα, η οποία όμως διασπάστηκε και παρατηρούμε πλέον τράπεζες με σημαντικές διαφορές στο μέγεθος, στην οργάνωση, στους τρόπους χρηματοδότησης, στην πελατειακή προσέγγιση.

Οι μικρότερες τράπεζες συντελούν ακόμα τον παραδοσιακό διαμεσολαβητικό ρόλο και βασίζονται στην διαπροσωπική σχέση με τους πελάτες. Μπορεί να έχουν υψηλά ανά μονάδα κόστη, αλλά καλύπτουν αυτό το μειονέκτημα με το σωστό spread μεταξύ επιτοκίων καταθέσεων και επιτοκίων δανεισμού, βασιζόμενες στην καλή πληροφόρηση που έχουν για τους πελάτες τους.

Αντίθετα, οι μεγαλύτερες τράπεζες καταφεύγουν σε μη παραδοσιακές τραπεζικές στρατηγικές. Αναπτύσσουν οικονομίες κλίμακας που τις βοηθούν να έχουν χαμηλό ανά μονάδα κόστος, έχοντας παράλληλα όμως και χαμηλό περιθώριο επιτοκιακού κέρδους αφού τα δάνειά τους προορίζονται για διαπραγμάτευση σε χρηματοοικονομικές αγορές με υψηλό ανταγωνισμό. Έτσι, βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε μη επιτοκιακά έσοδα.

Βέβαια, άξιοι αναφοράς είναι οι παράγοντες που συνετέλεσαν σε αυτές τις διαφορές μεταξύ των τραπεζών.

Καταρχήν, βασικός παράγοντας που συνετέλεσε στην διαφορετικού τύπου ανάπτυξη κάποιων τραπεζών είναι η απορύθμιση των αγορών. Η απορύθμιση αυτή επέτρεψε στις τράπεζες να προσφέρουν προϊόντα και να δραστηριοποιηθούν σε τομείς που παλιότερα δεν μπορούσαν. Έφερε τις τράπεζες πολυεθνικές μεγάλου μεγέθους (global banks), αναπτύχθηκαν οικονομίες κλίμακας (άρα χαμηλότερα κόστη), και μέσω της αύξησης του ανταγωνισμού βελτιώθηκε η αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Οι μικρότερες τράπεζες επένδυσαν μόνο στο συγκριτικό τους πλεονέκτημα: την διαπροσωπική επαφή.

Δεύτερος, και άρρηκτα συνδεδεμένος με τον παραπάνω, παράγοντας ήταν η τεχνολογική πρόοδος. Σε δύο βασικούς τομείς είναι φανερές οι τεχνολογικές καινοτομίες: στον τρόπο επεξεργασίας των δεδομένων και στην εισαγωγή νέων, καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ο τρόπος που οι τράπεζες πλέον αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο έχει αλλάξει, όπως επίσης και η παροχή όλων των χρηματοοικονομικών προϊόντων με την εισαγωγή καινοτομιών όπως οι τιτλοποιήσεις ή online brokerage. Εξάλλου, η απορύθμιση των αγορών βοήθησε στην ταχύτατη μετάδοσή τους.

Το εύλογο ερώτημα που γεννάται είναι ποια από τις δύο διαφορετικές στρατηγικές είναι πιο πετυχημένη, πιο κερδοφόρα. Έρευνες δείχνουν ότι δεν υπάρχει μία σαφής απάντηση. Οι υψηλές αποδόσεις συνοδεύονται από υψηλό ρίσκο και οι χαμηλές αποδόσεις από χαμηλό ρίσκο. Άρα υπάρχει ένα trade-off μεταξύ απόδοσης και αναλαμβανόμενου ρίσκου. Βέβαια, ένα άλλο συμπέρασμα που βγαίνει είναι ότι οι πολύ μικρές τράπεζες έχουν ένα μειονέκτημα στον χρηματοοικονομικό τομέα ασχέτως της στρατηγικής που επιλέγουν, κυρίως γιατί δεν αναπτύσσουν οικονομίες κλίμακας και τα κόστη τους είναι υψηλά. Έτσι οι τράπεζες πολύ μικρού μεγέθους αναμένεται να μειωθούν σε αριθμό στο μέλλον, ειδικά στις περιπτώσεις εκείνες που ο ανταγωνισμός είναι υψηλός από μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα.

Η τάση των τελευταίων ετών δείχνει ότι τράπεζες που δεν έχουν ανταγωνιστικές στρατηγικές και δεν αφομοιώνουν την τεχνολογική πρόοδο μοιάζουν αδύναμες.

2.7 Προβλήματα με τις τράπεζες

Οι νέες δραστηριότητες των τραπεζών, και οι νέοι τρόποι που πλέον οι τράπεζες βγάζουν χρήματα, όπως αναφέρθηκαν παραπάνω, έχουν αναπόφευκτα αυξήσει και το αναλαμβανόμενο ρίσκο για αυτές. Στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον και στη μάχη για όλο και περισσότερα κέρδη οι τράπεζες έχουν συμπιέσει σημαντικά το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στους ισολογισμούς τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να είναι πιο επιρρεπής σε ξεσπάσματα της αγοράς και σε απότομες επιτοκιακές μεταβολές (Kalomiris, Beim 2001).

Τις τελευταίες δεκαετίες έχουν παρατηρηθεί πολλαπλές καταρρεύσεις τραπεζών παγκοσμίως, ακόμα και σε χώρες όπως οι Η.Π.Α. που είναι γνωστές για το στέρεο τραπεζικό τους σύστημα. Συγκεκριμένα την περίοδο 1986-1990 όλες σχεδόν οι τράπεζες στις περιοχές του Texas και της Oklahoma πτώχευσαν (πάνω από 1000 στον αριθμό). Παρόμοιες πτωχεύσεις παρατήθηκαν στην Λατινική Αμερική, στην Βόρεια Ευρώπη και στην Ιαπωνία. Οι πτωχεύσεις τραπεζών είναι μεγάλης σημασίας αν αναλογιστεί κανείς το κόστος για την συνολική οικονομία: σύμφωνα με μελέτες πάνω από το 10% του ΑΕΠ χάνεται από μία συσσωρευμένη κρίση τραπεζών σε μία χώρα. Όμως το ερώτημα που γεννάται είναι τι κάνει τις τραπεζικές κρίσεις τόσο εκτεταμένες σε μέγεθος.

Πριν το 1980 οι κρίσεις φαίνονταν να είναι μεμονωμένες, όμως πλέον τα δεδομένα έχουν αλλάξει. Η απελευθέρωση της παγκόσμιας οικονομίας σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση είναι οι κύριες αιτίες των εκτεταμένων κρίσεων. Έχει διαπιστωθεί ότι σε περίοδο ισχυρών χρηματοοικονομικών κρίσεων παρατηρούνται μαζικές εκροές κεφαλαίων και καταρρεύσεις νομισμάτων στις χώρες που πλήττονται από την κρίση. Έτσι υπήρχε έλλειψη ρευστότητας και σε συνδυασμό με τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταφερόταν η κρίση σε ολόκληρη την οικονομία. Έχει όμως ενδιαφέρον να μελετηθεί ποιοι λόγοι οδηγούν τις τράπεζες σε κακές επιλογές που τις φέρνουν σε προβληματική θέση.

Συνδεδεμένη Πίστωση. Ο “συνδεδεμένος δανεισμός” συμβαίνει όταν η τράπεζα κατευθύνει την πίστωσή της σε δανειζόμενους που με κάποιο τρόπο συνδέονται με αυτή. Αυτοί μπορεί να είναι οι ιδιοκτήτες της, τα στελέχη της ή επιχειρήσεις που η τράπεζα έχει κάποιες ιδιαίτερες σχέσεις (συνδεδεμένες επιχειρήσεις). Παρόλο που είναι κοινά αποδεκτό ότι οι τράπεζες λειτουργούν δημιουργώντας σχέσεις με τους πελάτες τους και εκμεταλλεύονται την ιδιωτική πληροφόρηση, η παραπάνω πρακτική συνήθως είναι αναποτελεσματική. Ο λόγος είναι ότι η τράπεζα παραμελεί την παρακολούθηση των πελατών της και των χρημάτων της. Επίσης, σε τέτοιες περιπτώσεις είναι πιθανό να μην ζητήσει τις κατάλληλες εγγυήσεις . Όταν οι ιδιοκτήτες καταλαβαίνουν ότι μπορούν να κερδοσκοπήσουν, αυξάνουν το leverage της τράπεζας οδηγώντας τα ίδια κεφάλαια σε πολύ μικρό μέγεθος. Μία λύση για να μετριαστεί η “συνδεδεμένη πίστωση” είναι ο έλεγχος των τραπεζών, δημοσιεύοντας τα δάνεια προς τα μέρη που συνδέονται με αυτήν.

Ηθικός Κίνδυνος. Συμβαίνει όταν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση στις αποφάσεις που εμπεριέχουν ρίσκο. Όταν η τράπεζα ξέρει ότι είναι πολύ σημαντική για το οικονομικό σύστημα και ότι έχει την κρατική ασπίδα σε κάποια δύσκολη κατάσταση αναλαμβάνει κινδύνους μεγαλύτερους από ότι θα έκανε αν δρούσε μόνη της. Αν τα πράγματα πάνε καλά θα αποκομίσει μεγάλα κέρδη, αν όχι θα έρθει το κράτος να την σώσει από μια ενδεχόμενη πτώχευση. Έχουμε δηλαδή κατακόρυφη αύξηση του ρίσκου στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας. Κάτι παρόμοιο συμβαίνει συνηθέστερα σε περιπτώσεις που η κυβέρνηση προτρέπει την τράπεζα να δανείσει φιλικές επιχειρήσεις προς αυτήν (την κυβέρνηση) και συνάμα εγγυάται είτε ότι η τράπεζα δεν θα κλείσει σε περίπτωση που οι επιχειρήσεις αυτές φανούν αναξιόπιστες, είτε θα την τροφοδοτήσει με ρευστά για να αντεπεξέλθει των δυσκολιών. Επιπλέον, moral hazard προκύπτει σε περιπτώσεις όπου υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των στελεχών που διοικούν την τράπεζα. Όταν τα στελέχη αμείβονται με υψηλά bonus σε μετρητά δεν έχουν τα κατάλληλα κίνητρα να δουλέψουν για την υψηλή κερδοφορία της τράπεζας μια και αυτοί έχουν εξασφαλισμένα έσοδα. Το πρόβλημα αυτό είναι γνωστό και σαν «Εταιρική Διακυβέρνηση» .

Απελευθέρωση, Δραστηριοποίηση σε νέους κλάδους και Διογκωμένοι Τραπεζικοί Όμιλοι. Όταν οι υπηρεσίες ελέγχου των δανειζομένων και διαχείρισης της πληροφορίας, οι οποίες προσφέρουν σημαντικό πλεονέκτημα στις τράπεζες, ατονήσουν τότε ο παραδοσιακός ρόλος των τραπεζών (η διαμεσολάβηση) χάνει ένα μεγάλο μέρος της ισχύος της. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να καταφεύγουν στις αγορές χρεογράφων για την άντληση κεφαλαίων, κυρίως μετά την τεχνολογική πρόοδο των τελευταίων ετών. Το γεγονός ότι οι πληροφορίες είναι πιο εύκολα προσβάσιμες πλέον, αφαιρεί το πλεονέκτημα που παλιά είχαν οι τράπεζες. Επομένως, οι επενδυτές καταφεύγουν στις αγορές αυτές όπου τα κόστη συναλλαγών είναι μικρότερα (κανείς δεν τους χρεώνει επιπλέον κόστος - spread για την διαχείριση της πληροφορίας όπως κάνουν οι τράπεζες).

Η απάντηση των τραπεζών σε αυτή την πρόκληση είναι η δραστηριοποίησή τους και σε άλλους κλάδους που παλιότερα ήταν απύσες. Τέτοια παραδείγματα είναι η δραστηριοποίηση σε κλάδους όπως το real estate ή ο δανεισμός των τραπεζών διεθνώς και όχι στα στενά όρια του κράτους όπου ανήκουν. Έτσι, το κόστος λειτουργίας τους μειώνεται και μπορούν να είναι ανταγωνιστικές απέναντι στις αγορές χρεογράφων.

Επιπροσθέτως, οι διογκωμένοι τραπεζικοί όμιλοι, που είχαν δημιουργηθεί σε εποχής χρηματοοικονομικής καταπίεσης με την συμβολή του κράτους, συναντούν σημαντικές δυσκολίες στο σύγχρονο, χρηματοοικονομικό τοπίο. Με την παγκοσμιοποίηση να έχει εντείνει στον ανταγωνισμό διασυνοριακά, οι τραπεζικοί όμιλοι έχουν να αντιπαρατεθούν με διαφορετικής μορφής χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές (ασφαλιστικούς οργανισμούς, pension funds) και για να την επιβίωση τους πρέπει να γίνουν πιο ευέλικτοι.

Άμεση συνέπεια ήταν η μείωση του αριθμού των τραπεζών παγκοσμίως, μία διαδικασία αναγκαία για τη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς, καθώς αναποτελεσματικές τράπεζες εξαφανίστηκαν.

2.7.1 Προστασία τραπεζών και θεσμικό πλαίσιο

Το τραπεζικό σύστημα διέπεται από ένα αυστηρό θεσμικό πλαίσιο που αντικατοπτρίζει την σπουδαιότητά του για την παγκόσμια οικονομία.

Βασικοί άξονες για την δημιουργία του θεσμικού πλαισίου υπήρξε η προσπάθεια για αποφυγή τραπεζικών πανικών, μείωση του αναλαμβανόμενου ρίσκου των τραπεζών και ελέγχου της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού. Οι κυβερνήσεις αναπτύσσουν ένα “δίχτυ προστασίας” για τις τράπεζες. Παράδειγμα τέτοιο είναι η κυβερνητική προστασία των καταθετών (μέσω της εγγύησης των καταθέσεων) για να μην παρατηρηθούν φαινόμενα domino effect, μια και οι τράπεζες είναι πολλές φορές «συγκοινωνούντα δοχεία». Ακόμα, μία τράπεζα στα πρόθυρα της χρεοκοπίας μπορεί να σωθεί με την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας ή με κρατικοποίησή της (Mishkin, 2000)

Με τους κανόνες της Βασιλείας έχουν μπει οι βάσεις για την πρόληψη των τραπεζικών κρίσεων. Έχουν θεσπιστεί για όλες τις τράπεζες το κατώτατο όριο κεφαλαιακών διαθεσίμων σαν ένα αντίδοτο στο moral hazard. Δεν επιτρέπεται δηλαδή στις τράπεζες να μένουν με ελάχιστα ίδια κεφάλαια στο παθητικό τους, έτσι ώστε οι managers και οι ιδιοκτήτες να αντιμετωπίζουν ένα αντικίνητρο σε περίπτωση που επιδιώκουν την επικίνδυνη αύξηση του leverage.

Επιπροσθέτως, οι τράπεζες είναι αναγκασμένες να καταγράφουν προβλέψεις για τα επισφαλή τους δάνεια, δηλαδή τα δάνεια αυτά που είναι πιθανό να μην εισπράξουν. Με αυτό τον τρόπο το ενεργητικό τους έχει μια πιο ρεαλιστική εικόνα.

Βέβαια, εδώ οφείλουμε να παρατηρήσουμε ότι οι κανόνες της Βασιλείας μένει να δούμε στην πράξη εάν θα λειτουργήσουν ευεργετικά. Πολλοί υποστηρίζουν ότι βασίζονται σε μία υπεραπλουστευμένη λογική: ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα ανά τον κόσμο είναι τόσο πανομοιότυπα που οι ίδιοι κανόνες μπορούν να εφαρμοστούν επιτυχώς σε όλες τις τράπεζες. Εδώ ελλοχεύει ένας κίνδυνος αναποτελεσματικότητας των κανόνων της Βασιλείας.

Γιατί όμως να παρατηρείται μία απροθυμία εκ μέρους των κυβερνήσεων να αφήσουν κάποιες πτωχευμένες τράπεζες να κλείσουν;

Δύο είναι οι κύριοι λόγοι που δεν προτιμάται το κλείσιμο μίας τράπεζας. Κατά πρώτον, δεν υπάρχει η πολιτική βούληση. Το κλείσιμο μίας τράπεζας κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης θα ήταν αποτελεσματικό όσον αφορά τη λειτουργία του συστήματος, όμως είναι δύσκολο πολιτικά καθώς οι τράπεζες είναι αυτές που θα τονώσουν την αγορά για να ξεπεραστεί η κρίση. Επίσης, πολλές φορές το πολιτικό κόστος (κοινωνικές αντιδράσεις λόγω απολύσεων) που θα επιφέρει η πτώχευση μίας τράπεζας είναι αυτό που ωθεί τις κυβερνήσεις στη διάσωσή της. Κατά δεύτερον, απαιτούνται σημαντικά χρήματα για το κλείσιμο μίας τράπεζας, καθώς αυτό επιβάλλει την πληρωμή των καταθετών, πληρωμή που μπορεί να φτάνει σε δισεκατομμύρια ευρώ. Έτσι, η πιο συνήθης πρακτική είναι αυτή της συγχώνευσης της προβληματικής τράπεζας για να αποφευχθούν τα παραπάνω προβλήματα.

3 ΕΡΕΥΝΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η έρευνα βιβλιογραφίας πάνω στην οποία βασίστηκα στηρίζεται σε τρεις βασικούς άξονες: έρευνα για τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος (Financial Structure), έρευνα για την σύγκλιση του χρηματοοικονομικού συστήματος (Financial System Convergence) και έρευνα για τους παράγοντες που επηρεάζουν την δομή, ανάπτυξη και επακόλουθα την κερδοφορία του χρηματοοικονομικού συστήματος (Determinants of Financial Structure, Development and Profitability).

3.1 Δομή Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Ένα βασικό ερώτημα που τίθεται στην χρηματοοικονομική θεωρία είναι γιατί υπάρχουν οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές. Η θεωρία του *Portfolio Choice* υποστηρίζει ότι τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις μπορούν να χρηματοδοτούνται με άμεσο τρόπο χωρίς περιορισμούς: δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, ούτε ασυμμετρίες πληροφόρησης. Κάτω από αυτό το πρίσμα δεν υπάρχει ρόλος για τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές. Οι *Joseph Byrne* και *Philip Davies (2003)*, και οι *Demirgüç-Kunt, Asli* and *Ross Levine (2001)* καταδεικνύουν την σύγχρονη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Καταρχήν, τα κόστη συναλλαγών είναι υπαρκτά και δυσχεραίνουν τον άμεσο δανεισμό. Όπως επίσης υπαρκτά είναι και τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης τα οποία έχουν αναφερθεί και παραπάνω (Moral hazard, adverse selection, free-rider problem) και προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι τράπεζες βοηθούν στην επίλυση αυτών των προβλημάτων. Χαρακτηριστικά αναφέρονται οι οικονομίες κλίμακας (risk pooling για παράδειγμα) που απορροφούν τα κόστη συναλλαγών, ο κατάλληλος έλεγχος (screening) και η ιδιωτική επιλογή (private selection) για την αποφυγή των προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης. Ενώ, τέλος, όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, με τον υψηλό δανεισμό σε εταιρείες (high leverage) ασκούν πίεση

στους διοικούντες για μεταφορά του πλούτου στους τροφοδότες της εξωτερικής χρηματοδότησης, κάτι που οι μεμονωμένοι επενδυτές είναι δύσκολο να επιτύχουν, ακόμα και αν έχουν το νομικό δικαίωμα.

Στο πέρασμα των δεκαετιών το χρηματοοικονομικό σύστημα έχει εξελιχθεί και παρόλο που ο ρόλος του έχει παραμείνει ο ίδιος λειτουργεί με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα. Στην σημερινή εποχή έχουν διαμορφωθεί δύο διαφορετικές μορφές του. Η πρώτη έχει επικρατήσει στην Ιαπωνία και στην ηπειρωτική Ευρώπη και είναι περισσότερο βασισμένο στις τράπεζες (bank-based), ενώ τη δεύτερη (την Αγγλοσαξονική) την συναντούμε στο Ηνωμένο Βασίλειο, στις Η.Π.Α., στον Καναδά και στην Αυστραλία και είναι περισσότερο βασισμένες στην αγορά (market-based).

Στο πρώτο σύστημα κυριαρχούν τα τραπεζικά ιδρύματα. Τα νοικοκυριά αντλούν ρευστότητα από τις τράπεζες και διαφοροποιούνται με έμμεσο τρόπο μέσω των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούν σε αυτές. Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης αντιμετωπίζονται με τις μακροχρόνιες σχέσεις που χτίζουν οι δανειστές με τους δανειζόμενους. Στην εταιρική χρηματοδότηση ο τραπεζικός δανεισμός κυριαρχεί, ενώ η έκδοση χρέους και η έκδοση ομολόγων είναι δευτερεύουσας σημασίας. Σημαντικό ρόλο παίζει η εσωτερική χρηματοδότηση.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο η τράπεζα διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο στην διακυβέρνηση των εταιριών αφού μεγάλο μέρος του παθητικού των εταιριών είναι τραπεζικά δάνεια. Επίσης, ο έλεγχος των διοικητικών στελεχών συχνά αναλαμβάνεται από τις τράπεζες που πρακτικά μεταφράζεται σε μεροληψία κατά των μικροεπενδυτών (και υπέρ των πιστούχων), όπως για παράδειγμα στην μερισματική πολιτική. Επομένως οι μικροεπενδυτές αρνούνται να επενδύσουν σε αυτό το αρνητικό περιβάλλον αφήνοντας τις αγορές χρήματος υποανάπτυκτες.

Διαφορετικές συνθήκες παρατηρούνται στο market-based σύστημα. Εδώ ισχυρές χρηματοοικονομικές αγορές με επαρκή ρευστότητα κυριαρχούν. Οι βραχυχρόνιες (spot) συναλλαγές είναι πολύ πιο συνήθεις από τις μακροχρόνιες. Τα νοικοκυριά επενδύουν είτε άμεσα, είτε έμμεσα στις αγορές κεφαλαίου και διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκια τους πάλι μέσω αυτών, ενώ η δημόσια πληροφορία κυριαρχεί. Στο εταιρικό κομμάτι το μεγαλύτερο μέρος της

χρηματοδότησης γίνεται εξωτερικά μέσω βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού, έκδοση ομολόγων και έκδοση χρέους, ενώ ο έλεγχος επιτελείται από rating agencies, venture capital firms όπως επίσης και από επενδυτικές και commercial τράπεζες. Αξιοσημείωτος είναι ο τρόπος της εταιρικής διακυβέρνησης, όπου επιθετικές εξαγορές επιλύουν το πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ managers και μετόχων. Λόγω του μεγάλου χρέους των εταιριών που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο όταν οι μέτοχοι νιώσουν ότι τα συμφέροντά τους δεν εξυπηρετούνται πωλούν τις μετοχές με αποτέλεσμα οι τιμές να πέφτουν και να υπάρχει ο φόβος της εξαγοράς της εταιρείας. Έτσι, η απειλή μιας επιθετικής εξαγοράς αναγκάζει τα διοικητικά στελέχη να δρουν υπέρ των μετόχων, δίνοντας ιδιαίτερη δύναμη στις αγορές χρήματος.

Οι διαφορές στη δομή του χρηματοοικονομικού τομέα μπορούν εν μέρει να εξηγηθούν από την εξελικτική διαδικασία του χρηματοοικονομικού συστήματος, καθώς η τραπεζική κυριαρχία συναντάται συνήθως στα αρχικά στάδια της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, σε αντίθεση με την υπεροχή της αγοράς που έρχεται στην πορεία. Χρήσιμα σημεία για την διαδικασία αυτή μπορούμε να βρούμε στην εταιρική χρηματοοικονομική θεωρία (corporate finance theory). Οι συγγραφείς στέκονται σε τέσσερα σημεία.

Πρώτον, μία επιχείρηση στα πρώτα της βήματα βασίζεται σε εσωτερική χρηματοδότηση μέσω παρακρατηθέντων κερδών, ενώ όμως το μέγεθος της μεγαλώνει καταφεύγει και σε εξωτερική χρηματοδότηση. Δεύτερον, οι τράπεζες δανείζουν στην νέα επιχείρηση αρχικά αυτές κεφάλαια, μια και έχουν το πλεονέκτημα της καλύτερης πληροφόρησης. Τρίτον, η ανάγκη της έκδοσης χρέους προκύπτει όταν ο τραπεζικός δανεισμός αυξάνει αρκετά σε σχέση με τους ιδίους πόρους, αφού τότε η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ πιστωτών και μετόχων γίνεται έντονη. Τέταρτον, οι αγορές ομολόγων γίνονται προσιτές στην επιχείρηση όταν έχουν “χτίσει” ένα καλό όνομα και μπορούν αν επενδύσουν πάνω σε αυτό.

Βέβαια, όσο χρήσιμες και αν είναι αυτές οι θεωρητικές βάσεις δεν σημαίνει ότι μία οικονομία που είναι βασισμένη στις τράπεζες, όπως για παράδειγμα η γερμανική, θα καταλήξει αυτόματα σε οικονομία βασισμένη στην αγορά.

Εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές αγορές είναι πιο ανεπτυγμένες και πιο αποτελεσματικές σε πλουσιότερες χώρες. Επιπροσθέτως, οι stock markets είναι πιο ενεργές και αποτελεσματικές σε σχέση με τις τράπεζες στις χώρες του ΟΑΣΑ και υπάρχει μία τάση τα χρηματοοικονομικά συστήματα να γίνονται market-based όσο πλουσιότερη είναι η χώρα. Αναφορά επίσης γίνεται και στο γεγονός ότι οι κυριότερες χώρες του ΟΑΣΑ ήταν πιο ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικά το 1913 παρά το 1980 (με σχετικά μέτρα). Κάποιοι επιγραμματικοί λόγοι που αναφέρονται για το φαινόμενο αυτό ήταν η αυστηροποίηση των κανόνων του χρηματοοικονομικού συστήματος, των εμποδίων εισόδου σε αυτό και των κεφαλαιακών ελέγχων όταν το Gold Standard καταργήθηκε.

Ακολουθώντας, οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι το θεωρητικό αυτό υπόβαθρο δεν μας εξηγεί τους υποκείμενους λόγους της χρηματοοικονομικής εξέλιξης, ούτε γιατί υπάρχουν διαφορές σε ανεπτυγμένες χώρες. Ο βασικότερος λόγος σχηματοποίησης του σύγχρονου χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η ανάπτυξη της τεχνολογίας. Διαμόρφωσε σε διαφορετικό επίπεδο τα κόστη των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών: τα κόστη συλλογής και επεξεργασίας μειώθηκαν δραστικά. Αυτό βοήθησε τις αγορές χρήματος και όχι τις τράπεζες, μια και η δημόσια πληροφορία έγινε πιο αξιόπιστη εις βάρος της ιδιωτικής πληροφόρησης, το προνομιακό πεδίο των τραπεζών. Επιπρόσθετα, η τεχνολογία επιτάχυνε την είσοδο νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων μειώνοντας τον κίνδυνο και έδωσε έτσι την ευκαιρία στους επενδυτές να επενδύσουν στις αγορές με μικρότερο ρίσκο.

Γενικά, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος ήταν μια χρονοβόρα διαδικασία που ουσιαστικά επιτεύχθηκε από την αλλαγή του κανονιστικού πλαισίου από “structural to prudential regulation”. Το κανονιστικό αυτό πλαίσιο βασίζεται στη θεώρηση ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα παγκοσμίως είναι πανομοιότυπα ή ότι τουλάχιστον συγκλίνουν προς μία συγκεκριμένη δομή. Αυτό μας προχωράει στο επόμενο κομμάτι της βιβλιογραφικής έρευνας.

3.2 Σύγκλιση των Χρηματοοικονομικών Συστημάτων

Η βιβλιογραφία είναι εξαιρετικά ενδιαφέρουσα στο κομμάτι αυτό αφού γενικά παραδεκτές απόψεις καταρρίπτονται από τα εμπειρικά αποτελέσματα αρκετών papers.

Μία εμπειριστατωμένη ανάλυση γίνεται από τους *Magda Bianco, Andrea Gerali* και *Riccardo Massaro (1997)* όπου εξετάζουν εάν η ραγδαία ανάπτυξη των τελευταίων δεκαετιών στον χρηματοοικονομικό τομέα έφερε και μία σύγκλιση των χρηματοοικονομικών συστημάτων των διάφορων χωρών ή αν η κάθε χώρα παραμένει στο δικό της μονοπάτι ανάπτυξης.

Τα χαρακτηριστικά που, όπως αναφέρουν, έχουν συμβάλει στην διαμόρφωση των διαφορετικών συστημάτων είναι πέντε. Πρώτον, η περίοδος που βιομηχανική περίοδος ξεκίνησε σε κάθε χώρα. Δεύτερον, ο ρόλος που έπαιξε το κράτος. Τρίτον, ο βαθμός της αντίδρασης στην συγκέντρωση οικονομικής δύναμης, αλλά και τραπεζικές κρίσεις που προέκυψαν. Τέταρτον, η προθυμία των κεντρικών τραπεζών να εγγυηθούν ρευστότητα για τις τράπεζες. Πέμπτον, το μέγεθος της εσωτερικής αγοράς.

Τα χαρακτηριστικά αυτά συνέβαλαν στην διαφορετική δομή χρηματοοικονομικών συστημάτων όπως για παράδειγμα στις χώρες που εξετάζει το paper: ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Ιταλία, Γαλλία και Ιαπωνία. Οι χώρες αυτές ξεκίνησαν από διαφορετική αφετηρία, όσον αφορά στη δομή των συστημάτων τους και ενώ είχαν περίπου ίδια ανάπτυξη στην υπό εξέταση περίοδο (1980-1994), τα στοιχεία δεν δείχνουν ότι υπάρχει μία γενικευμένη τάση για σύγκλιση.

Συγκεκριμένα, η έρευνά τους δείχνει ότι στην αρχή του 1980 σε χώρες όπως η Ιαπωνία, η Γερμανία, η Ιταλία και η Γαλλία οι καταθέσεις είχαν την μερίδα του λέοντος στο σύνολο των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων με ποσοστό περίπου 50%. Αντίθετα, στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο οι καταθέσεις ήταν επίσης σημαντικές (περίπου 30% των total assets), όμως υπήρχαν και άλλα εξίσου σημαντικά σε αριθμό χρηματοοικονομικά προϊόντα (30% των total assets), όπως τα pension funds, investment companies,

insurance companies, που έδιναν την ευκαιρία στα νοικοκυριά να επενδύουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Είναι λοιπόν φανερός ο διαχωρισμός μεταξύ του συστήματος βασισμένο στην αγορά (market-based) στην πρώτη περίπτωση, όπου η δομή είναι πιο συγκεντρωτική και λιγότερο ανταγωνιστική και του συστήματος βασισμένο στις τράπεζες (bank-based) στην δεύτερη περίπτωση, όπου ο ανταγωνισμός είναι εντονότερος.

Συνεχίζοντας, επισημαίνουν στην έρευνα τους ότι την περίοδο 1980-1994 προέκυψαν σημαντικές αλλαγές στα χρηματοοικονομικά συστήματα. Καταρχήν, φανερώθηκε μια γενικευμένη τάση μείωσης των καταθέσεων στα χαρτοφυλάκια των νοικοκυριών και αύξησης άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Κατά δεύτερον, παρατηρήθηκε μία διαφορετική συμπεριφορά στα νοικοκυριά της Γαλλίας και Ιταλίας. Στην πρώτη τα νοικοκυριά άρχισαν να κατέχουν όλο και περισσότερες μετοχές μετά την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου, ενώ στη δεύτερη η μείωση των καταθέσεων εξηγήθηκε από την αύξηση των κρατικών αξιόγραφων. Συμπερασματικά, παρά την μείωση των καταθέσεων σε όλες τις χώρες, ο διαχωρισμός των συστημάτων σε bank-based και market-based και η ομαδοποίηση των χωρών δεν αλλάζει.

Όσον αφορά τον διαμεσολαβητικό ρόλο των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων έμεινε ίδιος για όλες τις χώρες, εκτός από την Ιταλία και την Γαλλία όπου παρατηρήθηκε μια τάση αποδιαμεσολάβησης. Επίσης, στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων παρατηρήθηκε μείωση του τραπεζικού δανεισμού και αύξηση στην έκδοση ομολόγων, με εξαίρεση την Ιταλία. Όμως υπάρχει και εδώ ένας σαφής διαχωρισμός μια και ένα γκρουπ χωρών όπως η Γερμανία, η Ιαπωνία και η Ιταλία βασίζουν την εταιρική χρηματοδότηση κυρίως σε τραπεζικό δανεισμό, ενώ οι υπόλοιπες χώρες κυρίως σε μετοχές και ομόλογα. Ακόμα, είναι σημαντική η διαφοροποίηση της Γερμανίας και της Ιαπωνίας, όπου οι επιχειρήσεις βασίζονται σε μακροχρόνιες σχέσεις με τις τράπεζες, σε αντίθεση με τις Η.Π.Α. και το Η.Β. που η χρηματοδότηση γίνεται σε βραχυπρόθεσμη βάση.

Τα γενικά συμπεράσματα που βγήκαν από την ανάλυση έξι από τις πλουσιότερες χώρες είναι ότι δεν επιτυγχάνεται σύγκλιση των χρηματοοικονομικών τους συστημάτων.

Το 2009 οι *Angelos Antzoulatos, Ekaterini Panopoulou* και *Chris Tsoumas* εξετάζουν αν επιτυγχάνεται σύγκλιση σε μία σειρά από αναπτυσσόμενες και ανεπτυγμένες χώρες με τη βοήθεια δεκατριών δεικτών από την Financial Development and Structure Database της World Bank.

Οι δείκτες αυτοί καλύπτουν τα τέσσερα κυριότερα τμήματα των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων: χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, ασφαλιστικούς οργανισμούς και stock and bond markets σε μια σειρά από χώρες. Για κάθε δείκτη βρίσκεται το “convergent club”, δηλαδή ποιες χώρες ανήκουν σε κάθε club και στη συνέχεια συγκρίνονται οι συνθέσεις των clubs για κάθε δείκτη. Αν για κάποιους δείκτες που χαρακτηρίζουν ένα τομέα του χρηματοοικονομικού συστήματος η σύνθεση του club είναι ίδια τότε υπάρχει ένδειξη για σύγκλιση στον τομέα αυτόν. Για να έχουμε ένδειξη για σύγκλιση όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος πρέπει οι συνθέσεις για όλους τους δείκτες να συγκλίνουν.

Η εμπειρική ανάλυση που έγινε για τριάντα οκτώ αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες στην περίοδο 1990-2005 έβγαλε σαφή συμπεράσματα. *Δεν υπάρχει ένδειξη για σύγκλιση των χρηματοοικονομικών συστημάτων, αλλά ούτε επιμέρους τομέων των συστημάτων.* Συγκεκριμένα, η μεγαλύτερη απόκλιση παρατηρείται στις stock markets και ακολούθως στο private credit των τραπεζών, ενώ η μικρότερη απόκλιση στις bond markets. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι η απόκλιση δεν μειώνεται στην διάρκεια του χρόνου. Συγκεκριμένα, οι “leaders” (clubs πάνω από το μέσο όρο) παρουσιάζουν μεγάλη διαφορά από τους “followers” (clubs κάτω από το μέσο όρο) για όλους τους δείκτες, διαφορά που παραμένει σταθερή διαχρονικά. Τέλος, οι “leaders” είναι χώρες είτε ανεπτυγμένες, είτε αναπτυσσόμενες, ενώ οι “followers” είναι χώρες μόνο αναπτυσσόμενες, κάτι που δείχνει ότι οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες δεν πλησιάζουν τις πιο πλούσιες.

Αυτό που το συγκεκριμένο paper μας ξεκαθαρίζει είναι ότι τα εξατομικευμένα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας επικρατούν των παγκόσμιων τάσεων και εμποδίζουν την σύγκλιση. Η ιδιαιτερότητα του χρηματοοικονομικού

συστήματος κάθε χώρας είναι τόσο έντονη, ώστε να αντέχει των εξωτερικών πιέσεων διαχρονικά.

Η τελευταία, και ίσως πιο ενδιαφέρουσα, μελέτη πάνω στο θέμα της σύγκλισης έρχεται από τους *Angelos Antzoulatos, John Thanopoulos* και *Chris Tsoumas*(2008). Στην έρευνα αυτή μελετούνται οι τάσεις που υπάρχουν στο χρηματοοικονομικό σύστημα των χωρών του Ο.Α.Σ.Α.

Πιο συγκεκριμένα οι συγγραφείς χωρίζουν τις χώρες σε πέντε κλάσεις (clusters) ανάλογα με τη χρηματοοικονομική δραστηριότητα χρησιμοποιώντας τους δείκτες της World Bank για την χρηματοοικονομική ανάπτυξη από την Financial Development and Structure Database. Στην βάση αυτή παραθέτονται 16 δείκτες που μετρούν το μέγεθος, την δραστηριότητα και αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, των χρηματιστηριακών αγορών και των αγορών ομολόγων. Η περίοδος ανάλυσης καλύπτει τα έτη 1986-2005 και αφορά τις χώρες του Ο.Α.Σ.Α. εκτός του Λουξεμβούργου.

Τα αποτελέσματα είναι αξιοπρόσεχτα και ανατρέπουν πολλές παγιωμένες θεωρίες. Καταρχάς, το paper καταδεικνύει ότι υπάρχουν υπαρκτές διαφορές στα χρηματοοικονομικά συστήματα των χωρών του Ο.Α.Σ.Α. παρά τα είκοσι πέντε χρόνια απορύθμισης, απελευθέρωσης και παγκοσμιοποίησης.

Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα αντιτίθενται στην διαδεδομένη κατηγοριοποίηση σε bank-based και market-based συστήματα. Για παράδειγμα, η θεώρηση ότι οι Αγγλοσαξονικές χώρες (USA, UK, Australia, New Zealand) «εκφράζουν» το market-based σύστημα καταρρίπτεται μια και βρίσκονται σε διαφορετικά clusters. Μάλιστα η USA βρίσκεται στο ίδιο cluster με την Κορέα!!

Επίσης, παρατηρείται ότι χώρες με διαφορετική οικονομική ανάπτυξη, διαφορετική κουλτούρα και διαφορετικές κοινωνικές βάσεις έχουν παρόμοια χρηματοοικονομικά συστήματα κάτι που καταρρίπτει θεωρίες που βασίζουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη σε κοινωνικά κριτήρια.

Μια ακόμη σημαντική παρατήρηση είναι ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα έχουν σημαντικές διαφορές, οι οποίες αναμένονται να διατηρηθούν και τα επόμενα χρόνια, ενώ οι αλλαγές που συντελούνται δεν βαδίζουν προς την ίδια κατεύθυνση σε όλες τις χώρες αλλά ούτε και με τον ίδιο ρυθμό.

Συνοψίζοντας τις παραπάνω έρευνες, οφείλουμε να παρατηρήσουμε ότι τα χαρακτηριστικά του κάθε συστήματος είναι αρκετά σταθερά και αποτρέπουν την δραστική μετάλλαξη του κάθε συστήματος. Κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αποτελεσματικό κάτω από διαφορετικές συνθήκες και το θεωρητικό συμπέρασμα είναι ότι υπάρχουν διαφορετικές συνθήκες ισορροπίας.

Το τελευταίο είναι κάτι που πρέπει να προσεχτεί ιδιαίτερα από τους ρυθμιστές των κανόνων του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι προτάσεις που γίνονται από την Βασιλεία 2 προς την πειθαρχία των τραπεζών είναι παρακινδυνευμένες, καθώς η σύγκλιση μεταξύ των συστημάτων των χωρών προς το market-based σύστημα δεν είναι και τόσο προφανής, θέτοντας έτσι σε κίνδυνο την εφαρμογή των ρυθμιστικών κανόνων.

3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη Δομή, την Ανάπτυξη και την Κερδοφορία του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Κατά το παρελθόν έχει γίνει εκτεταμένη έρευνα σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την δομή και την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι *Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer* και *Robert Vishnhy (1997)* θεωρούν ότι το νομικό σύστημα της κάθε χώρας επηρεάζει ξεκάθαρα τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Επισημαίνουν δηλαδή ότι η επιλογή της επιχείρησης να χρηματοδοτηθεί είτε με χρέος είτε με δανεισμό εξαρτάται από τους όρους με τους οποίους μπορεί να αποκτήσει εξωτερική χρηματοδότηση. Το συμπέρασμα που καταλήγουν είναι ότι χώρες με καλύτερη νομική προστασία έχουν πιο ανεπτυγμένη αγορά κεφαλαίων, μέσω της οποίας γίνεται το μεγαλύτερο μέρος της εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Η ανάλυση γίνεται σε 49 χώρες συγκρίνοντας την εξωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων σε σχέση με την προστασία των επενδυτών, την επιβολή των νόμων και την προέλευση του νομικού συστήματος της κάθε χώρας (origin of the laws). Για την μέτρηση του equity finance χρησιμοποιούνται τρεις βασικοί

δείκτες: το ποσοστό κεφαλαιοποίησης της stock market προς το GDP, τον αριθμό των εγχώριων επιχειρήσεων προς το σύνολο του πληθυσμού και τον αριθμό των initial public offerings σε σχέση πάλι με τον πληθυσμό της χώρας. Για την μέτρηση του debt finance χρησιμοποιούνται η αξία του συνολικού δανεισμού του ιδιωτικού τομέα και η συνολική αξία των εταιρικών ομολόγων σε σχέση με το GDP της χώρας. Όσον αφορά στην αξιολόγηση του νομικού συστήματος των χωρών οι συγγραφείς εξετάζουν την προέλευση των νόμων της κάθε χώρας, δείκτες για την επιβολή των νόμων και δείκτες για την προστασία των επενδυτών σε κάθε χώρα.

Ένα βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την εμπειρική ανάλυση είναι ότι χώρες με “common law systems” εξασφαλίζουν καλύτερη πρόσβαση σε equity finance σε αντίθεση με τις “civil law” και ιδιαίτερα τις “French civil law” χώρες. Βέβαια, όσον αφορά την χρηματοδότηση μέσω debt οι χώρες με German civil law systems έχουν το καλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης. Άλλωστε το χρηματοοικονομικό σύστημα αυτών των χωρών συνήθως περιγράφεται σαν bank-based.

Οι *Simeon Djankov, Caralee McLiesh και Andrei Shleifer (2007)* μελετούν την ιδιωτική πίστωση σε σχέση με τα νομικά δικαιώματα των πιστωτών.

Δύο είναι οι κυρίαρχες θεωρίες για το τι επηρεάζει το ποσοστό του ιδιωτικού δανεισμού που προσφέρεται στα νοικοκυριά και στις επιχειρήσεις στα πλαίσια ενός χρηματοοικονομικού συστήματος. Η πρώτη θεωρία λέει ότι αυτό που μετράει περισσότερο είναι η δύναμη των πιστωτών. Πρακτικά, όταν οι πιστωτές μπορούν να επιβάλουν την αποπληρωμή των δανείων, να αποκτήσουν τα collaterals ή ακόμα και να αποκτήσουν τον έλεγχο των εταιρειών σε περίπτωση πτώχευσης, τότε είναι διατεθειμένοι να επεκτείνουν την πίστωση. Η δεύτερη θεωρία από την άλλη, υποστηρίζει ότι πρωτεύων ρόλο στο δανεισμό παίζει η πληροφορία. Όταν, δηλαδή, οι δανειστές γνωρίζουν περισσότερα για τους δανειζόμενους, την πιστωτική τους προϋστορία και τους υπόλοιπους δανειστές της επιχείρησης τότε μπορούν να δανείσουν ευκολότερα: τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης περιορίζονται.

Η μελέτη για την σημαντικότητα αυτών των θεωριών και το κατά πόσον εξηγούν την ποικιλομορφία της πιστωτικής επέκτασης στις διάφορες χώρες γίνεται κατά την περίοδο 1978-2003 σε στοιχεία 129 χωρών. Βασικό εργαλείο των συγγραφέων είναι ο δείκτης “creditor rights index” τον οποίο κατασκεύασαν για να μετρήσουν την νομική ισχύ των πιστωτών απέναντι σε πτωχεύσαντες δανειζόμενους στα διάφορα νομικά συστήματα. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο καταλήγουν σε σημαντικά συμπεράσματα.

Καταρχήν οι δύο προαναφερθείσες θεωρίες δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενες. Τόσο η *ex ante* καλύτερη πληροφόρηση όπως και τα *ex post* ισχυρότερα δικαιώματα των πιστωτών οδηγούν σε πιστωτική επέκταση. Χώρες λιγότερο πλούσιες των οποίων το νομικό σύστημα δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένο βασίζονται στην καλύτερη πληροφόρηση για την λειτουργία του πιστωτικού συστήματος. Αντίθετα, χώρες πλουσιότερες έχουν αναπτύξει λειτουργικά νομικά συστήματα για πτωχευμένες επιχειρήσεις, και γενικότερα η προστασία των επενδυτών είναι ενισχυμένη.

Δευτερευόντως, το *paper* δείχνει ότι χώρες με *common law systems* έχουν μεγαλύτερα επίπεδα προστασίας των επενδυτών σε σχέση με τις “*French civil law countries*”. Επίσης, παρατηρείται ελάχιστη σύγκλιση στον “*creditor rights indices*”, στην διάρκεια της υπό μελέτη περιόδου ανάμεσα στις χώρες, γεγονός που καταδεικνύει ότι τα νομικά συστήματα δεν συγκλίνουν. Συγκεκριμένα, μεγαλύτερη προστασία στους πιστωτές παρέχουν οι πλουσιότερες χώρες.

Τρίτον, η καλύτερη προστασία των επενδυτών σε συνδυασμό με την παρουσία *credit registries* οδηγούν σε μεγαλύτερο ποσοστό δανεισμού σε σχέση με το GDP και το ποσοστό αυτό αυξάνεται όσο βελτιώνεται η προστασία των επενδυτών και όσο πιο πολλές *credit registries* ιδρύονται. Τέλος, η προστασία των επενδυτών είναι σημαντικότερος παράγοντας στις πλούσιες χώρες, ενώ η ύπαρξη *credit registries* μετράει περισσότερο σε φτωχότερες χώρες.

Σημαντικό ρόλο στη βιβλιογραφία έχει παίξει και η μελέτη του 2003 των *Beck, Demirgüç-Kunt* και *Levine*. Εξετάζεται γιατί κάποιες χώρες έχουν ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα και κάποιες άλλες όχι, γιατί κάποιες χώρες έχουν ισχυρό νομικό πλαίσιο προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας

ενώ άλλες όχι. Η εξέταση αυτή γίνεται σχετικά με τις *fundamental* αιτίες των διαφορών μεταξύ των διάφορων χωρών και εστιάζεται σε δύο διαφορετικές θεωρίες που τις εξηγούν.

Η πρώτη θεωρία που μελετάται είναι η *law and finance theory*. Τρεις είναι οι βασικοί άξονές της: τα νομικά συστήματα διαφέρουν σχετικά με τον προστασία που παρέχουν στον επενδυτή απέναντι στο κράτος, η προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας ορίζει το πλαίσιο της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οι βασικές νομικές παραδόσεις καθιερώθηκαν στην Ευρώπη αιώνες πριν εν μέσω κατακτήσεων αποικιοκρατίας και μετανάστευσης. Η θεωρία αυτή προβλέπει ότι οι ιστορικές αυτές διαφορές θα μας βοηθήσουν να καταλάβουμε τις σύγχρονες διαφορές στα χρηματοοικονομικά συστήματα ανά τον κόσμο.

Η δεύτερη θεωρία είναι η *endowment theory*. Η θεωρία αυτή επικεντρώνεται στις γεωγραφικές διαφορές και στο προβληματικό περιβάλλον μέσα στο οποίο τα χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύχθηκαν. Εξετάζονται λοιπόν οι διαφορετικές προβλέψεις των θεωριών αυτών.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δύο θεωρίες δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες. Αρχικά, βρέθηκαν αρκετά στοιχεία που να συνδέουν τις διαφορές στην προστασία της περιουσίας από την προέλευση του νομικού συστήματος κάθε χώρας. Επίσης, εμπειρικά δεδομένα έδειξαν ότι υπάρχει σαφή σχέση μεταξύ της ιστορίας του νομικού συστήματος με την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου της χώρας. Από την άλλη, φτωχά γεωγραφικά χαρακτηριστικά οδήγησαν σε λιγότερο ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, λιγότερο ανεπτυγμένους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και ασθενέστερη προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας.

Ένα αρκετά ενδιαφέρον paper για την προστασία της ιδιοκτησίας και των πιστωτών και πόσες αυτές επηρεάζουν τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος έρχεται από τους *Bae, Kee-Hong* και *Vidham Goyal (2009)* όπου εξετάζονται στοιχεία από 43 χώρες την περίοδο 1994-2003.

Για τη μέτρηση της προστασίας της ιδιοκτησίας χρησιμοποιούνται δείκτες που μετρούν την διαφθορά, τον κίνδυνο απαλλοτρίωσης της ιδιωτικής περιουσίας και τον κίνδυνο τα συμβόλαια ιδιοκτησίας να μην τηρηθούν.

Αντίστοιχα, για την μέτρηση της προστασίας των πιστωτών χρησιμοποιούνται δείκτες που μετρούν τα recovery rates, την ικανότητα απόκτησης των εγγυήσεων και οι πτωχευτικοί νόμοι.

Αναλύονται διάφοροι παράγοντες που έχει αναδείξει η βιβλιογραφία και συμμετέχουν στους νομικούς κινδύνους κάθε χώρας και επομένως παίζουν ρόλο στην εμπειρική ανάλυση του paper. Αρχικά, σημαντικός παράγοντας θεωρείται η ύπαρξη καρτέλ. Μικρά σε μέγεθος και πιο ισχυρά εμφανίζονται σε χώρες με ασθενές σύστημα προστασίας των πιστωτών και ασθενή επιβολή των νόμων (enforcement). Η σημαντικότητα του παραπάνω παράγοντα είναι πιο έντονη όσον αφορά στις ξένες τράπεζες παρά στις εγχώριες, μια και οι κυβερνήσεις είναι πιο πιθανό να στηρίζουν τις εγχώριες τράπεζες. Επίσης, τα χαρακτηριστικά του δανειζόμενου όπως για παράδειγμα το μέγεθος της εταιρίας, η κερδοφορία, ο δανεισμός (leverage) ή η ανάπτυξη (growth) μπορούν να έχουν συνέπειες στο κόστος των συμβολαίων δανεισμού (lending contracts). Άλλοι παράγοντες σημαντικοί για τον νομικό κίνδυνο είναι ο σκοπός του δανείου, ο τομέας που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ο κίνδυνος χώρας (sovereign risk), καθώς και η οικονομική ανάπτυξη (GDP per capita).

Τα συμπεράσματα που κατέληξαν οι συγγραφείς του paper είναι σημαντικά. Οι διαφορές που υπάρχουν στα διαφορετικά νομικά πλαίσια των υπό μελέτη χωρών επηρεάζουν εμφανώς τα χαρακτηριστικά των παρεχόμενων δανείων. Αρχικά, σε περιβάλλον όπου τα δικαιώματα των πιστούχων είναι αδύναμα και η επιβολή των νόμων ανίσχυρη, οι τράπεζες χρεώνουν μεγαλύτερα επιτόκια από τα αντίστοιχα που θα χρέωναν σε εταιρείες χωρών με ισχυρότερα νομικά πλαίσια. Χαρακτηριστικά, μία μείωση της τάξεως των 67 μονάδες βάσης θα γευτεί κάποιος δανειζόμενος αν μετακομίσει από μια χώρα με ανίσχυρους νόμους προστασίας της ιδιοκτησίας σε μία άλλη που παρέχει ένα από τα καλύτερα νομικά συστήματα (δεδομένου ότι όλα τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά μείνουν ίδια.)

Αντίστοιχη επίπτωση υπάρχει και στο μέγεθος του δανείου, καθώς η διαφορά μεταξύ ενός δανειζόμενου που κατοικεί σε μία χώρα με ένα από τα χειρότερα συστήματα προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας σε σχέση με

κάποιον σε ένα από τα καλύτερα είναι 57 εκατ. \$. Δηλαδή το μέσο ποσό δανείου αυξάνεται εντυπωσιακά. Ομοίως και για τη μέση διάρκεια του δανείου, η οποία αυξάνει και αυτή και κατά 2,5 χρόνια. Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν φτάνει μόνο η ύπαρξη ενός νομικού συστήματος, αλλά πρέπει αυτό να επιβάλλεται κιάλας.

Όταν πάλι αλλάζει το νομικό πλαίσιο προστασίας των δικαιωμάτων των πιστούχων παρατηρείται επίσης μια σημαντική μείωση του spread από μια κακή νομικά χώρα σε μία αντίστοιχα καλή της τάξεως των 41 μονάδες βάσης. Βέβαια, το αντίκτυπο στην διάρκεια και στο μέγεθος του δανείου είναι πολύ μικρό και συνήθως στατιστικά ασήμαντο.

Τέλος, εξετάζεται και η περίπτωση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ανατολική Ασία την περίοδο 1997-1998. Τα ευρήματα εκεί έδειξαν ότι το άνοιγμα της ψαλίδας στα επιτοκιακά περιθώρια (spreads) των δανείων την περίοδο εκείνη ήταν εντονότερο σε χώρες όπου τα δικαιώματα των πιστούχων ήταν αδύναμα και η επιβολή των νόμων επίσης ανίσχυρη. Ευρήματα που δυναμώνουν τις παραπάνω παρατηρήσεις.

Σε συνέχεια της παραπάνω μελέτης έρχεται να συνεπικουρήσει η έρευνα των *Qian, Jun* και *Philip Strahan (2007)*

Εκτιμάται πώς οι νόμοι και τα ιδρύματα επηρεάζουν τα τραπεζικά δάνεια. Και από αυτή την έρευνα γίνεται φανερό ότι όταν το νομικό περιβάλλον οδηγεί σε καλύτερα χρηματοοικονομικά συμβόλαια με ισχυρότερη επιβολή τους τα αποτελέσματα είναι αποδοτικότερα.

Η έρευνα γίνεται σε 43 χώρες (εκτός των Η.Π.Α.) χρησιμοποιώντας για ενδογενείς μεταβλητές τα χαρακτηριστικά του δανείου και για εξωγενείς τα χαρακτηριστικά των νομικών συστημάτων των χωρών. Συγκεκριμένα, εξετάζονται πώς ο βασικός τιμολογιακός δείκτης (το επιτόκιο), δύο μη τιμολογιακοί δείκτες (διάρκεια δανείου και ένας δείκτης για την ασφάλεια του δανείου) και τρεις δείκτες ιδιοκτησίας (αριθμός δανειστών, το μερίδιο του κάθε δανείου που κατέχουν εγχώριες τράπεζες και το μερίδιο που κατέχουν κρατικές τράπεζες) μεταβάλλονται σε σχέση με τα δικαιώματα των πιστωτών, το χρέος της χώρας, το επίπεδο χρηματοοικονομικής και οικονομικής ανάπτυξης.

Το paper καταλήγει σε τρία βασικά συμπεράσματα. Καταρχήν, όταν τα δικαιώματα των δανειστών είναι εγγυημένα υπάρχει καλύτερη προστασία σε περίπτωση πτώχευσης του δανειζόμενου και επαναδιαπραγμάτευσης του δανείου. Αυτό οδηγεί σε προσφορά δανείων με καλύτερους όρους, δηλαδή χαμηλότερα επιτόκια και μεγαλύτερη διάρκεια. Αντίθετα, σε χώρες όπου το νομικό πλαίσιο είναι λιγότερο ισχυρό για να αντιμετωπιστεί ο νομικός κίνδυνος γίνεται διάχυση του δανείου του δανείου (diffuse ownership), και επομένως διαφοροποίηση του κινδύνου, καθώς επίσης αυξάνεται η διάρκεια του προσφερόμενου δανείου. Ακόμα, το νομικό πλαίσιο επηρεάζει και τα απαραίτητα collaterals αφού όσο πιο ανίσχυρο τόσο πιο ασφαλή περιουσιακά στοιχεία (όπως property, plant and equipment) απαιτούνται για την εξασφάλιση του δανείου.

Δεύτερο σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι τα δικαιώματα των πιστωτών επηρεάζουν διαφορετικά τις εγχώριες και διαφορετικά τις ξένες τράπεζες. Στις χώρες που το νομικό σύστημα είναι πιο αδύναμο οι ξένες τράπεζες κατέχουν σημαντικά μικρότερο κομμάτι στην δανειακή πύλα, σε αντίθεση με τις χώρες όπου το νομικό σύστημα είναι πιο ισχυρό. Το γεγονός αυτό υποδεικνύει ότι οι ξένες τράπεζες βασίζονται περισσότερο σε επίσημους μηχανισμούς για την επαναδιαπραγμάτευση και επαναπρογραμματισμό των δανείων που πτώχευσαν, ενώ οι εγχώριες τράπεζες το επιτυγχάνουν αυτό με ιδιωτική συνεργασία με τους δανειζόμενους.

Τρίτον, το loan ownership επηρεάζεται από τους τιμολογιακούς και μη-τιμολογιακούς όρους του δανείου. Τα εμπειρικά στοιχεία έδειξαν ότι όταν σε ένα δάνειο συμμετέχουν περισσότερες από μία τράπεζες τότε είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούνται εγγυήσεις. Αυτό πιθανότατα συμβαίνει για να μπορεί ο δανειζόμενος να δρα χωρίς την εμπλοκή των δανειστών μια και είναι εξασφαλισμένοι από τις εγγυήσεις (solve borrowers control problem). Επιπροσθέτως, η συμμετοχή των εγχώριων τραπεζών τείνει να ρίχνει τα επιτόκια, κάτι που δείχνει ότι μπορούν να αξιολογούν καλύτερα τον κίνδυνο του δανειζόμενου και να λύνουν καλύτερα τα προβλήματα ελέγχου του δανειστή.

Όπως φάνηκε από τα δύο παραπάνω papers, το νομικό πλαίσιο που υπαγορεύει τα δικαιώματα των επενδυτών και την επιβολή των νόμων παίζει

σημαντικό ρόλο στον σχηματισμό των χαρακτηριστικών των τραπεζικών δανείων. Όσο πιο στέρεο και αποτελεσματικό το νομικό πλαίσιο τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί το τραπεζικό σύστημα.

Οι των *Stulz, R. And R. Williamson (2003)* εξέτασαν κατά πόσο πολιτιστικοί παράγοντες, όπως το θρήσκευμα ή η γλώσσα μίας χώρας, καθορίζουν το επίπεδο προστασίας των επενδυτών.

Υποστηρίζεται λοιπόν ότι η γλώσσα και η θρησκεία δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να αγνοούνται όταν εξετάζεται η διαφορετική νομική προστασία των επενδυτών ανά τον κόσμο. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι Καθολικές χώρες έχουν σαφώς πιο αδύναμο νομικό δίκτυο προστασίας των πιστωτών από τις άλλες χώρες. Βέβαια, η επίδραση της θρησκείας εξασθενεί όσο πιο ανοιχτό είναι το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Επιπροσθέτως, η κουλτούρα του κάθε λαού επηρεάζει την ένταση που τα νομικά δικαιώματα των επενδυτών εφαρμόζονται στην πράξη. Συγκεκριμένα, οι καθολικές, και περισσότερο οι ισπανόφωνες καθολικές, χώρες μένουν πίσω στην προστασία των επενδυτών.

Ο *Philip Bourke (1989)* εξετάζει την απόδοση 90 τραπεζών (μητρικές και θυγατρικές) σε 12 χώρες της Ευρώπης, Βόρειας Αμερικής και Αυστραλίας την περίοδο 1972-1981.

Στην τεχνική του χρησιμοποιεί δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης ως ανεξάρτητες μεταβλητές για να μετρήσει την τραπεζική ανάπτυξη-κερδοφορία, ώστε να εξηγήσει ποια είναι τα χαρακτηριστικά εκείνα που την καθορίζουν.

Στα αποτελέσματά του βρίσκει ότι τα καθαρά τραπεζικά κέρδη μετά φόρων επηρεάζονται αρνητικά από το ποσοστό του χρηματοοικονομικού συστήματος που κατέχει η κυβέρνηση, και θετικά από τη συγκέντρωση δύναμης των τραπεζών.

Ολοκληρώνοντας την έρευνα βιβλιογραφίας, θα αναφερθώ σε μία μελέτη της οποίας το αντικείμενο είναι παρόμοιο με την παρούσα διπλωματική διατριβή. Το 2002 οι *Asli Demirguc-Kunt* και *Harry Huizinga* έκαναν μία έρευνα για λογαριασμό της World Bank.

Στην έρευνα αυτή, λοιπόν, εξέτασαν την επιρροή της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης στα τραπεζικά κέρδη. Χρησιμοποίησαν τραπεζικά στοιχεία για τις

τράπεζες των χωρών του Ο.Α.Σ.Α. καθώς και για κάποιες αναπτυσσόμενες χώρες καλύπτοντας την περίοδο 1990 – 1997. Χρησιμοποίησαν, επίσης, ως ανεξάρτητες μεταβλητές δείκτες τόσο για την μέτρηση της τραπεζικής κερδοφορίας, όσο και για την μέτρηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Τέλος, εξέτασαν εάν η απόδοση των τραπεζών επηρεάζεται από τη δομή του χρηματοοικονομικού, δηλαδή πόσο διαφορετικά αποδίδουν οι τράπεζες εάν το σύστημα είναι bank-based ή market-based.

Τα συμπεράσματα της ανάλυσης τους έχουν αρκετό ενδιαφέρον. Βρήκαν ότι όσο πιο ανεπτυγμένο το χρηματοοικονομικό σύστημα τόσο περιορίζονται τα τραπεζικά κέρδη, μια και ο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο μειώνεται. Επίσης, επισημαίνουν ότι στα ανεπτυγμένα χρηματοοικονομικά συστήματα δεν υπάρχει σημαντική διαφορά για την απόδοση της τράπεζας είτε αυτό είναι bank-based, είτε είναι market-based. Κάτι τέτοιο όμως δεν συμβαίνει στα μη ανεπτυγμένα συστήματα. Εκεί παρατηρούν το εξής παράδοξο: όσο πιο market-based το σύστημα, τόσο πιο μεγάλα τα κέρδη των τραπεζών και τα περιθώρια επιτοκίου.

Κλείνοντας το κομμάτι της βιβλιογραφικής αναφοράς είναι άξιο σχολιασμού το γεγονός πως δεν υπάρχει ένα ολοκληρωμένο μοντέλο που να μετράει με σιγουριά την τραπεζική κερδοφορία. Επομένως, οι αντίστοιχες έρευνες έχουν γίνει με “reduced-form estimation models”, δηλαδή με επιλογή μεταβλητών που προσεγγιστικά προσπαθούν να «πιάσουν» όσο καλύτερα γίνεται τους παράγοντες που επηρεάζουν τα κέρδη των τραπεζών.

4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

4.1 Δεδομένα

Πρώτο μέλημα στην εμπειρική ανάλυση ήταν η επιλογή των μεταβλητών ώστε να δημιουργήσω την προς εκτίμηση εξίσωση παλινδρόμησης. Οι μεταβλητές ήταν δύο ειδών: Μεταβλητές Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης (Financial Structure Indices) και Μεταβλητές Τραπεζικής Κερδοφορίας (Bank Profitability Indices). Οι πρώτες είναι μεταβλητές που μετρούν την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, ανάπτυξη και αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος κάθε χώρας. Τις μεταβλητές αυτές καθώς και τις παρατηρήσεις για κάθε χώρα τις συνέλεξα από την World Bank, και συγκεκριμένα από την *Financial Structure Database May 2009* στην ηλεκτρονική διεύθυνση:

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>.

Οι δείκτες που θα χρησιμοποιήσω είναι οι εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

DEPOSIT MONEY BANKS/CENTRAL BANK ASSETS

DEPOSIT MONEY BANK ASSETS/GDP

LIQUID LIABILITIES/GDP

PRIVATE CREDIT BY DEPOSIT BANKS/GDP

PRIVATE CREDIT BY DEPOSIT BANKS AND OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS/GDP

FINANCIAL SYSTEM DEPOSITS/GDP

NET INTEREST MARGIN

BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS

BANK CONCENTRATION

LIFE INSURANCE PREMIUM VOLUME/GDP

NON LIFE INSURANCE PREMIUM VOLUME/GDP

STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP

STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP

STOCK MARKET TURNOVER RATIO

PRIVATE BOND MARKET CAPITALIZATION/GDP

PUBLIC BOND MARKET CAPITALIZATION/GDP

Οι δείκτες αυτοί καλύπτουν όλο το φάσμα τους χρηματοοικονομικού συστήματος αφού χρησιμοποιούνται δείκτες για το μέγεθος, την δραστηριότητα και την αποτελεσματικότητα των εμπορικών τραπεζών, των ασφαλιστικών οργανισμών, των χρηματιστηριακών αγορών και των αγορών ομολόγων. Έχουν, εξάλλου, χρησιμοποιηθεί ξανά στη βιβλιογραφία από τους *Angelos Antzoulatos, John Thanopoulos* και *Chris Tsoumas (2008)*.

Η δεύτερη κατηγορία μεταβλητών είναι οι μεταβλητές που μετρούν την κερδοφορία των τραπεζών. Είναι μεταβλητές από τον Ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης των τραπεζών και καθρεφτίζουν όλες τις πηγές κερδοφορίας μίας τράπεζας. Για την συλλογή τέτοιων μεταβλητών ανέτρεξα στην βιβλιογραφία ώστε να αλιεύσω τις μεταβλητές που έχουν χρησιμοποιηθεί σε προηγούμενες αναλύσεις. Μετά από εμπειριστατωμένη έρευνα κατέληξα στις εξής 34 μεταβλητές:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

NON INTEREST EXPENSE/AVERAGE ASSETS

INTEREST INCOME

TOTAL NON INTEREST OPERATING INCOME/TOTAL ASSETS

NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES

NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUES

NIIRATIO (non interest income/assets)
CORE RATIO (core deposits/assets) as proxy for traditional relationship banking
NET LOAN RATIO (net loans/assets)
LOAN QUALITY (loan loss allowance/assets)
FTRATIO (full time employees/deposits) as proxy for personalized service
LnASSETS (natural log of bank assets to account for bank size)
JOB GROWTH (annual growth rate in state employee)
CCBANK (variable for credit cards)
RESHARE (real estate loans/total loans)
NET INTEREST REVENUE/AVERAGE ASSETS
OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS
C&ISHARE (commercial and industrial loans/total loans)
CREDIT CARD LOANS/TOTAL LOANS
LOANS/CUSTOMER DEPOSITS
LOANS SOLD/ TOTAL LOANS
CORE DEPOSIT/TOTAL DEPOSIT
EQUITY/TOTAL ASSETS
ADVERTISEMENT EXPENSE/TOTAL EXPENSE
NONSH (non interest income/operating income)
KA (net worth/total assets) equivalent to a capital-asset ratio
LLP (loan loss provisions/net loans)
CIM (net commission and fees income/net interest income)
TRAD (net trading income/net operating income)
RARroe = average roe/standard deviation of roe
RARroa = average roa/standard deviation of roa
Growth in Assets
ZSCORE [average roa + (average equity/assets)] / standard deviation of roa
ATM (number of atms)
CASHLESS (number of cashless transactions per capita)

Οι προαναφερθείσες πενήντα μεταβλητές (δεκαέξι financial και 34 profitability) ήταν η αρχική προεπιλογή μου για τις ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματός μου.

Ως εξαρτημένες μεταβλητές στο υπόδειγμά μου επέλεξα δύο διαδεδομένες μεταβλητές τις: Return on Average Assets (ROAA) και Return on Average Equity (ROAE). Οι ίδιες εξαρτημένες μεταβλητές έχουν ξαναχρησιμοποιηθεί άλλωστε στην βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, από τον *Philip Bourke(1989)*.

Δεύτερο μέλημα στην εμπειρική ανάλυση ήταν η επιλογή των τραπεζών για τις οποίες θα μελετούσα την σχέση κερδοφορίας και χρηματοοικονομικής δομής. Επέλεξα να εξετάσω όλες τις εμπορικές τράπεζες (commercial banks) της Ευρωζώνης, χωρίς τις θυγατρικές τους (consolidated). Το κοινό πλαίσιο του ευρώ διευκόλυνε την ανάλυσή μου καθώς δεν υπήρχε ο κίνδυνος των συναλλαγματικών διαφορών μεταξύ των τραπεζών, ενώ οι διαφορές στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη των μελών της ευρωζώνης είναι αρκετά έντονες ώστε να μπορούν να βγουν σημαντικά συμπεράσματα. Οι χώρες λοιπόν από τις οποίες θα προέρχονταν οι τράπεζες της ανάλυσης ήταν οι εξής: Αυστρία, Βέλγιο, Κύπρος, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Ολλανδία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία, Ισπανία.

Τρίτο μέλημα ήταν η επιλογή της χρονικής περιόδου που θα μελετούσα. Η αρχική μου πρόθεση ήταν να μελετήσω την περίοδο 1990-2006. Είναι μια περίοδος με ευρύ φάσμα, ώστε να μπορεί να γίνει ανάλυση για τις μεταβολές στις παρατηρήσεις, ενώ σταματά ένα χρόνο πριν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση μια και υπήρχε ο φόβος να επηρεαστούν τα αποτελέσματα της ανάλυσής μου από την ραγδαία επιδείνωση της κατάστασης των τραπεζών.

Η συλλογή των δεδομένων όμως υπήρξε μία πολύπλοκη διαδικασία από την οποία προέκυψαν περιορισμοί σχετικά με τα δεδομένα που θα χρησιμοποιούσα. Η βάση δεδομένων που άντλησα τα στοιχεία ήταν η Bank Scope, η οποία και θεωρείται η πλέον αξιόπιστη για τραπεζικά δεδομένα.

Ο πρώτος περιορισμός αφορούσε την χρονική διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου: η Bank Score είχε δεδομένα μόνο από το 1994-2009, οπότε η περιόδός μου περιορίστηκε σε 13 χρόνια 1994-2006, περίοδος που επίσης καλύπτει τις αρχικές μου απαιτήσεις.

Ο δεύτερος περιορισμός ήταν η διαθεσιμότητα των δεδομένων για την κερδοφορία των τραπεζών. Πολλές από τις αρχικές μεταβλητές για την τραπεζική κερδοφορία δεν ήταν διαθέσιμες στην Bank Score, ούτε μπορούσαν να κατασκευαστούν με τα διαθέσιμα στοιχεία. Έτσι κατέληξα στις εξής 12 μεταβλητές:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

- X1: *NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUE*
- X2: *LOANS/CUSTOMER DEPOSITS*
- X3: *NON INTEREST EXPENSE/AVERAGE ASSETS*
- X4: *NET INTEREST REVENUE/AVERAGE ASSETS*
- X5: *NET LOANS/TOTAL ASSETS*
- X6: *NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES*
- X7: *EQUITY/TOTAL ASSETS*
- X8: *LOANS LOSS PROVISIONS/NET LOANS*
- X9: *OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS*
- X10: *NET COMMIS AND FEES/NET INTEREST INCOME*
- X11: *TOTAL NON INTEREST OPER.INCOME/TOTAL ASSETS*
- X12: *GROWTH IN ASSETS*

Οι παραπάνω μεταβλητές παρόλο που είναι φανερά λιγότερες από την αρχική προεπιλογή καλύπτουν σε μεγάλο βαθμό τις διαφορετικές δραστηριότητες

μίας τράπεζας και τις διαφορετικές πηγές της κερδοφορίας. Περιλαμβάνονται μεταβλητές που καλύπτουν επιτοκιακό εισόδημα, μη επιτοκιακό εισόδημα, παραδοσιακές και μη δραστηριότητες, leverage, έξοδα, ποιότητα ενεργητικού, αύξηση μεγέθους τράπεζας.

Το επόμενο βήμα ήταν να βρω τις τράπεζες οι οποίες θα είχαν τα δεδομένα που απαιτούνταν για την ανάλυση. Σε πρώτο στάδιο βρήκα ενενήντα οκτώ τράπεζες της ευρωζώνης που είχαν στοιχεία για τις παραπάνω μεταβλητές. Όμως, για την μεγαλύτερη εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μου επέλεξα οι προς ανάλυση τράπεζες να μην έχουν ούτε μία missing value στα δεδομένα τους. Έτσι, οι τράπεζες που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυσή μου είναι 45 και προέρχονται από τις εξής χώρες: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Νορβηγία. Οι τράπεζες που θα αναλυθούν παραθέτονται ακολούθως:

Βλέπε Πίνακα 4

Ο τελευταίος μου περιορισμός προήλθε από τα διαθέσιμα στοιχεία της World Bank για την χρηματοοικονομική ανάπτυξη των υπό εξέταση χωρών. Βλέποντας σημαντικές ελλείψεις σε πολλές παρατηρήσεις για τις παραπάνω χώρες αναγκάστηκα να αφαιρέσω κάποιες από τις Μεταβλητές Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης, ώστε να έχω ελάχιστες missing values. Έτσι, οι μεταβλητές στις οποίες κατέληξα είναι:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

DEPOSIT MONEY BANK/CENTRAL BANK ASSETS

NET INTEREST MARGIN
BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS
BANK CONCENTRATION
STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP
STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP
STOCK MARKET TURNOVER RATIO

Οι εναπομείναντες μεταβλητές καλύπτουν σε ικανοποιητικό βαθμό την επιρροή της κεντρικής τράπεζας, την συγκέντρωση δύναμης των τραπεζών, το περιθώριο κέρδους των τραπεζών, τα λειτουργικά κόστη των τραπεζών, την ανάπτυξη, κεφαλαιοποίηση και ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Έτσι, έχοντας ολοκληρώσει την συλλογή των δεδομένων προχώρησα στην προς εκτίμηση εξίσωση παλινδρόμησης.

4.2 Υπόδειγμα

Παρατηρώντας προσεκτικότερα τις τελικές μεταβλητές κερδοφορίας παρατήρησα το ενδεχόμενο να προκύψουν προβλήματα πολυσυγγραμικότητας στα αποτελέσματα μου καθώς μερικές από αυτές μετρούσαν παρόμοιες πηγές κερδοφορίας. Για το λόγο αυτό αφαίρεσα τέσσερις μεταβλητές, συγκεκριμένα, τις X3, X4, X10 και X11. Έτσι, οι συνολικές δέκα πέντε μεταβλητές που χρησιμοποίησα στο μοντέλο μου είναι οι ακόλουθες:

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

X1: NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUE

X2: LOANS/CUSTOMER DEPOSITS

X3: NET LOANS/TOTAL ASSETS

X4: NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES

X5: EQUITY/TOTAL ASSETS

X6: LOANS LOSS PROVISIONS/NET LOANS

X7: OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS

X8: GROWTH IN ASSETS

X9: DEPOSIT MONEY BANK/CENTRAL BANK ASSETS

X10: NET INTEREST MARGIN

X11: BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS

X12: BANK CONCENTRATION

X13: STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP

X14: STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP

X15: STOCK MARKET TURNOVER RATIO

Οι 2 προς εκτίμηση εξισώσεις είναι οι ακόλουθες:

$$ROAA_{i,t} = C + \sum_{i,j=1}^{15} a_i X_{i,j,t} + e_{i,t}$$

$$ROAE_{i,t} = C + \sum_{i,j=1}^{15} a_i X_{i,j,t} + e_{i,t}$$

Όπου:

Μεταβλητές Κερδοφορίας:

X1: Non interest income/gross revenues μεταβλητή που μετράει το εισόδημα που προέρχεται από μη επιτοκιακές πηγές προς τα συνολικά κέρδη, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι θετικό, αφού όσο μεγαλύτερα τα μη επιτοκιακά κέρδη τόσο μεγαλύτερη η κερδοφορία.

X2: Loans/customer deposits μεταβλητή που μετράει τα δάνεια ως ποσοστό των καταθέσεων των πελατών, το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι θετικό. Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό των δανείων σε σχέση με τις καταθέσεις τόσο καλύτερα θα αξιοποιεί η τράπεζα τις καταθέσεις.

X3: Net loans/total assets μεταβλητή που μετράει τα καθαρά δάνεια προς το σύνολο του ενεργητικού, το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι θετικό, αφού τα δάνεια είναι η μεγαλύτερη πηγή προέλευσης κέρδους για την τράπεζα.

X4: Non interest expense/gross revenues μεταβλητή που μετράει τα μη επιτοκιακά έξοδα προς τα συνολικά κέρδη, της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι αρνητικό. Όσο περισσότερο περιορίζει τα έξοδά της η τράπεζα τόσο πιο κερδοφόρα θα είναι.

X5: Equity/total assets μεταβλητή που μετράει τα Ίδια Κεφάλαια ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού, και της οποία το πρόσημο αναμένω να είναι θετικό. Όσο λιγότερα Ίδια κεφάλαια διακρατεί η τράπεζα τόσο περισσότερα χρήματα θα μπορεί να χρησιμοποιεί σε κερδοφόρες δραστηριότητες. Βέβαια τόσο περισσότερα εκτεθειμένα θα είναι στον κίνδυνο επιτοκίου, οπότε εδώ υπάρχει μία μικρή επιφύλαξη για τα αποτελέσματα.

X6: Loans loss provision/net loans μεταβλητή που μετράει τις προβλέψεις για επισφαλή δάνεια ως ποσοστό των καθαρών δανείων, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι αρνητικό. Δείχνει πόσο «τοξικό» είναι το ενεργητικό και επομένως οι προβλέψεις λειτουργούν αρνητικά για την κερδοφορία της τράπεζας.

X7: Other interest income/total assets μεταβλητή που μετράει το επιτοκιακό εισόδημα από δραστηριότητες εκτός των δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι θετικό, μια και η μεταβλητή μετράει μία άλλη πηγή εισόδου για την τράπεζα.

X8: *Growth in assets* μεταβλητή που μετράει την αύξηση του ενεργητικού, και το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι θετικό. Συνήθως η διόγκωση της τράπεζας συνοδεύεται και από αυξημένα κέρδη. Αυτό όμως δεν ισχύει πάντα καθώς εξαρτάται και από την ποιότητα του ενεργητικού, οπότε ας υπάρχει και εδώ μία μικρή επιφύλαξη.

Μεταβλητές Χρηματοοικονομικής Δομής

X9: *Deposit Money Bank / Central Bank assets* μεταβλητή που μετράει τις συνολικές καταθέσεις των τραπεζών της χώρας προς τις συνολικές καταθέσεις των τραπεζών + το συνολικό ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι θετικό. Όσο μεγαλύτερος αυτός ο δείκτης τόσο μικρότερη η εμπλοκή της κεντρικής τράπεζας στο χρηματοοικονομικό σύστημα μίας χώρας, επομένως μεγαλύτερη απελευθέρωση και περισσότερα κέρδη για τις τράπεζες.

X10: *Net interest margin* μεταβλητή που μετράει τη λογιστική αξία του καθαρού επιτοκιακού κέρδους της τράπεζας ως ποσοστό των στοιχείων του ενεργητικού που προσδίδουν επιτοκιακά έσοδα, και το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι θετικό. Όσο μεγαλύτερο δηλαδή είναι το επιτοκιακό spread για τις τράπεζες τόσο μεγαλύτερα τα κέρδη, κάτι που είναι λογικό.

X11: *Bank overhead costs/total assets* μεταβλητή που μετράει τα γενικά έξοδα των τραπεζών προς το συνολικό ενεργητικό, και το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι αρνητικό, καθώς όσο περιορίζουν οι τράπεζες κόστη όπως οι μισθοί τόσο αυξάνεται η κερδοφορία τους.

X12: *Bank concentration* μεταβλητή που μετράει το άθροισμα του ενεργητικού των τριών μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας προς το συνολικό ενεργητικό όλων των τραπεζών, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι θετικό. Η συγκέντρωση δύναμης στα χέρια των τραπεζών σημαίνει ολιγοπωλιακές καταστάσεις, μικρότερος ανταγωνισμός και επομένως μεγαλύτερα κέρδη για τις τράπεζες.

X13: *Stock market capitalization/GDP* μεταβλητή που μετράει την αξία όλων των δηλωμένων μετοχών (listed shares) ως ποσοστό του ΑΕΠ, και της οποίας το

πρόσημο αναμένω να είναι αρνητικό. Μικρή κεφαλαιοποίηση στο χρηματιστήριο σημαίνει χρηματοδότηση μέσω των τραπεζών για τις επιχειρήσεις, άρα και μεγαλύτερα κέρδη για αυτές.

X14: Stock market total value traded/GDP μεταβλητή που μετράει την συνολική αξία όλων των μετοχών που εμπορεύονται στο χρηματιστήριο (traded shares) ως ποσοστό του ΑΕΠ, και της οποίας το πρόσημο αναμένω να είναι αρνητικό. Επίσης η μεταβλητή αυτή δείχνει τον όγκο των επενδύσεων που συναλλάσσονται στο χρηματιστήριο και μικρότερη τιμή της θα είναι καλύτερη για την κερδοφορία: μικρή ανάπτυξη του χρηματιστηρίου επιφέρει περισσότερες επενδύσεις μέσω των τραπεζών.

X15: Stock market turnover ratio μεταβλητή που μετράει την συνολική αξία των μετοχών που εμπορεύονται σε σχέση με την μέση χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση και το πρόσημο της οποίας αναμένω να είναι αρνητικό. Όσο μικρότερη η ρευστότητα στον χρηματιστηριακό τομέα, τόσο μεγαλύτερη εμπλοκή του τραπεζικού τομέα με επακόλουθη αύξηση κερδών για τις τράπεζες.

Τα αναμενόμενα πρόσημα των μεταβλητών στα οποία αναφέρθηκα πιο πάνω είναι απόρροια μελέτης προγενέστερων ερευνών στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν, αλλά και της οικονομικής λογικής. Έχει σημασία η αναφορά τους, γιατί κατά πρώτον δίνουν μία αίσθηση της αναμενόμενης συσχέτισης της ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη (θετική συσχέτιση αν το πρόσημο του συντελεστή της ανεξάρτητης είναι θετικό και το αντίστροφο αν είναι αρνητικό), και κατά δεύτερον θα γίνει σύγκριση με τα αποτελέσματα στα οποία η έρευνά μου θα καταλήξει.

4.3 Οικονομετρική Τεχνική

Αρχικά, πρέπει να αναφέρω ότι το οικονομετρικό εργαλείο που χρησιμοποιήθηκε είναι το e-views.

Μελετώντας την βιβλιογραφία συνολικά, κατέληξα στο συμπέρασμα ότι ο καλύτερος τρόπος ανάλυσης των δεδομένων είναι η γραμμική παλινδρόμηση. Έτσι θα χρησιμοποιήσω μια γραμμική συνάρτηση της μορφής:

$$Y_{i,t} = c + \alpha_1 X_{1i,t} + \alpha_2 X_{2i,t} + \alpha_3 X_{3i,t} + \dots + \alpha_n X_{ni,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Όπου:

Y: η εξαρτημένη μου μεταβλητή

a: ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής

X: η ανεξάρτητη μεταβλητή

c: η σταθερά

i: αναφέρεται στην τράπεζα

t: αναφέρεται στην χρονιά

ε: ο διαταρακτικός όρος (σφάλμα παλινδρόμησης)

Η παλινδρόμηση έγινε με την μέθοδο pooled least squares. Τα δεδομένα τοποθετήθηκαν σε μορφή panel ώστε να γίνει ανάλυση συνδυάζοντας στοιχεία χρονολογικών σειρών με διαστρωματικές παρατηρήσεις. Για το υπόδειγμα υποθέτω ότι ισχύουν όλες οι υποθέσεις της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης.

Στο μοντέλο επίσης προστέθηκε και το αυτοπαλίνδρομο πρώτης τάξης – AR(1). Ουσιαστικά μπαίνει σαν μία ακόμη ανεξάρτητη μεταβλητή η τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής μία περίοδο πριν για να «πιάσει» το μοντέλο την αυτοσυσχέτιση της εξαρτημένης από την προηγούμενη τιμή της.

Για να καταλήξω στο «ειδικό» μοντέλο που θα αναλύσω στην επόμενη ενότητα ακολουθήθηκε η διαδικασία «general to specific». Δηλαδή αρχικά εκτίμησα το μοντέλο με όλες τις μεταβλητές (general model) και βλέποντας τα αποτελέσματα αφαίρεσα την πλέον στατιστικά ασήμαντη. Το κριτήριο για την στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% είναι το $t\text{-statistic} > 1.96$ ή $t\text{-statistic} < -1.96$. Ακολούθησα τη διαδικασία αυτή πολλές φορές μέχρι του σημείου όπου στο μοντέλο παρέμειναν μόνο οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (specific model).

4.4 Αποτελέσματα

Πριν περάσω στην διαδικασία της εκτίμησης των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης βασική προϋπόθεση υπήρξε ο έλεγχος για την στασιμότητα των μεταβλητών μου. Ιδανικά ήθελα όλες οι μεταβλητές μου να είναι στάσιμες (I_0), δηλαδή να μην έχουν unit root. Για να ελέγξω την υπόθεση αυτή θα χρησιμοποιήσω το unit root test του e-views και συγκεκριμένα το τεστ για common root των Levin, Lin, Chu και το τεστ για individual root των Im, Pesaran, Shin για κάθε μία από τις μεταβλητές μου. Τα τεστ έχουν σαν μηδενική υπόθεση (H_0) ότι υπάρχει unit root και για $t\text{-statistic} > 1.96$ ή $t\text{-statistic} < -1.96$ απορρίπτω την H_0 και θεωρώ ότι η μεταβλητή μου είναι στάσιμη.

Παρατήρησα ότι οι μεταβλητές μου είναι στάσιμες εκτός από τις X5 (μη στάσιμη για Individual root) X9 (μη στάσιμη για individual root) X14 (μη στάσιμη και για individual και για common root) X15 (μη στάσιμη για individual root). Το πρόβλημα που παρουσιάζεται είναι ότι δεν θα μπορεί αν γίνει συνολοκλήρωση της παλινδρόμησης μεταξύ στάσιμων και μη στάσιμων μεταβλητών, επομένως πριν περάσω στη διαδικασία της παλινδρόμησης θα μετατρέψω τις I_1 μεταβλητές σε I_0 παίρνοντας τις πρώτες διαφορές. Η διαδικασία αυτή θα γίνει μέσα στο e-views χρησιμοποιώντας τον τύπο:

$$D(\log(X_i))$$

για κάθε I_1 μεταβλητή μου.

Προχωρώ έτσι στα αποτελέσματα των γραμμικών παλινδρομήσεων.

Βλέπε Πίνακα 7

Roaa

Variable	Coefficient	t-Stat.	Επεξήγηση
C	1.074	9.891	Σταθερά
X4	-0.005	-4.454	Non interest expense/ Total Assets
D(LOG(X5))	0.626	5.4236	Equity/Total Assets
X6	-15.625	-7.000	Loan loss provisions/ Net Loans
X8	0.006	-5.221	Growth in assets
D(LOG(X15))	0.159	2.004	Stock Market Turnover Ratio

Adj. R-squar.= 0.477 D.W. stat= 2.120 AR(1)= 0.584

Η οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι η Απόδοση του Μέσου Ενεργητικού (ROAA) επηρεάζεται αρνητικά από τα Μη Επιτοκιακά Έξοδα της τράπεζας, διαφορετικά δηλαδή από ό,τι αναμενόταν. Υπάρχει θετική συσχέτιση με Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού. Επίσης, η εξαρτημένη μου μεταβλητή επηρεάζεται αρνητικά σε έντονο βαθμό από τις Προβλέψεις για Επισφαλή Δάνεια. Επιπροσθέτως, υπάρχει θετική του ROAA με την αύξηση των στοιχείων του Ενεργητικού.

Όσον αφορά την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, που είναι και το κύριο αντικείμενο της μελέτης, η αποδοτικότητα του Μέσου Ενεργητικού επηρεάζεται μόνο από το Stock Market Turnover Ratio. Υπάρχει μία θετική σχέση, σε αντίθεση με το αναμενόμενο, και συγκεκριμένα μία αύξηση κατά μία μονάδα της ανεξάρτητης μεταβλητής επιφέρει μια αξιόλογη αύξηση της τάξης του 0,159 στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Τα παραπάνω συμπεράσματα βγαίνουν όταν παρατηρήσει κανείς τους συντελεστές (coefficient) των ανεξάρτητων μεταβλητών. Θετικό πρόσημο σημαίνει θετική συσχέτιση, αρνητικό πρόσημο δείχνει αρνητική συσχέτιση.

Όπως είναι φανερό οι μεταβλητές που παρέμειναν είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% αφού έχουν $t\text{-statistic} > 1.96$ ή $t\text{-statistic} < -1.96$. Παρατηρώ ότι το κριτήριο Durbin-Watson που μετρά την ύπαρξη 1^{ου} βαθμού αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων είναι κοντά στο δύο (2.120), άρα δεν υπάρχει ισχυρή αυτοσυσχέτιση μεταξύ των καταλοίπων (οφείλεται στο AR(1)). Το Adjusted R-squared βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα κοντά στο 50% (0.477), που σημαίνει ότι η παλινδρόμησή μου εξηγεί ικανοποιητικά τις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής.

Βλέπε Πίνακα 8

Roae

Variable	Coefficient	t-Stat.	Επεξήγηση
C	16.619	6.819	Σταθερά
X1	0.070	2.821	Non interest income/ Gross Revenues
X4	-0.108	-4.934	Non interest expense/ Total Assets
D(LOG(X5))	14.802	6.985	Equity/Total Assets
X6	-292.355	-7.583	Loan loss provisions/ Net Loans
X8	0.124	5.706	Growth in assets
D(LOG(X9))	-9.014	-1.969	Deposit money banks assets/ Central bank assets
D(LOG(X15))	3.624	2.468	Stock market turnover ratio

Adj. R-squar.= 0.460 Durbin-Watson stat= 2.019 AR(1)= 0.405

Παρατηρώντας εδώ τους συντελεστές των μεταβλητών βλέπω ότι η Απόδοση των Μέσων Ιδίων Κεφαλαίων επηρεάζεται θετικά από Μη Επιτοκιακό Εισόδημα (σε αντίθεση με το ROAA). Υπάρχει αρνητική συσχέτιση με τα Μη Επιτοκιακά Έξοδα (όπως αναμενόταν), ενώ θετική συσχέτιση παρατηρείται με την μεταβλητή Ίδια Κεφάλαια/Συνολικό Ενεργητικό. Αρνητική συσχέτιση, και μάλιστα σε πολύ έντονο βαθμό, παρατηρείται σε σχέση με τις Προβλέψεις για Επισφαλή Δάνεια/Καθαρά Δάνεια, ενώ εμφανίζεται θετική σχέση με την Αύξηση του Ενεργητικού.

Τώρα, όσον αφορά τις μεταβλητές χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, η εξαρτημένη μεταβλητή έχει αρνητική συσχέτιση με τα Deposit Money Banks/Central Bank Assets σε αντίθεση με αυτή που ανέμενα. Συγκεκριμένα, μια αύξηση κατά μία μονάδα επιφέρει σημαντική μείωση της τάξης του 9.014 στα κέρδη της τράπεζας.

Αντίστοιχα με το ROAA, το Stock Market Turnover Ratio επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της τράπεζας ως προς τα Ίδια Κεφάλαια (ROAE). Συγκεκριμένα, η αύξηση της μεταβλητής Stock Market Turnover Ratio κατά μία μονάδα το κέρδος της τράπεζας αυξάνει σημαντικά κατά 3.624.

Ομοίως με παραπάνω, οι μεταβλητές στο specific μοντέλο μου είναι στατιστικά σημαντικές επίπεδο σημαντικότητας 5% $t\text{-statistic} > 1.96$ ή $t\text{-statistic} < -1.96$. Το κριτήριο Durbin-Watson είναι κοντά στο δύο (2.019) και Adjusted R-squared βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα (0.460).

4.5 Συζήτηση

Από την επεξεργασία των αποτελεσμάτων βγαίνουν σημαντικά συμπεράσματα που σε πολλές περιπτώσεις δεν συμφωνούν με τα συμπεράσματα προηγούμενων μελετών. Στη μελέτη, λοιπόν, πως η κερδοφορία των τραπεζών επηρεάζεται από την δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στατιστικά σημαντικές προέκυψαν η μεταβλητή που μετρά την ρευστότητα του χρηματιστηρίου και η μεταβλητή που μετρά την συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας.

Συγκεκριμένα, όταν αυξάνεται κατά μία μονάδα το Stock Market Turnover Ratio το ROAE αυξάνεται κατά 3.624 και το ROAA κατά 0,159. Αντίθετα με αυτό που θα περίμενε κανείς, η ρευστότητα του χρηματιστηρίου βοηθά στην αύξηση της κερδοφορίας της τράπεζας. Τα συμπεράσματα που βγαίνουν είναι ότι η εύρυθμη λειτουργία του χρηματιστηριακού τομέα δρα συμπληρωματικά με τη λειτουργία των τραπεζών. Οι πληροφορίες που φέρνει στη δημοσιότητα το χρηματιστήριο για τις εταιρείες που εμπλέκονται σε αυτό βοηθά και τις τράπεζες στις δραστηριότητές τους. Ξεχωρίζοντας τις «καλές» και υγιείς εταιρείες από τις «κακές», το χρηματιστήριο βοηθά τις τράπεζες να κατευθύνουν σωστότερα το δανεισμό τους και να επιλέξουν σε ποιες από αυτές θα επενδύσουν κομμάτι του ενεργητικού τους.

Πολύς λόγος στη βιβλιογραφία έχει γίνει για το διαφορετικό νομικό πλαίσιο που περιβάλλει τις χώρες με εύρυθμο χρηματιστηριακό τομέα. Έτσι, κάποιος εναλλακτικά θα μπορούσε να σκεφτεί ότι το νομικό πλαίσιο αυτών των χωρών, που συνήθως είναι το common law (έχω αναφερθεί στην έρευνα βιβλιογραφίας), βοηθάει τελικά τις τράπεζες να αυξήσουν την κερδοφορία τους και δεν τις αποτρέπει.

Σε αντίθεση με τη μεταβλητή για τη συγκέντρωση δύναμης στις τράπεζες (Bank Concentration) και αυτή για το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο (Net Interest Margin) που δεν είναι στατιστικά σημαντικές στο μοντέλο μου, η μεταβλητή Deposit Money Banks/Central Bank Assets δείχνει ότι επηρεάζει την κερδοφορία των τραπεζών. Συγκεκριμένα, σχετίζεται αρνητικά με την εξαρτημένη μεταβλητή, αφού μια αύξησή της κατά μία μονάδα μειώνει το ROAE κατά 9.014 μονάδες, μεταβολή που σαφώς είναι άξια αναφοράς.

Το εύρημα αυτό αντιβαίνει της λογικής ότι η ενεργή συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας μειώνει τον ελιγμό κινήσεων των τραπεζών και επομένως τα κέρδη τους. Θυμίζω ότι όσο μικρότερος αυτός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερο ενεργητικό έχει η κεντρική τράπεζα σε σχέση με τις εμπορικές τράπεζες.

Ο δείκτης αυτός θα μπορούσε επίσης να μεταφραστεί ως ένα μέτρο για την ανάπτυξη και απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος μίας χώρας. Και ενώ θα περίμενε κανείς ότι η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος θα συνοδεύεται από μία αύξηση της τραπεζικής κερδοφορίας αυτό δεν συμβαίνει. Η ανάπτυξη του συστήματος φέρνει προοδευτικά ανάπτυξη και στο τραπεζικό τομέα, δηλαδή λιγότερο ισχυρά εμπόδια στην είσοδο νέων τραπεζικών ιδρυμάτων. Τα λιγότερο ισχυρά εμπόδια φέρνουν αύξηση του ανταγωνισμού, μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα του συστήματος, μικρότερα επιτόκια και τελικά μικρότερα κέρδη για τις τράπεζες.

Από τις μεταβλητές τραπεζικής κερδοφορίας που προέκυψαν στατιστικά σημαντικές αξίζει να αναφερθώ στις Προβλέψεις για Επισφαλείς Απαιτήσεις που επηρεάζουν σε πολύ μεγάλο βαθμό αρνητικά την κερδοφορία της τράπεζας. Φαίνεται ότι πολύ σημαντικό ρόλο σε μία σύγχρονη τράπεζα παίζει η ποιότητα των δανείων.

Όταν στο pool των δανείων υπάρχουν πολλά τοξικά δάνεια αργά ή γρήγορα θα μεταφερθεί η προβληματικότητα αυτή στα κέρδη της τράπεζας. Είναι άλλωστε ένας από τους λόγους που οι τράπεζες κατέφευγαν μαζικά σε τιλοποιήσεις τα περασμένα χρόνια για να ξεφορτωθούν, δηλαδή, αυτή την ορολογική βόμβα που κουβαλούσαν στο ενεργητικό τους. Κάτι που όμως τελικά βρήκαν μπροστά τους όταν και ξέσπασε η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Από τις υπόλοιπες, παρατηρώ ότι η αύξηση του ενεργητικού επηρεάζει θετικά την κερδοφορία: όσο περισσότερο διογκώνεται η τράπεζα, τόσο πιο πολλά κέρδη θα έχει. Επίσης, υπάρχει μία θετική συσχέτιση των τραπεζικών κερδών με τα μη επιτοκιακά εισοδήματα, δείγμα της μεγαλύτερης εξάρτησης των τραπεζών από δραστηριότητες που αποφέρουν προμήθειες. Επιπροσθέτως, φαίνεται μια αρνητική σχέση μεταξύ των μη επιτοκιακών εξόδων (όπως μισθοί) και της τραπεζικής κερδοφορίας. Αυτό είναι λογικό να συμβαίνει στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, όπου ο αυξημένος ανταγωνισμός ωθεί τις τράπεζες σε μία συνεχιζόμενη προσπάθεια περιορισμού των εξόδων τους.

Συνοψίζοντας τα ευρήματα της έρευνάς μου, καταλήγω στο συμπέρασμα ότι η ρευστότητα του χρηματιστηριακού τομέα σε μία χώρα λειτουργεί επικουρικά για τις τράπεζες βοηθώντας τις να αυξήσουν τη ρευστότητά τους, ενώ η χρηματοοικονομική απελευθέρωση δεν σημαίνει αύξηση των τραπεζικών κερδών μια και ο ανταγωνισμός που αναπτύσσεται μεταξύ των τραπεζών συνεπάγεται περιορισμένα κέρδη.

5. ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Η παρούσα μελέτη περιγράφει πως η χρηματοοικονομική δομή και ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζει την κερδοφορία των τραπεζών. Η ανάλυση έγινε για σαράντα πέντε τράπεζες της Ευρωζώνης καλύπτοντας την περίοδο 1994 – 2006. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι το μέγεθος του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας σε σχέση με αυτό των εμπορικών τραπεζών επηρεάζει θετικά την τραπεζική κερδοφορία. Ακόμη, η ρευστότητα του χρηματιστηρίου επηρεάζει με τη σειρά της θετικά τα κέρδη των τραπεζών.

Η απορύθμιση και απελευθέρωση των τελευταίων δεκαετιών στον χρηματοοικονομικό τομέα έκανε πιο χαλαρό το νομικό πλαίσιο του περιβάλλει τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, αφήνοντας τα ελεύθερα να δραστηριοποιηθούν σχεδόν με δικούς τους όρους. Η μικρότερη εμπλοκή των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών είναι προς αυτή την κατεύθυνση. Το εύκολο συμπέρασμα είναι ότι κάτω από αυτές τις συνθήκες οι τράπεζες αυξάνουν τα κέρδη τους. Όμως, εύκολα συμπεράσματα δεν υπάρχουν και αυτό καταδεικνύεται από τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας.

Η μικρότερη εμπλοκή της κεντρικής τράπεζας στον χρηματοοικονομικό τομέα φέρνει μικρότερα κέρδη στις τράπεζες. Ένα λιγότερο ανεπτυγμένο σύστημα όπου η κεντρική τράπεζα διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο μοιάζει «εχθρικό» σε νέους τραπεζικούς παίκτες να εισέλθουν και επομένως ο ανταγωνισμός είναι περιορισμένος. Έτσι, οι ήδη υπάρχουσες τράπεζες μπορούν να δημιουργούν ολιγοπολιακές καταστάσεις και να επιτυγχάνουν αυξημένα κέρδη.

Ένα ακόμη σημαντικό συμπέρασμα της έρευνας αυτής είναι ότι η ρευστότητα του χρηματιστηρίου είναι ένας παράγοντας που δρα αυξητικά στα κέρδη των τραπεζών. Άρα, ο τομέας του χρηματιστηρίου δεν είναι ένα εχθρικό περιβάλλον για τις τράπεζες, καθώς η διάχυση της πληροφορίας που επιτυγχάνεται μέσω των δημοσιευμένων πληροφοριών για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι προς όφελος των τραπεζών.

Είναι κατανοητό πως το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα αυτή έχει αρκετούς περιορισμούς. Δεν περιέχει (για λόγους που προαναφέρθηκαν στο κομμάτι της συλλογής δεδομένων) μεταβλητές για την αγορά ομολόγων ή για τις ασφαλιστικές εταιρείες. Έτσι, θα μπορούσε μεταγενέστερη ανάλυση να συμπεριλάβει τέτοιους δείκτες για την ανάλυση της κερδοφορίας. Όπως επίσης θα μπορούσε να γίνει ανάλυση κερδοφορίας σε ομάδες χωρών που έχουν παρόμοια χρηματοοικονομική δομή (βλέπε πέντε clusters σε *Antzoulatos Thanopoulos and Tsoumas (2008)*).

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Demirgüç-Kunt, Ash and Ross Levine (2001). “Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons”, ch. 1 in “Financial Structure and Economic Growth” Ash Demirgüç-Kunt and Ross Levine (editors), MIT Press, Cambridge, MA.

Byrne, Joseph P. and E. Philip Davis (2003), ch. 1 in Financial Structure — An Investigation of Sectoral Balance Sheets in the G-7, Oxford University Press.
Financial System Convergence

Antzoulatos, Angelos A., John Thanopoulos and Chris Tsoumas (2008). “Financial System Structure, Change and Convergence — Evidence from the OECD Countries”, Journal of Economic Integration, Vol. 23, No. 4, pp. 977—1001.

Antzoulatos, Angelos A., Ekaterini Panopoulou and Chris Tsoumas (2009). “DO Financial Systems Converge?” available at SSRN:
<http://ssrn.com/abstract=1413971>

Bianco, M., Gerahi, A. and R. Massaro (1997), “Financial Systems Across ‘Developed Economies’: Convergence or Path Dependence?”, Research in Economics, 51, pp. 303-331.

Qian, Jun and Philip E. Strahan (2007). “How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans”, Journal of Finance, Vol. LXII, No. 6, pp 2803 — 2834 (December).

Bae, Kee-Hong and Vidhan K. Goyal (2009). “Creditor Rights, Enforcement and Bank Loans”, The Journal of Finance, Vol. LXIV, No. 24, pp. 823 — 860 (April).

Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (2003a), "Law, Endowments, and Finance", *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 137-181

Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (2003b), "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?", *Journal of Comparative Economics*, 31, pp. 653-675.

Djankov, S., McLiesh, C. and A. Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics*, 84, pp. 299-329.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, 52(3), pp. 1131-1150.

Rajan, R. and L. Zingales (2003a), "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", NBER Working Paper No. 9595

Rajan, R. and L. Zingales (2003b), "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, 69(1), pp. 5-50.

Stulz, R. and R. Williamson (2003), "Culture, Openness and Finance", *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 313-349.

Σημειώσεις του καθηγητή Angelos A. Antzoulatos από το μάθημα "Governments Financial Markets and the Macroeconomy"

Robert De Young, Tara Rice (2004) “How Do Banks Make Money? A Variety of Business strategies” Economic Perspectives – Federal Reserve Bank of Chicago Volume 28, No.4

Robert De Young, Tara Rice (2004) “How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income” Economic Perspectives – Federal Reserve Bank of Chicago Volume 28, No.4

Franklin Allen, Anthony Santomero (2001) “What Do Financial Intermediaries Do?” Journal of Banking & Finance 25 pages 271 - 294

Robert De Young (1998) “Safety, Soundness and the Evolution of the U.S. Banking Industry” Economic Review, Issue Q1-2, pages 41 - 66

David O. Beim and Charles W. Calomiris, McGraw-Hill Irwin, (2001) Chapter 2 “Financial Repression and Financial Development” , Chapter 3 “Privatization and Financial Liberalization” , Chapter 5 “Information and Control” , Chapter 7 “The Trouble with Banks” in book “Emerging Financial Markets” issue: “McGraw-Hill Education – Europe”

Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux (2006) Chapter 1 “What is Special about Banks?” , Chapter “Banking Activities and Current Issues in Banking” in book “Introduction to Banking” , issue “Prentice Hall”

Frederic S. Mishkin (2000) Chapter 8 “An Economic Analysis of Financial Structure” , Chapter 11 “An Economic Analysis of Banking Regulation” in book “The Economics of Money, Banking and Financial Markets” 8th edition, issue “Pearson Education Limited”

Γεώργιος Κ. Χρήστου (2006) book: “Εισαγωγή στην Οικονομετρία” Α Τόμος, εκδόσεις Gutenberg

Philip Bourke (1989) "Concentration and Other Determinants of Bank Profitability in Europe, North America and Australia" *Journal of Banking and Finance* 13 (1989) pp. 65-79

Asli Demirguc-Kunt, Harry Huizinga (2000) "Financial Structure and Bank Profitability", *World Bank Policy Research Working Paper No. 2430*

7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

DEPOSIT MONEY BANKS/CENTRAL BANK ASSETS

DEPOSIT MONEY BANK ASSETS/GDP

LIQUID LIABILITIES/GDP

PRIVATE CREDIT BY DEPOSIT BANKS/GDP

PRIVATE CREDIT BY DEPOSIT BANKS AND OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS/GDP

FINANCIAL SYSTEM DEPOSITS/GDP

NET INTEREST MARGIN

BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS

BANK CONCENTRATION

LIFE INSURANCE PREMIUM VOLUME/GDP

NON LIFE INSURANCE PREMIUM VOLUME/GDP

STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP

STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP

STOCK MARKET TURNOVER RATIO

PRIVATE BOND MARKET CAPITALIZATION/GDP

PUBLIC BOND MARKET CAPITALIZATION/GDP

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

NON INTEREST EXPENSE/AVERAGE ASSETS

INTEREST INCOME

TOTAL NON INTEREST OPERATING INCOME/TOTAL ASSETS

NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES

NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUES

NIIRATIO (non interest income/assets)

CORE RATIO (core deposits/assets) as proxy for traditional relationship banking

NET LOAN RATIO (net loans/assets)

LOAN QUALITY (loan loss allowance/assets)

FTRATIO (full time employees/deposits) as proxy for personalized service

LnASSETS (natural log of bank assets to account for bank size)

JOB GROWTH (annual growth rate in state employee)

CCBANK (variable for credit cards)

RESHARE (real estate loans/total loans)

NET INTEREST REVENUE/AVERAGE ASSETS

OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS

C&ISHARE (commercial and industrial loans/total loans)

CREDIT CARD LOANS/TOTAL LOANS

LOANS/CUSTOMER DEPOSITS

LOANS SOLD/ TOTAL LOANS

CORE DEPOSIT/TOTAL DEPOSIT

EQUITY/TOTAL ASSETS

ADVERTISMENT EXPENSE/TOTAL EXPENSE

NONSH (non interest income/operating income)

KA (net worth/total assets) equivalent to a capital-asset ratio

LLP (loan loss provisions/net loans)

CIM (net commission and fees income/net interest income)

TRAD (net trading income/net operating income)

RARroe = average roe/standard deviation of roe

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 (Συνέχεια)

RARroa = average roa/standard deviation of roa

Growth in Assets

ZSCORE [average roa + (average equity/assets)] / standard deviation of roa

ATM (number of atms)

CASHLESS (number of cashless transactions per capita)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

X1: NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUE

X2: LOANS/CUSTOMER DEPOSITS

X3: NON INTEREST EXPENSE/AVERAGE ASSETS

X4: NET INTEREST REVENUE/AVERAGE ASSETS

X5: NET LOANS/TOTAL ASSETS

X6: NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES

X7: EQUITY/TOTAL ASSETS

X8: LOANS LOSS PROVISIONS/NET LOANS

X9: OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS

X10: NET COMMIS AND FEES/NET INTEREST INCOME

X11: TOTAL NON INTEREST OPER.INCOME/TOTAL ASSETS

X12: GROWTH IN ASSETS

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΤΡΑΠΕΖΑ	ΧΩΡΑ
Aareal Bank AG	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
Axa Banque	ΓΑΛΛΙΑ
Bank Degroof NV-Banque Degroof SA	ΒΕΛΓΙΟ
Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft	ΑΥΣΤΡΙΑ
Bank of Valletta Plc	ΜΑΛΤΑ
Bankhaus Carl Spaengler & Co.	ΑΥΣΤΡΙΑ
Banque CIC Est	ΓΑΛΛΙΑ
Crédit Industriel de l'Ouest-Banque CIO	ΓΑΛΛΙΑ
Banque de Financement et de Trésorerie - BFT	ΓΑΛΛΙΑ
Banque de Gestion Privée Indosuez	ΓΑΛΛΙΑ
Banque de la Réunion	ΓΑΛΛΙΑ
Banque de Savoie	ΓΑΛΛΙΑ
Banque Delen NV	ΒΕΛΓΙΟ
Banque FINAMA	ΓΑΛΛΙΑ
Banque Martin Maurel	ΓΑΛΛΙΑ
Banque Palatine	ΓΑΛΛΙΑ
Banque Privée Anjou	ΓΑΛΛΙΑ
Banque SBA	ΓΑΛΛΙΑ
Banque Transatlantique SA	ΓΑΛΛΙΑ
Beroepskrediet NV-Crédit professionnel s.a.	ΒΕΛΓΙΟ
BGL BNP Paribas	ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ
BNP Paribas	ΓΑΛΛΙΑ
Calyon	ΓΑΛΛΙΑ
Commerzbank AG	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
Crédit du Nord	ΓΑΛΛΙΑ
Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine - Banque CIAL	ΓΑΛΛΙΑ
Crédit Industriel et Commercial - CIC	ΓΑΛΛΙΑ
Crédit Lyonnais	ΓΑΛΛΙΑ
Deutsche Bank AG	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
Dexia Banque Internationale à Luxembourg SA - Dexia BIL	ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ
Dresdner Bank AG	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
DVB Bank SE	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
Fortis Banque France SA	ΓΑΛΛΙΑ
HSBC Bank Malta Plc	ΜΑΛΤΑ

ING-ING Belgium SA/NV	ΒΕΛΓΙΟ
ING Luxembourg	ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ
La Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque	ΓΑΛΛΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 (Συνέχεια)

ΤΡΑΠΕΖΑ	ΧΩΡΑ
Lyonnais de Banque	ΓΑΛΛΙΑ
Meinl Bank AG	ΑΥΣΤΡΙΑ
Monte Paschi Banque S.A.	ΓΑΛΛΙΑ
Pohjola Pankki Oyj-Pohjola Bank plc	ΦΙΛΑΝΔΙΑ
Sal Oppenheim Jr. & Cie KGAA	ΓΕΡΜΑΝΙΑ
Société Générale	ΓΑΛΛΙΑ
Société Générale Bank & Trust	ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ
Société Marseillaise de Crédit	ΓΑΛΛΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

DEPOSIT MONEY BANK/CENTRAL BANK ASSETS

NET INTEREST MARGIN

BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS

BANK CONCENTRATION

STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP

STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP

STOCK MARKET TURNOVER RATIO

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

- X1: NON INTEREST INCOME/GROSS REVENUE**
- X2: LOANS/CUSTOMER DEPOSITS**
- X3: NET LOANS/TOTAL ASSETS**
- X4: NON INTEREST EXPENSE/GROSS REVENUES**
- X5: EQUITY/TOTAL ASSETS**
- X6: LOANS LOSS PROVISIONS/NET LOANS**
- X7: OTHER INTEREST INCOME/TOTAL ASSETS**
- X8: GROWTH IN ASSETS**
- X9: DEPOSIT MONEY BANK/CENTRAL BANK ASSETS**
- X10: NET INTEREST MARGIN**
- X11: BANK OVERHEAD COSTS/TOTAL ASSETS**
- X12: BANK CONCENTRATION**
- X13: STOCK MARKET CAPITALIZATION/GDP**
- X14: STOCK MARKET TOTAL VALUE TRADED/GDP**
- X15: STOCK MARKET TURNOVER RATIO**

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Dependent Variable: ROAA?

Method: Pooled Least Squares

Sample (adjusted): 1996 2006

Included observations: 11 after adjustments

Cross-sections included: 45

Total pool (unbalanced) observations: 487

Convergence achieved after 5 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.073938	0.108578	9.890958	0.0000
X4?	-0.005223	0.001173	-4.453623	0.0000
D(LOG(X5?))	0.626052	0.115447	5.422834	0.0000
X6?	-15.62471	2.231974	-7.000399	0.0000
X8?	0.005979	0.001145	5.221297	0.0000
D(LOG(X15?))	0.159683	0.079677	2.004140	0.0456
AR(1)	0.583820	0.037953	15.38285	0.0000
R-squared	0.483461	Mean dependent var		0.624620
Adjusted R-squared	0.477004	S.D. dependent var		0.899723
S.E. of regression	0.650665	Akaike info criterion		1.992627
Sum squared resid	203.2154	Schwarz criterion		2.052828
Log likelihood	-478.2046	F-statistic		74.87698
Durbin-Watson stat	2.120480	Prob(F-statistic)		0.000000

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Dependent Variable: ROAE?

Method: Pooled Least Squares

Sample (adjusted): 1996 2006

Included observations: 11 after adjustments

Cross-sections included: 45

Total pool (unbalanced) observations: 487

Convergence achieved after 10 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.61910	2.437104	6.819200	0.0000
X1?	0.069718	0.024714	2.820994	0.0050
X4?	-0.108169	0.021922	-4.934355	0.0000
D(LOG(X5?))	14.80191	2.119230	6.984572	0.0000
X6?	-292.3550	38.55615	-7.582576	0.0000
X8?	0.123951	0.021722	5.706338	0.0000
D(LOG(X9?))	-9.014037	4.578848	-1.968626	0.0496
D(LOG(X15?))	3.624255	1.468272	2.468381	0.0139
AR(1)	0.404953	0.041000	9.876904	0.0000
R-squared	0.469337	Mean dependent var	11.93240	
Adjusted R-squared	0.460455	S.D. dependent var	15.06817	
S.E. of regression	11.06813	Akaike info criterion	7.664325	
Sum squared resid	58556.70	Schwarz criterion	7.741726	
Log likelihood	-1857.263	F-statistic	52.84493	
Durbin-Watson stat	2.019006	Prob(F-statistic)	0.000000	