

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ



**«ΠΗΓΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ»**



**ΟΝΟΜΑ** : Τσαντίλης Βασίλειος      **Α.Μ.** : ΜΧΡΗ 0645  
**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ** : Άγγελος Α. Αντζουλάτος

ΙΟΥΛΙΟΣ 2008

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. Εισαγωγή</b>	<b>σελ. 2</b>
<b>2. Έρευνα Βιβλιογραφίας</b>	<b>σελ. 4</b>
α) Θεωρία της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης	σελ. 6
β) Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση και Ανάπτυξη	σελ. 14
γ) Πηγές Εσόδων των Τραπεζών	σελ. 22
δ) Μοντελοποίηση της Ασύμμετρης Πληροφόρησης και Των Προβλέψεων Των Αναλυτών	σελ. 37
<b>3. Πρόταση Διατριβής</b>	<b>σελ. 38</b>
<b>4. Αποτελέσματα</b>	<b>σελ. 42</b>
<b>5. Συμπεράσματα</b>	<b>σελ. 47</b>
<b>6. Βιβλιογραφία</b>	<b>σελ. 49</b>
<b>7. Παράρτημα</b>	<b>σελ. 52</b>

# 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο ρόλος των αναλυτών και των προβλέψεων τους είναι πολύ σημαντικός. Ειδικά τα τελευταία χρόνια έχει αναβαθμιστεί πολύ. Δίνεται πολύ μεγάλη σημασία στις ανακοινώσεις που δημοσιεύουν, σε τέτοιο βαθμό ώστε να μπορούν να επηρεάζουν τις αγορές παγκοσμίως. Πλέον ο καθένας για να πάρει μια οικονομική απόφαση μελετά τις προβλέψεις των αναλυτών.

Ο τραπεζικός κλάδος, ως ένας από τους πιο ευαίσθητους της οικονομίας κάθε χώρας, εξαρτάται σημαντικά από τους αναλυτές. Είναι γεγονός ότι οι αναλυτές στρέφουν τη μέγιστη προσοχή τους στις τράπεζες αφού από την πορεία τους δεν εξαρτάται μόνο το δικό τους μέλλον αλλά και αυτό ολόκληρης της οικονομίας. Γίνεται αντιληπτή λοιπόν η σπουδαιότητα που παρουσιάζουν οι προβλέψεις των αναλυτών για την πορεία των τραπεζών.

Μέχρι σήμερα έχουν ασχοληθεί αρκετά άρθρα με τους παράγοντες που επηρεάζουν τους αναλυτές στις προβλέψεις τους. Παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον η αποκωδικοποίηση της μεθόδου που χρησιμοποιείται από τους αναλυτές για την εξαγωγή συμπερασμάτων, κι αυτό γιατί έτσι θα μπορούσαμε όλοι να καταλάβουμε καλύτερα πως θα μπορούσαμε να παίρνουμε καλύτερες αποφάσεις.

Δεν έχει διερευνηθεί σε βάθος ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών για τον τραπεζικό τομέα. Έτσι λοιπόν σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξακριβώσει ποια μεγέθη είναι αυτά που παίζουν τον σημαντικότερο ρόλο στην διαμόρφωση των προσδοκιών για τις τράπεζες.

Το βασικότερο ερώτημα το οποίο θα απαντηθεί μέσω αυτής της έρευνας είναι το κατά πόσο η αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης επηρεάζει τις προβλέψεις των αναλυτών. Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι ένα από τα σημαντικότερα που αντιμετωπίζει μια τράπεζα. Έτσι λοιπόν έχει σημασία να ερευνηθεί πως επηρεάζει και τους αναλυτές οι οποίοι παρακολουθούν την πορεία της.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση για μια τράπεζα είναι ένα μέγεθος το οποίο δεν μπορεί να ποσοτικοποιηθεί. Έτσι έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι παγκοσμίως για την μέτρηση της. Εδώ θα χρησιμοποιηθεί ένα μέγεθος το οποίο σχετίζεται άμεσα με την ασύμμετρη πληροφόρηση και είναι τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών. Έχει αποδειχθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία η άμεση και θετική σχέση η οποία παρουσιάζεται ανάμεσα σε αυτά τα δυο μεγέθη.

Άρα λοιπόν θα διερευνηθεί με ποιο τρόπο η εξέλιξη των μη επιτοκιακών εσόδων επηρεάζει τις προβλέψεις των αναλυτών. Φυσικά θα ερευνηθεί πως επηρεάζονται και από τα επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών. Αναμένεται να υπάρχει αντίθετη σχέση ανάμεσα σε αυτά τα δυο μεγέθη.

Για τις προβλέψεις των αναλυτών θα χρησιμοποιηθεί το dispersion ένας δείκτης ο οποίος υπολογίζεται από στάθμιση των προβλέψεων για τα κέρδη ανά μετοχή του τραπεζικού δείκτη.

Η έρευνα θα γίνει για 17 χώρες μέλη του Ο.Ο.Σ.Α ανάμεσα στις οποίες βρίσκονται και οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες όπως π.χ Η.Π.Α, Γερμανία κτλ αλλά και αναπτυσσόμενες όπως π.χ Τσεχία, Ιρλανδία κτλ.

Για τις περισσότερες τράπεζες παγκοσμίως τα τελευταία δέκα χρόνια τα μη επιτοκιακά έσοδα έχουν αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό. Σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις έχουν ξεπεράσει τα επιτοκιακά έσοδα. Αυτό δείχνει την αλλαγή στον τρόπο διοίκησης των τραπεζών η οποία έχει επέλθει. Άρα λοιπόν μένει να δειχθεί αν και οι αναλυτές βλέπουν, την αύξηση των μη επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών, το ίδιο θετικά με τις διοικήσεις των τραπεζών.

## 2. Έρευνα Βιβλιογραφίας

Ο τίτλος της εργασίας είναι «Πηγές Κερδοφορίας των Τραπεζών». Στόχος της είναι να διερευνήσει από πού προέρχονται τα έσοδα και τα κέρδη των τραπεζών αλλά και τη σχέση τους με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Πιο συγκεκριμένα η υπόθεση που θα ελεγχθεί είναι αν η ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζει τις προβλέψεις των αναλυτών για τις τράπεζες. Είναι ένα ερώτημα για το οποίο δεν έχουμε ακόμα μια σαφή απάντηση από τη βιβλιογραφία μέχρι σήμερα.

Έχουν δημοσιευτεί αρκετά άρθρα και εργασίες παγκοσμίως τα οποία εξετάζουν την κερδοφορία των τραπεζών σε κάθε χώρα ξεχωριστά αλλά και στο σύνολο τους. Αρκετές από αυτές αναφέρουν και τις πηγές των κερδών αυτών αλλά και τις οικονομικές συνθήκες που συνέβαλλαν στη δημιουργία αυτών των κερδών. Επίσης έχει διερευνηθεί και η σχέση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και εσόδων από δραστηριότητες που έχουν σχέση με το επιτόκιο από πάρα πολλές εργασίες. Ενώ από την άλλη δεν έχει ελεγχθεί σε βάθος η σχέση ανάμεσα στην ασύμμετρη πληροφόρηση και στις προβλέψεις των αναλυτών για την κερδοφορία των τραπεζών.

Έτσι λοιπόν ο στόχος είναι να εξεταστεί αν υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην ασύμμετρη πληροφόρηση και στις προβλέψεις των αναλυτών. Όμως πριν απαντηθεί αυτό το ερώτημα θα παρουσιαστεί όλο εκείνο το υπόβαθρο το οποίο χρειάζεται για να πραγματοποιηθεί μια τέτοια έρευνα.

Αρχικά θα γίνει μια σύντομη περιγραφή της θεωρίας της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Δηλαδή θα αναφερθούν τα βασικά χαρακτηριστικά της και οι λόγοι για τους οποίους είναι απαραίτητη για την ομαλή λειτουργία των αγορών. Επίσης θα δοθεί έμφαση και στο ρόλο των τραπεζών μέσα σε αυτό το περιβάλλον. Θα απαιτηθεί το ερώτημα γιατί είναι τόσο σημαντικές οι τράπεζες για κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα, τι προβλήματα λύνουν, τι κινδύνους αντιμετωπίζουν αλλά και τι μεθόδους εφαρμόζουν για την αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων. Για την κατανόηση όλων αυτών θα πρέπει να αναφερθεί πως

διοικείται, κάτω από ποιους κανόνες λειτουργεί αλλά και πως αποτιμάται η αξία μιας τράπεζας.

Στη συνέχεια θα αναλυθεί η λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σε ποιες δυο μεγάλες κατηγορίες έχει χωριστεί μετά το κύμα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και παγκοσμιοποίησης. Θα παρατεθούν όλες οι ενέργειες μέσω των οποίων επιτυγχάνεται η χρηματοοικονομική ανάπτυξη και απελευθέρωση. Επίσης θα εξεταστεί ο ρόλος των τραπεζών αλλά και των κυβερνήσεων στη διαδικασία αυτή. Τέλος θα αναφέρουμε πως τα νομικά θεμέλια, η πληροφόρηση και ο έλεγχος συμβάλλουν ή και εμποδίζουν αυτή τη διαδικασία.

Αφού λοιπόν κατανοηθεί η λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος και του τραπεζικού κλάδου, το επόμενο βήμα είναι να αναφερθούν οι πηγές εσόδων για τις τράπεζες. Οι πηγές αυτές χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες τα επιτοκιακά και μη επιτοκιακά έσοδα. Φυσικά θα αναφερθούν οι δραστηριότητες που περιλαμβάνονται στη κάθε μια, πως και σε ποιο ποσοστό συμβάλλει η κάθε μια στην κερδοφορία μιας τράπεζας. Θα εξετάσουμε αν η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζει την κερδοφορία μιας τράπεζας και με ποιο τρόπο και αν τα μη επιτοκιακά έσοδα είναι η λύση για τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μιας τράπεζας. Θα αναφέρουμε επίσης με ποιους τρόπους θα μετρήσουμε τα έσοδα από τις εκτός επιτοκίου δραστηριότητες αλλά και την τραπεζική κερδοφορία.

Τέλος θα μας απασχολήσει το ερώτημα με ποια μέθοδο θα μοντελοποιήσουμε την ασύμμετρη πληροφόρηση. Δηλαδή πως θα τη μετρήσουμε. Ποιες μεταβλητές θα χρειαστούμε και ποιο μοντέλο θα χρησιμοποιήσουμε.

## **α) Θεωρία της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης (Financial Intermediation Theory)**

Για να είναι υγιής και δραστήρια μια οικονομία χρειάζεται ένα χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο να μεταφέρει κεφάλαια από τους ανθρώπους που αποταμιεύουν σε εκείνους που θέλουν να τα επενδύσουν. Το χρηματοοικονομικό σύστημα σε όλο τον κόσμο είναι πολύπλοκο και στη δομή αλλά και στη λειτουργία. Αποτελείται από πολλά και διαφορετικά ιδρύματα όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, χρηματιστηριακές και ομολογιακές αγορές κ.α.

Ίσως η πιο σημαντική απορία για τη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι γιατί χρειαζόμαστε τις τράπεζες. Οι τράπεζες κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς στην παροχή δανεισμού. Από τη στιγμή που υπάρχουν πιο άμεσοι και φθηνότεροι τρόποι δανεισμού όπως η έκδοση μετοχών ή ομολόγων, γιατί κάποιος διαλέγει έναν μεσολαβητή για να δανειστεί; Η απάντηση δεν είναι απλή αφού οι λόγοι στους οποίους οφείλεται αυτό το φαινόμενο είναι πολλοί και σύνθετοι.

Ένας από τους σημαντικότερους είναι ότι υπάρχουν μεγάλα κόστη συναλλαγών. Οι οικονομίες κλίμακος οι οποίες έχουν επικρατήσει παγκοσμίως έχουν το χαρακτηριστικό όσο μεγαλώνει ο αριθμός των συναλλαγών να μειώνεται το κόστος ανά συναλλαγή. Έτσι λοιπόν κάποιος ο οποίος αναλαμβάνει να διεκπεραιώσει πολλές συναλλαγές θα έχει και μικρότερο κόστος για κάθε μια. Επίσης μπορεί να μειώσει και άλλα κόστη όπως αυτά της απαραίτητης τεχνολογίας και της αναγκαίας ειδίκευσης πάνω σε ένα αντικείμενο.

Το μεγαλύτερο πρόβλημα που αντιμετωπίζει κάποιος ο οποίος θέλει να αποφύγει τον ενδιάμεσο φορέα στο δανεισμό είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης. Με τον όρο ασύμμετρη πληροφόρηση εννοούμε την έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης του ενός συναλλασσόμενου (χρηματοδότη) για τον άλλο συναλλασσόμενο (χρηματοδοτούμενο). Η παρουσία της ασύμμετρης πληροφόρησης οδηγεί σε δυο προβλήματα. Αυτό της δυσμενούς επιλογής (adverse selection) και αυτό του ηθικού κινδύνου (moral hazard).

Το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής εμφανίζεται πριν την συναλλαγή και έχει να κάνει με τη δυσπιστία που υπάρχει από τον χρηματοδότη προς τον χρηματοδοτούμενο. Δυσπιστία για το αν είναι προς το συμφέρον του χρηματοδότη η παραχώρηση των κεφαλαίων στον χρηματοδοτούμενο. Για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος έχουν προταθεί διάφορες λύσεις. Μια από αυτές είναι η αξιολόγηση των υποψηφίων δανειζόμενων από ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες θα πωλούν τις πληροφορίες τους στους ενδιαφερόμενους μεσολαβητές. Σε αυτή τη λύση υπάρχει πάντα ο κίνδυνος κάποιος να πληρώσει για τις πληροφορίες, να ενεργήσει ανάλογα και οι υπόλοιποι να τον μιμηθούν και να κερδίσουν χωρίς να έχουν πληρώσει (free-rider problem). Ίσως η καλύτερη λύση θα ήταν οι τράπεζες να αξιολογούν τους πελάτες τους οι ίδιες και να εκμεταλλεύονται τα στοιχεία αυτά προς όφελος τους, όμως το κόστος είναι αρκετά μεγάλο.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου προκύπτει μετά τη συναλλαγή και είναι στην ουσία η απροθυμία του χρηματοδότη να επενδυθούν τα κεφάλαια που έχει παραχωρήσει σε σχέδια των οποίων το ρίσκο είναι μεγαλύτερο από εκείνο στο οποίο είχε συμφωνήσει. Το πρόβλημα αυτό υπάρχει από τη στιγμή που τα συμφέροντα της μιας πλευράς δεν συμβαδίζουν με αυτά της άλλης.

Για την καλύτερη αντιμετώπιση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου έχουν γίνει κάποιες προτάσεις όπως η συνεχής παρακολούθηση των ενεργειών αυτών που διαχειρίζονται τα ξένα κεφάλαια, να υπάρχει κάποιο είδος συμμετοχής του δανειστή στα επενδυτικά σχέδια του δανειζόμενου κ.α. Φυσικά και οι αυστηροί περιορισμοί που πρέπει να αναγράφονται στα συμβόλαια είναι και αυτοί μια ασφαλιστική δικλείδα για τον χρηματοδότη. Όμως η επίλυση αυτού του προβλήματος είναι πολύ δύσκολη όσα μέτρα και αν ληφθούν αφού πάντα ο δανειζόμενος θα εφευρίσκει μεθόδους να ξεφεύγει από τον έλεγχο.

Λόγω του σπουδαίου ρόλου που παίζουν οι τράπεζες στο χρηματοοικονομικό σύστημα αλλά και σε μια οικονομία γενικότερα είναι πολύ σημαντική η σωστή λειτουργία τους. Στην πραγματικότητα πρόκειται για μια πολύ δύσκολη διαδικασία αφού μια τράπεζα πρέπει να κινείται βάση κάποιων κανονισμών αλλά και να είναι κερδοφόρα. Στην ουσία αυτό που κάνει είναι να



παίρνει τα κεφάλαια των καταθετών και να τα δίνει με τη μορφή δανείων. Για να κατανοήσουμε καλύτερα αυτή τη διαδικασία πρέπει να δούμε τον ισολογισμό μιας τράπεζας.

Το παθητικό μιας τράπεζας αποτελείται από τα παρακάτω στοιχεία. Από τις καταθέσεις οι οποίες εμφανίζονται στις υποχρεώσεις και είναι διαφόρων ειδών ανάλογα με τη διαθεσιμότητα των χρημάτων, τον τρόπο ανάληψης και το τη χρονική τους διάρκεια. Από τα δάνεια τα οποία έχει πάρει η τράπεζα είτε από άλλη τράπεζα είτε από την Κεντρική τράπεζα ή από άλλο πιστωτικό οργανισμό. Στο παθητικό εμφανίζονται και τα ίδια κεφάλαια τα οποία αποτελούνται κυρίως από το μετοχικό κεφάλαιο.

Το ενεργητικό από την άλλη μεριά αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία. Από τα αποθεματικά τα οποία είναι υποχρεωτικά κεφάλαια που κάθε τράπεζα πρέπει να έχει για την κάλυψη των συνήθων αλλά και έκτακτων υποχρεώσεων της. Από πληρωτέες επιταγές οι οποίες συνήθως προέρχονται από άλλες τράπεζες. Επίσης στο ενεργητικό αναγράφονται και οι ομολογίες που κατέχει η τράπεζα οι οποίες είναι συνήθως χαμηλού κινδύνου, εύκολα ρευστοποιήσιμες και με χαμηλά κόστη. Τα δάνεια αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού των τραπεζών και είναι και αυτά που αποφέρουν και τα μεγαλύτερα κέρδη. Φυσικά στο ενεργητικό έχουμε και τα πάγια όπως είναι τα κτίρια, τα οικοπέδα ο εξοπλισμός κτλ.

Ας δούμε τη βασική λειτουργία μιας τράπεζας. Με απλά λόγια μπορούμε να πούμε ότι μια τράπεζα δανείζεται βραχυπρόθεσμα και δανείζει μακροπρόθεσμα. Δεν διαφέρει από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις στο ότι πρέπει να δημιουργεί επιθυμητά προϊόντα με χαμηλό κόστος και να παράγει κέρδη. Μια σημαντική διαφορά είναι ότι οι τράπεζες έχουν κάποιους περιορισμούς στη λειτουργία τους από τη νομοθεσία λόγω της ιδιαίτερης σημασίας τους.

Έτσι λοιπόν μπορούμε να πούμε ότι ο διοικητής μιας τράπεζας έχει τέσσερις στόχους. Ο πρώτος είναι να διασφαλίζει ότι η τράπεζα έχει αρκετά διαθέσιμα μετρητά ώστε να καλύπτει τυχόν αποσύρσεις καταθέσεων. Ο δεύτερος είναι να πετύχει ένα χαμηλό ρίσκο στα στοιχεία του ενεργητικού (δάνεια, ομολογίες ). Ο

τρίτος είναι να αποκτήσει κεφάλαια με το χαμηλότερο δυνατό κόστος και ο τέταρτος να αποφασίσει για τον αριθμό του μετοχικού κεφαλαίου που χρειάζεται.

Ας τα δούμε λίγο πιο αναλυτικά. Η ύπαρξη διαθεσίμων αποθεμάτων από τις τράπεζες είναι υποχρεωτική από τη νομοθεσία. Υπάρχει όμως η σκέψη αν αυτά τα διαθέσιμα πρέπει να είναι ακριβώς όσο λέει ο νόμος ή θα ήταν καλύτερο να είναι περισσότερα. Από τη μια η φύλαξη διαθεσίμων στην Κεντρική τράπεζα χωρίς απόδοση σημαίνει χάσιμο κερδών όμως από την άλλη δίνει μια επιπλέον ασφάλεια για την περίπτωση που τα χρειαστεί.

Η μείωση του πιστωτικού κινδύνου στα στοιχεία του ενεργητικού απαιτεί στην ουσία δυο ενέργειες. Αρχικά πρέπει η τράπεζα να εγκρίνει όσο το δυνατόν λιγότερα επισφαλή δάνεια. Αυτό φυσικά απαιτεί τη μείωση του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης. Από την άλλη θα πρέπει να διαφοροποιήσει όσο το δυνατόν περισσότερο το χαρτοφυλάκιο της έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο.

Η συγκέντρωση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος στις μέρες μας έχει γίνει ακόμα πιο εύκολη υπόθεση. Πλέον οι τράπεζες δεν περιμένουν τα χρήματα του καταθέτη μπορούν πολύ εύκολα όταν βρουν ένα συμφέρον δάνειο να το δώσουν χρηματοδοτώντας το μέσω ενός διαπραγματεύσιμου CD. Επίσης πλέον είναι πολύ εύκολος και με χαμηλό κόστος ο δανεισμός των τραπεζών από άλλες τράπεζες ή από την Κεντρική τράπεζα.

Το μετοχικό κεφάλαιο που θα χρειαστεί μια τράπεζα είναι εξίσου σημαντικός παράγοντας για τρεις κυρίως λόγους. Πρώτον, γιατί το κεφάλαιο αυτό είναι το δίκτυο προστασίας της τράπεζας σε περίπτωση χρεοκοπίας. Δεύτερον είναι το ποσό που επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών (όσο μικρότερο το κεφάλαιο τόσο μεγαλύτερη η απόδοση ιδίων κεφαλαίων). Τρίτον υπάρχει ένα ελάχιστο ποσό μετοχικού κεφαλαίου που απαιτείται από τη νομοθεσία για την ίδρυση μιας τράπεζας.

Φυσικά μια τράπεζα διατρέχει και κάποιους κινδύνους. Δυο είναι οι βασικότεροι. Ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος επιτοκίου. Ο πιστωτικός κίνδυνος στην ουσία είναι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης το οποίο χωρίζεται στη δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο. Ορισμένοι τρόποι

αντιμετώπισης του κινδύνου αυτού είναι η βαθμολόγηση του υποψηφίου βάση κάποιων ερωτήσεων και μετά την παροχή του δανείου η παρακολούθηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του. Η απόκτηση μιας μακροπρόθεσμης σχέσης εμπιστοσύνης της τράπεζας με τον πελάτη. Η παροχή ανοιχτών πιστώσεων μέσω των οποίων θα παρακολουθείται η συμπεριφορά του πελάτη και φυσικά ύπαρξη του ενέχυρου που παρέχει μια επιπλέον ασφάλεια στην τράπεζα σε περίπτωση μη αποπληρωμής.

Ο κίνδυνος επιτοκίου προέρχεται από τη συχνή αλλαγή των επιτοκίων. Αν μια τράπεζα έχει υποχρεώσεις πιο ευαίσθητες στις αλλαγές του επιτοκίου απ' ότι το ενεργητικό της τότε μια αύξηση των επιτοκίων θα μειώσει τα κέρδη της ενώ το αντίστροφο θα συμβεί αν μειωθούν τα επιτόκια. Όπως γίνεται αντιληπτό η αντιμετώπιση του κινδύνου του επιτοκίου απαιτεί αλλαγές στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού πράγμα εξαιρετικά δύσκολο για μια τράπεζα αφού δεν μπορεί να αλλάζει τους όρους των καταθέσεων και των δανείων κατά βούληση. Για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου έχουν αναπτυχθεί στις μέρες μας χρηματοοικονομικά εργαλεία που ονομάζονται παράγωγα (forwards, futures, options, swaps).

Ας δούμε σε αυτό το σημείο πως αποτιμάται η αξία μιας τράπεζας. Η αξία ή αλλιώς καθαρή θέση μιας τράπεζας είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας του ενεργητικού και των υποχρεώσεων που έχει μια τράπεζα. Η αποτίμηση των υποχρεώσεων είναι σχετικά απλή και μπορεί να γίνει με μεγάλη ακρίβεια αφού το μεγαλύτερο μέρος από αυτές είναι καταθέσεις. Υπάρχει όμως πρόβλημα με την αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού αφού αποτελείται κυρίως από ομολογίες και δάνεια τα οποία είναι δύσκολο να εκτιμηθούν σωστά αφού δεν είναι σίγουρο πόσα από αυτά θα αποπληρωθούν. Μάλιστα το πρόβλημα γίνεται εντονότερο σε περιόδους κρίσεων.

Μια μέθοδος που προτείνεται είναι η κατηγοριοποίηση των δανείων και η πραγματοποίηση προβλέψεων. Δηλαδή θα πρέπει μια τράπεζα να χωρίσει, βάση κάποιων κριτηρίων που χρησιμοποιούνται, τα δάνεια της σε κατηγορίες ανάλογα με την πιθανότητα που έχουν να αποπληρωθούν. Στη συνέχεια θα πρέπει βάση της εμπειρίας προηγούμενων ετών να προβλέψει τι απώλειες θα έχει από κάθε

κατηγορία. Αυτή η μέθοδος έχει το μειονέκτημα ότι μπορεί ένα δάνειο να μην μπει στη σωστή κατηγορία και επίσης μπορεί να γίνει λάθος σε κάποια πρόβλεψη αφού οι συνθήκες χρόνο με το χρόνο αλλάζουν. Γίνονται κάποιες προσπάθειες για την βελτίωση της με την εισαγωγή κάποιων πολύπλοκων στατιστικών μοντέλων.

Η ορθή αποτίμηση των ομολογιών που έχει μια τράπεζα είτε από τη μεριά του ενεργητικού της είτε από τη μεριά του παθητικού της στην παρούσα τους αξία είναι δύσκολο να επιτευχθεί. Ενώ οι περισσότερες από αυτές διαπραγματεύονται στην αγορά και μπορούμε να βρούμε εύκολα την εμπορική τους αξία καθημερινά δεν είναι ο πιο σωστός τρόπος να τις αποτιμούμε. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλές φορές η εμπορική αξία απέχει από την παρούσα ή την μελλοντική αξία που έχει συμφωνήσει μια τράπεζα. Χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν είναι χρήσιμες οι εμπορικές αξίες για την διοίκηση μιας τράπεζας.

Υπάρχουν όμως κάποια προβλήματα στην εφαρμογή αυτών των μεθόδων. Καμία από αυτές δεν λαμβάνουν υπ' όψη τους τις εκτός ισολογισμού δραστηριότητες μιας τράπεζας οι οποίες θα μπορούσαν να επιφέρουν ζημιές. Είναι δύσκολο να αποτιμήσεις σωστά όταν υπάρχει έντονος πληθωρισμός γιατί όλες οι τιμές αλλάζουν. Τα πράγματα γίνονται ακόμα πιο δύσκολα όταν το μέλλον μιας τράπεζας είναι αβέβαιο και οι διοίκηση της τράπεζας προσπαθεί να παρουσιάσει μια καλύτερη εικόνα από αυτή που υπάρχει για να αποφύγει το κλείσιμο.

Όπως γίνεται αντιληπτό υπάρχουν δυο πλευρές με διαφορετικά συμφέροντα. Από τη μια οι Αρχές οι οποίες θέλουν να έχουν στα χέρια τους μια σωστή εκτίμηση της εικόνας μιας τράπεζας έτσι ώστε να μπορούν να παίρνουν τα κατάλληλα μέτρα όταν υπάρχει πρόβλημα. Από την άλλη υπάρχουν οι διοικητές των τραπεζών οι οποίοι θα εκμεταλλευτούν αυτές τις αδυναμίες των μεθόδων αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού μιας τράπεζας έτσι ώστε να παρουσιάσουν τη καλύτερη δυνατή εικόνα για την επιχείρησή τους.

Σε αυτό λοιπόν ακριβώς το σημείο έρχονται να παίξουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο οι κανόνες που έχουν θεσπιστεί για τη λειτουργία των τραπεζών. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει ο τραπεζικός κλάδος λειτουργεί κάτω από ένα αυστηρό

θεσμικό πλαίσιο. Έχει αξία να αναφέρουμε τους βασικότερους κανόνες που έχουν επιβληθεί στις τράπεζες επειδή επηρεάζουν άμεσα την λειτουργία τους.

Ο πρώτος είναι το «κρατικό δίκτυ ασφαλείας». Έχουμε δει πως οι τράπεζες λύνουν σε ένα μεγάλο βαθμό το free rider problem με τη σύναψη ιδιωτικών δανείων όμως έτσι δημιουργείται ένα άλλο πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης. Ο καταθέτης δεν γνωρίζει την ποιότητα αυτών των δανείων και έτσι δεν μπορεί να εμπιστευτεί εύκολα τα χρήματα του. Υπάρχουν λοιπόν δυο προβλήματα από αυτήν την ασύμμετρη πληροφόρηση. Το πρώτο είναι ότι ο καταθέτης επειδή ξέρει ότι σε περίπτωση πτώχευσης της τράπεζας θα χάσει ένα μέρος των χρημάτων του και επειδή δεν έχει την πληροφόρηση που χρειάζεται δεν καταθέτει τα χρήματα του. Το δεύτερο είναι ότι σε περίπτωση που κάποια τράπεζα δεν πάει καλά ο καταθέτης μιας άλλης τράπεζας λόγω της έλλειψης πληροφόρησης που έχει για την τράπεζα του θα σπεύσει να αποσύρει τα χρήματα του φοβούμενος μήπως συμβεί το ίδιο και στην δική του τράπεζα. Έτσι δημιουργείται ο τραπεζικός πανικός.

Το «κρατικό δίκτυ ασφαλείας» έρχεται να δώσει μια λύση σε αυτό το πρόβλημα. Στην ουσία είναι ένα ταμείο το οποίο διασφαλίζει ότι τα λεφτά των καταθετών δεν θα χαθούν είτε με το να τους τα επιστρέφει άμεσα σε περίπτωση πτώχευσης της τράπεζας είτε βοηθώντας την τράπεζα να ξεπεράσει το αδιέξοδο που αντιμετωπίζει. Η ύπαρξη αυτής της ασφάλειας όμως έχει τα θετικά αλλά και τα αρνητικά της σημεία. Θετικό είναι φυσικά ότι παρέχει ασφάλεια στους καταθέτες και τις Αρχές. Κάποιες φορές όμως δίνει ένα λάθος μήνυμα σιγουριάς στις τράπεζες που μπορεί να παρερμηνευθεί.

Ο δεύτερος βασικός τραπεζικός κανονισμός είναι οι περιορισμοί που έχουν τεθεί στα στοιχειά του ενεργητικού και στα απαραίτητα κεφάλαια που πρέπει να έχει μια τράπεζα. Θα πρέπει τα ίδια κεφάλαια προς το ενεργητικό να υπερβαίνει το 5%. Πολύ αυστηρή είναι και η επίβλεψη των τραπεζών. Βάση νόμου πρέπει να παρακολουθείται ποιος και πως λειτουργεί μια τράπεζα. Μας ενδιαφέρει το ποιος γιατί μπορεί μια τράπεζα να χρησιμοποιηθεί από κερδοσκόπους και το πώς για να μπορεί κάποιος να παρακολουθεί αν μια τράπεζα αναλαμβάνει περισσότερο ρίσκο από αυτό που της επιτρέπεται. Γι' αυτό το λόγο οι τράπεζες

είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν ανά τρίμηνο οικονομικές καταστάσεις, να ελέγχονται από ειδικούς οι οποίοι συντάσσουν εκθέσεις με τα συμπεράσματα τους και οι μέτοχοι τους να φαίνονται ονομαστικά στα μετοχολόγια.

Ο έλεγχος των τραπεζών γίνεται συνεχώς. Πριν ακόμα δοθεί η άδεια λειτουργίας της, εξετάζονται όλοι οι παράμετροι από τα κεφάλαια της έως τη διοίκηση της. Μετά την έκδοση της άδειας οι έλεγχοι είναι συνεχείς και γίνονται με διάφορους τρόπους. Υπάρχει ο έλεγχος από απόσταση όπου εξετάζονται οι οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύει κάθε τράπεζα. Αλλά γίνεται και έλεγχος από κοντά δηλαδή επιθεωρητές επισκέπτονται την τράπεζα για να διαπιστώσουν αν τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν είναι σωστά.

Γίνεται αντιληπτό ότι αυτός ο έλεγχος είναι εξαιρετικά σημαντικός αφού η λογιστική αφήνει πολλά παραθυράκια για ωραιοποίηση της κατάστασης μιας τράπεζας. Αυτοί οι έλεγχοι γίνονται και από τις Αρχές κάθε χώρας αλλά και από ορκωτούς λογιστές.

Υπάρχουν φυσικά και κανόνες που διασφαλίζουν την προστασία του καταθέτη. Αυτοί οι κανονισμοί επιβάλλουν την σαφήνεια στους όρους που υπάρχουν και για τους δανειζόμενους αλλά και για τους καταθέτες. Επίσης έχουν εισαχθεί και κανόνες στον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών. Ο ανταγωνισμός γενικά είναι θεμιτός όμως στην περίπτωση των τραπεζών μπορεί να οδηγήσει σε λάθος στρατηγικές. Δηλαδή μια τράπεζα βλέποντας τα κέρδη της να μειώνονται ενώ αυτά των υπολοίπων να αυξάνονται θα μπορούσε να στραφεί σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις για την αύξηση των κερδών της κάτι τέτοιο όμως θα μπορούσε να την οδηγήσει σε ακόμα δυσκολότερη οικονομική κατάσταση.

Ο κανονισμός που ισχύει για τις τράπεζες είναι παρόμοιος για όλες τις χώρες. Έχουν γίνει βήματα προς την υιοθέτηση κοινών κανόνων παγκοσμίως και ένα από τα βασικότερα είναι αυτό της Επιτροπής της Βασιλείας. Παρ' όλα αυτά υπάρχουν κάποια προβλήματα σε αυτή τη διαδικασία. Το μεγαλύτερο πρόβλημα υπάρχει με τις τράπεζες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο. Είναι πολύ δύσκολο γι' αυτές τις τράπεζες να ελεγχθούν οι δραστηριότητες τους αφού δεν μπορεί εύκολα να αποφασιστεί ποιος φορέας και από ποια χώρα είναι

υπεύθυνος για την επίβλεψη τους. Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει κάνει πολύ σημαντικά βήματα όμως υπάρχουν ακόμα ανοικτά ζητήματα.

Παρόλα αυτά μπορούμε να πούμε ότι όσα μέτρα και αν πάρουν οι αρχές είναι πολύ δύσκολο να ελεγχθεί πλήρως μια τράπεζα αφού πλέον μπορεί να αλλάζει το χαρτοφυλάκιο της μέσα σε μια νύκτα. Η λύση να θεσπιστούν πολύ αυστηροί νόμοι που θα εμποδίζουν την επιχειρηματικότητα της τράπεζας δεν είναι πολύ καλή γιατί θα οδηγήσει στα αντίθετα αποτελέσματα. Θα πρέπει να υπάρχουν οι νόμοι που θα προστατεύουν τους καταθέτες, θα πρέπει επίσης να ελέγχεται η διοίκηση μιας τράπεζας και φυσικά να ελέγχονται και οι οικονομικές καταστάσεις της. Ποτέ όμως δεν θα μπορούμε να πούμε ότι είμαστε εκατό τοις εκατό σίγουροι ότι ο έλεγχος που κάνουμε είναι αρκετός.

## **β) Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση και Ανάπτυξη (Financial Liberalization & Development)**

Από χώρα σε χώρα παρατηρούνται διαφορές ως προς το ποσοστό εξάρτησης της αγοράς από το τραπεζικό σύστημα. Για παράδειγμα η Γερμανία και η Ιαπωνία θεωρούνται χώρες που βασίζονται πολύ στο τραπεζικό σύστημα αφού παρατηρείται σε αυτές το ποσοστό χρηματοδότησης μέσω των τραπεζών να είναι πολύ μεγαλύτερο από τη χρηματοδότηση μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (bank based). Από την άλλη μεριά οι Η.Π.Α και η Αγγλία είναι δυο χώρες που εξαρτώνται περισσότερο από την αγορά (market based). Λίγα χρόνια πριν θα μπορούσε να πει κάποιος ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα χωρίζονται σε αυτές τις δυο μεγάλες κατηγορίες.

Το άρθρο των Antzoulatos A., Thanopoulos J. and Tsoumas C., (2008). έδειξε ότι τα τελευταία 25 έτη έχει κάνει έντονη την παρουσία του ένα κύμα

χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και παγκοσμιοποίησης και οι συνεχείς αλλαγές που διενεργούνται επηρεάζουν τη δομή των συστημάτων. Συνεπώς, δημιουργούνται νέα δεδομένα και αμφισβητείται ο μονοδιάστατος διαχωρισμός των συστημάτων σε market-based και bank-based. Πιο αναλυτικά, στα market-based χρηματοοικονομικά συστήματα, οι αγορές κεφαλαίου είναι αρκετά αναπτυγμένες και τα περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών λαμβάνουν τη μορφή μετοχών και ομολογιών. Επίσης, οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν σημαντικό ρόλο, τα συστήματα είναι πιο ανταγωνιστικά και αποδοτικά αλλά παρέχουν λιγότερη ασφάλεια και σταθερότητα. Ακόμη, είναι γεγονός ότι στις Αγγλοσαξονικές χώρες, οι οποίες συνδέονται με market-based συστήματα, υπάρχει καλύτερη προστασία των επενδυτών και αξιολόγηση των επιχειρήσεων και μικρότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας.

Στον αντίποδα, στα bank-based συστήματα, οι τράπεζες κατέχουν κυρίαρχη θέση και τα περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών αφορούν κυρίως απαιτήσεις από τράπεζες και ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Οι θεσμικοί επενδυτές και τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δεν έχουν σημαντικό ρόλο, ενώ παρέχεται μεγαλύτερη ασφάλεια μέσω επενδύσεων σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Ακόμη, δημιουργούνται στενές σχέσεις μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων-πελατών, περιορίζοντας, έτσι τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και διευκολύνοντας τον έλεγχο των επιχειρήσεων. Μελέτες που έχουν γίνει μια εκ των όποιων και αυτή των Antzoulatos A., Thanopoulos J. and Tsoumas C., (2008). θέτουν υπό σοβαρή αμφισβήτηση την ύπαρξη μόνο δυο χρηματοοικονομικών δομών και υποστηρίζουν ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη, σε συνδυασμό με το θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο, την οικονομική και χρηματοοικονομική ιστορία, επηρεάζει τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος κάθε χώρας.

Βάση της ίδιας μελέτης οι χώρες του ΟΟΣΑ μετά από 25 χρόνια συνεχούς απελευθέρωσης, εμφανίζουν διαφορές στα χρηματοοικονομικά τους συστήματα που δε μας επιτρέπουν τον απλό διαχωρισμό τους σε market-based και bank-based. Οι αγγλοσαξονικές χώρες που θεωρούνται ως κατεξοχήν market-based διασκορπίζονται σε 3 ομάδες, ενώ χώρες με εντελώς διαφορετικές κουλτούρες,



όπως η Κορέα και οι Η.Π.Α., βρίσκονται στην ίδια κατηγορία. Ακόμη τα συστήματα όντως μεταβάλλονται αλλά όχι ως προς την ίδια κατεύθυνση και με τον ίδιο ρυθμό, καθώς οι χώρες της Ε.Ε., που ακολούθησαν τις ίδιες οδηγίες, εμφανίζουν διαφορετικό ρυθμό χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και διαφορετική δομή συστημάτων. Με βάση όλα αυτά, μπορούμε να αποφανθούμε ότι η σύγκληση προς ένα market-based σύστημα δεν είναι τόσο γρήγορη όσο μπορεί να προτείνουν κάποιες αναλύσεις.

Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και ανάπτυξη οδήγησε τα συστήματα των χωρών του ΟΟΣΑ σε διαφορετικές μεταβολές. Οι παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και οι πιστοδοτήσεις στον ιδιωτικό τομέα ενισχύονται σε χώρες με bank-based συστήματα και αυξάνονται σε χώρες με αναπτυγμένο τραπεζικό τομέα αλλά και Χ.Α. Ακόμη, οι πιστοδοτήσεις στον ιδιωτικό τομέα αυξάνουν σε χώρες που παρουσιάζουν γενικά σημαντική αποτελεσματικότητα και ανάπτυξη τόσο των διαμεσολαβητών όσο και των Χ.Α., ως μεταβολές των χρηματοοικονομικών τους συστημάτων. Μπορούμε δηλαδή να πούμε ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα των χωρών του ΟΟΣΑ έχουν ακολουθήσει διαφορετικό ρυθμό ανάπτυξης και διαφορετική δομή.

Η εργασία των Demirguc-Kunt και Levine(1999) έδειξε ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν λιγότερο ανεπτυγμένο τραπεζικό αλλά και χρηματιστηριακό σύστημα. Όσο αυξάνεται ο πλούτος των χωρών τόσο περισσότερο αναπτύσσονται οι τράπεζες και οι αγορές γίνονται μεγαλύτερες και πιο αποτελεσματικές. Επίσης οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι πιο εξαρτημένες από τις τράπεζες. Αναλυτικότερα τα συμπεράσματα της συγκεκριμένης έρευνας είναι τα εξής. Στις μη ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικά χώρες συχνά παρατηρούμε μεγαλύτερα κέρδη τραπεζών απ' ότι στις ανεπτυγμένες. Χαρακτηριστικό τέτοιο παράδειγμα είναι και η Ελλάδα. Η ανάπτυξη του τραπεζικού κλάδου σε σχέση με το χρηματιστήριο σε χώρες με την ίδια ανάπτυξη δεν φαίνεται να έχει κάποια επίπτωση στα κέρδη των τραπεζών. Φυσικά όσο αναπτύσσεται ο τραπεζικός κλάδος άρα και ο ανταγωνισμός τόσο μειώνονται τα κέρδη αλλά και τα περιθώρια κέρδους. Ένα άλλο συμπέρασμα είναι ότι αν αναπτύσσεται η χρηματιστηριακή αγορά τότε αυξάνονται και τα κέρδη των

τραπεζών ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει γενικά. Άρα μπορούμε να πούμε ότι στις αναπτυσσόμενες αγορές όσο συνεχίζεται η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος τόσο περισσότερο θα αυξηθεί η αποτελεσματικότητα του τραπεζικού κλάδου κάτι το οποίο θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη αφού το κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις θα μειωθεί.

Ο βασικότερος παράγοντας για να υπάρξει χρηματοοικονομική απελευθέρωση και στη συνέχεια χρηματοοικονομική ανάπτυξη είναι το θεσμικό πλαίσιο. Ένα τέτοιο πλαίσιο θα πρέπει να προστατεύει και τους επενδυτές αλλά και τις επιχειρήσεις. Οι χρηματαγορές εξαρτώνται από το νομικό σύστημα μέσω των δικαιωμάτων περιουσίας, των συμβολαίων, των καταστατικών των εταιρειών και της χρηματοδότησης. Όπως γίνεται αντιληπτό τα πάντα ξεκινούν αλλά και καταλήγουν στους νόμους.

Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι πρέπει κάθε αγορά να βασίζεται σε ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο το οποίο να είναι δίκαιο, σαφές και προσαρμοσμένο στις ανάγκες της εποχής. Παρόλο ότι φαίνεται απλό στην πραγματικότητα δεν είναι. Για να είναι δίκαιο θα πρέπει να καλύπτει τα συμφέροντα όλων και των ισχυρών αλλά και των αδύναμων. Από την άλλη θα πρέπει να είναι σαφές έτσι ώστε να μην αφήνει κανένα παράθυρο ανοικτό σε εκείνους που ψάχνουν την ευκαιρία να ξεγελάσουν το νόμο. Θα πρέπει φυσικά συνεχώς να ανανεώνεται έτσι ώστε να προσαρμόζεται στις ανάγκες της αγοράς αλλά και να καλύπτει τυχόν παραλείψεις οι οποίες αναδεικνύονται στην πορεία εφαρμογή τους.

Αφού λοιπόν δημιουργηθεί αυτό το νομικό πλαίσιο στη συνέχεια θα πρέπει να εφαρμοστεί. Για να γίνει αυτό χρειάζονται οι κατάλληλοι φορείς που θα το επιβάλλουν. Από τη στιγμή που οι νόμοι επιβάλλονται από ανθρώπους οι οποίοι έχουν αδυναμίες είναι επόμενο να υπάρχουν προβλήματα. Μπορεί να μην υπάρχουν τα κατάλληλα μέσα ή να μην υπάρχει θέληση για να εφαρμοστεί ο νόμος. Συνήθως οι ισχυροί είναι αυτοί που καταφέρνουν να παρακάμψουν το νόμο. Το φαινόμενο αυτό είναι δυστυχώς παγκόσμιο απλά το μόνο που αλλάζει από χώρα σε χώρα είναι το εύρος του.

Οι συνέπειες που έχει ένα ανεπαρκές νομικό πλαίσιο και η διαφθορά στην οικονομία μιας χώρας είναι πολύ αρνητικές. Έρευνες έχουν δείξει ότι και τα δυο

αυτά φαινόμενα επηρεάζουν άμεσα και σε μεγάλο βαθμό το Α.Ε.Π μιας χώρας. Κανένας επενδυτής δεν είναι πρόθυμος να επενδύσει σε μια χώρα όταν ξέρει ότι τα δικαιώματα του δεν είναι νομικά εξασφαλισμένα και το σύστημα είναι διεφθαρμένο. Άρα λοιπόν είναι προς το συμφέρον μιας χώρας να υπάρχουν οι νόμοι και να εφαρμόζονται. Το πρόβλημα ξεκινάει όταν τα συμφέροντα της οικονομίας μιας χώρας δεν είναι τα ίδια με αυτά της κεντρικής εξουσίας.

Πολύ σημαντικός είναι ο ρόλος των κυβερνήσεων στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων και πιο συγκεκριμένα στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Εδώ και πολλά χρόνια έχουν εκφραστεί πολλές και διαφορετικές απόψεις, για το αν θα πρέπει το κράτος να παρεμβαίνει στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος και αν ναι με πιο τρόπο. Είναι γεγονός ότι πολλές φορές στο παρελθόν σε αρκετές χώρες έχουν χρησιμοποιηθεί τράπεζες σε πολιτικά σκάνδαλα.

Κάθε κυβέρνηση έχει υποχρέωση να αντιμετωπίζει όλες τις επιχειρήσεις με τον ίδιο τρόπο δηλαδή να είναι αμερόληπτη και δίκαιη. Δυστυχώς η εμπειρία μας, μας έχει δείξει ότι οι κυβερνήσεις και οι επιχειρήσεις ακόμα και όταν δεν συνδέονται άμεσα λόγω ιδιοκτησίας συνδέονται έμμεσα λόγω συμφερόντων. Είναι παγκόσμιο το φαινόμενο κυβερνήσεις να βοηθούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις εις βάρος πολλές φορές άλλων ανταγωνιστών τους λόγω σχέσεων που υπάρχουν μεταξύ τους. Μάλιστα επειδή η κυβέρνηση κατέχει την εξουσία οι δυνατότητες κάποιος να αμυνθεί απέναντι σε ένα τέτοιο φαινόμενο είναι λίγες.

Βέβαια δεν είναι αυτός ο ρόλος μιας κυβέρνησης στην αγορά. Ο ρόλος της είναι να θέτει νόμους ενάντια στα μονοπώλια, νόμους που θα προστατεύουν και θα προάγουν την ανάπτυξη της οικονομίας. Χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν θα μπορούσε να θεσπίσει και κάποιο νόμο ενάντια στην ανάπτυξη της οικονομίας αν όμως υπήρχε κάποιος άλλος βαθύτερος στόχος όπως π.χ η προστασία του περιβάλλοντος.

Εκτός από το νομικό πλαίσιο πολύ σημαντικό ρόλο παίζει και η πληροφόρηση στην ανάπτυξη ενός χρηματοοικονομικού συστήματος. Για να το καταλάβουμε αυτό ας σκεφτούμε τον μέτοχο μιας επιχείρησης ο οποίος έχει επενδύσει τα χρήματά του σε αυτή. Η έλλειψη πληροφόρησης για την εταιρεία

στην οποία έχει εμπιστευτεί τα χρήματα του είναι για εκείνον ένα πολύ μεγάλο πρόβλημα. Φυσικά το μεγαλύτερο πρόβλημα το αντιμετωπίζουν οι μικρομέτοχοι αφού δεν έχουν συνήθως την ίδια πρόσβαση στην πληροφορία με τους μεγαλομετόχους. Έτσι λοιπόν το δικαίωμα στην πληροφόρηση πρέπει να είναι κατοχυρωμένο και κοινό για όλους.

Από την άλλη εξίσου σημαντική είναι και η προστασία των τραπεζών. Σαν πιστωτής πρέπει να είναι εξασφαλισμένος από το νόμο έτσι ώστε οτιδήποτε και αν συμβεί στον δανειζόμενο να είναι σίγουρος ότι θα πάρει το κεφάλαιο πίσω. Ο πιο απλός τρόπος να συμβεί αυτό είναι μέσω ενέχυρου. Ενέχυρο είναι οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτελέσει εγγύηση σε περίπτωση που κάποιος δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Εδώ και πάλι ο ρόλος του νομικού πλαισίου είναι πολύ σημαντικός.

Θα πρέπει το χρηματοδοτικό συμβόλαιο που υπογράφεται από τις δυο πλευρές να είναι ξεκάθαρο για την δέσμευση του ενέχυρου και να καλύπτει όλες τις δυνατές περιπτώσεις. Γι' αυτό το λόγο συνήθως τα συμβόλαια είναι πολύπλοκα και σύνθετα κείμενα.

Έχει παρατηρηθεί ότι πολλές φορές υπάρχουν προβλήματα στη δέσμευση περιουσιών όχι μόνο νομικά αλλά και ανθρώπινα. Επειδή συνήθως οι περισσότεροι άνθρωποι δυσκολεύονται να αποχωριστούν τις περιουσίες τους δημιουργούνται εντάσεις. Όλα αυτά επιβαρύνουν τον πιστωτή ο οποίος ακόμα και το ενέχυρο να πάρει συνήθως υποφέρει από ζημιές. Όταν μια εταιρεία οδηγείται σε πτώχευση τότε ο νόμος και πάλι θα πρέπει να είναι ξεκάθαρος για το πώς θα πρέπει να γίνει η εκκαθάριση και να καλυφθούν όλες οι υποχρεώσεις της επιχείρησης.

Σε αυτό το σημείο έχει αξία να αναφερθούμε στην εργασία των Antzoulatos A., Tsoumas C and Kyriazis D.,(2008).. Η συγκεκριμένη εργασία στοχεύει στον έλεγχο της υπόθεσης ότι ο βαθμός ασύμμετρης πληροφόρησης μειώνεται όσο τα χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύσσονται. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η στροφή των χρηματοοικονομικών συστημάτων προς capital-market based συμβάλλει στην αύξηση της ανάγκης για πληροφόρηση. Επίσης, τόσο η ασύμμετρη πληροφόρηση όσο και η χρηματοοικονομική ανάπτυξη είναι ποιοτικά

και πολυδιάστατα ζητήματα που δύσκολα ποσοτικοποιούνται. Η εν λόγω εργασία προσπαθεί να συνδυάσει δυο κλάδους της βιβλιογραφίας, τη “finance& growth”, που παρέχει υποκατάστατα για τη χρηματοοικονομική ανάπτυξη και τη “corporate finance”, που προτείνει υποκατάστατα της ασύμμετρης πληροφόρησης, προκειμένου να ελέγξει ότι η ομοφωνία των προβλέψεων των αναλυτών σχετίζεται θετικά με τα μέτρα ανάπτυξης των συστημάτων.

Η συγκεκριμένη εργασία υποστηρίζει και τεκμηριώνει με εμπειρικό τρόπο ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη και αποτελεσματική λειτουργία των διαμεσολαβητών αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για τη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης στο εξεταζόμενο δείγμα χωρών για την περίοδο 1990-2004. Σε χώρες που εμφανίζουν αυξημένες πιστοδοτήσεις στον ιδιωτικό τομέα από τράπεζες και άλλους διαμεσολαβητές, καθώς και ανάπτυξη του ασφαλιστικού κλάδου και υψηλή ρευστότητα του Χ.Α., ενδεικτικά αναπτυγμένων συστημάτων, παρατηρούμε σημαντική σύγκληση στις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη των επιχειρήσεων. Επίσης, με βάση τα προαναφερθέντα αποτελέσματα, προτείνεται ο επαναπροσδιορισμός των θεμάτων πολιτικής που σχετίζονται με τους χρηματοοικονομικούς κανονισμούς και κυρίως την επιβολή κοινών κανονισμών (Βασιλεία II), καθώς ο βαθμός ασύμμετρης πληροφόρησης διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα.

Συνεπώς, βάση αυτής της έρευνας ο βαθμός ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς και τα κίνητρα για αναφορά προκατειλημμένων προβλέψεων μειώνονται καθώς αναπτύσσονται τα χρηματοοικονομικά συστήματα.

Άρα γίνεται αντιληπτό ότι και οι τράπεζες έχουν ανάγκη την μέγιστη δυνατή νομική προστασία. Για να μπορεί μια τράπεζα να καλύπτει τους καταθέτες της θα πρέπει οι δανειζόμενοι να είναι συνεπείς στις υποχρεώσεις τους. Αν δεν είναι τότε μια τράπεζα οδηγείται στη χρεοκοπία. Με αποτέλεσμα να κινδυνεύουν οι αποταμιεύσεις των καταθετών.

Το μέγεθος του προβλήματος είναι πολύ μεγάλο. Οι νομοθέτες έχουν πολύ δουλειά έτσι ώστε να εξασφαλίσουν ότι όλα θα λειτουργούν σωστά και δίκαια. Όμως το πιο σημαντικό δεν είναι να θεσπίζουμε νόμους για την τιμωρία εκείνων που παρανομούν αλλά νόμους που θα τους αποτρέπουν να παρανομήσουν. Η

πρόληψη δηλαδή είναι πιο σημαντική από την καταστολή. Πως μπορεί όμως μια τράπεζα να ελαχιστοποιήσει τις πιθανότητες να μην αποπληρωθεί ένα δάνειο και πως μπορεί ο νόμος να συμβάλει προς αυτή την κατεύθυνση;

Ο νόμος εδώ έχει την υποχρέωση να διευκολύνει τις τράπεζες στην αναζήτηση της πληροφόρησης με το να αναγκάζει τους δανειζόμενους να συνεργαστούν με την τράπεζα και πριν την έκδοση αλλά και μετά την έκδοση του δανείου. Αυτό σημαίνει ότι κάποιος ο οποίος θέλει να δανειστεί θα πρέπει να είναι ειλικρινής προς την τράπεζα για το σκοπό που χρειάζεται τα χρήματα και αν του εκδοθεί το δάνειο να συνεχίσει να παρέχει όλες εκείνες τις πληροφορίες που ενδεχομένως θα θέλει η τράπεζα για να διαπιστώσει ότι θα αποπληρωθεί το δάνειο. Η τράπεζα δεν μπορεί να είναι πάντα σίγουρη για την πληροφόρηση που της παρέχεται είτε αυτή προέρχεται από τον ίδιο τον δανειζόμενο είτε από κάποιον οίκο αξιολόγησης. Γι' αυτό το λόγο το επιτόκιο των δανείων είναι πάντα τόσο υψηλό. Επειδή μια τράπεζα φοβάται για απώλειες ανεβάζει το επιτόκιο της έτσι ώστε να κερδίζει όσο το δυνατόν περισσότερα μπορεί για να απορροφή τις απώλειες.

Φυσικά χρειάζονται οι νόμοι, όμως πριν τους νόμους καλύτερο είναι να υπάρχουν τα κατάλληλα κίνητρα. Δηλαδή όπως είπαμε μια τράπεζα χρεώνει μεγαλύτερο επιτόκιο γιατί φοβάται για την πληροφόρηση που έχει. Άρα είναι προς το συμφέρον όλων και της τράπεζας αλλά και του δανειζόμενου να παρέχεται σωστή πληροφόρηση. Από τη μια η τράπεζα θα δίνει εκείνα τα δάνεια που επιθυμεί να αναλάβει το ρίσκο τους από την άλλη ο δανειζόμενος θα απολαμβάνει μικρότερο επιτόκιο.

Τα κίνητρα συνεπώς μπορούν δυνητικά να λειτουργήσουν καλύτερα από τους νόμους. Φυσικά πάντα θα πρέπει να υπάρχει όπως έχουμε πει ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο που θα αποτρέπει και θα τιμωρεί τους απατεώνες.

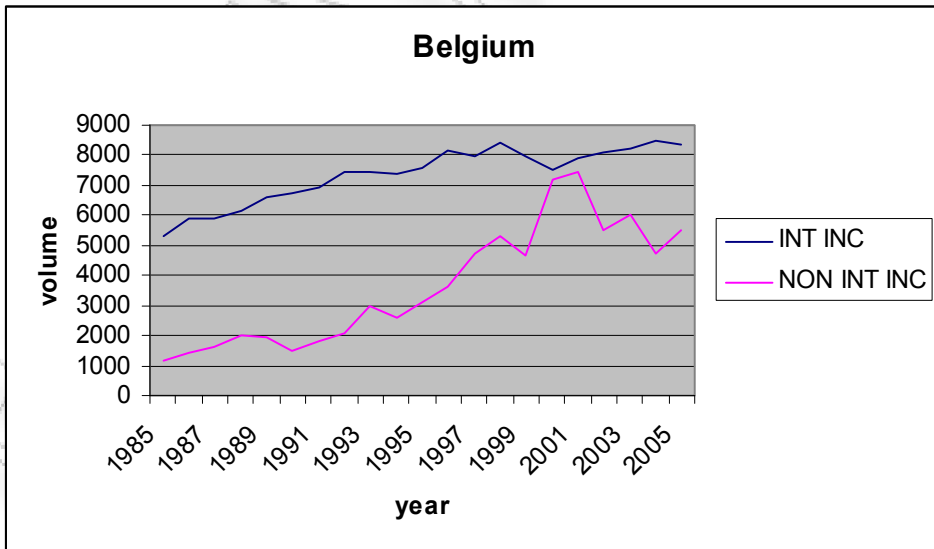
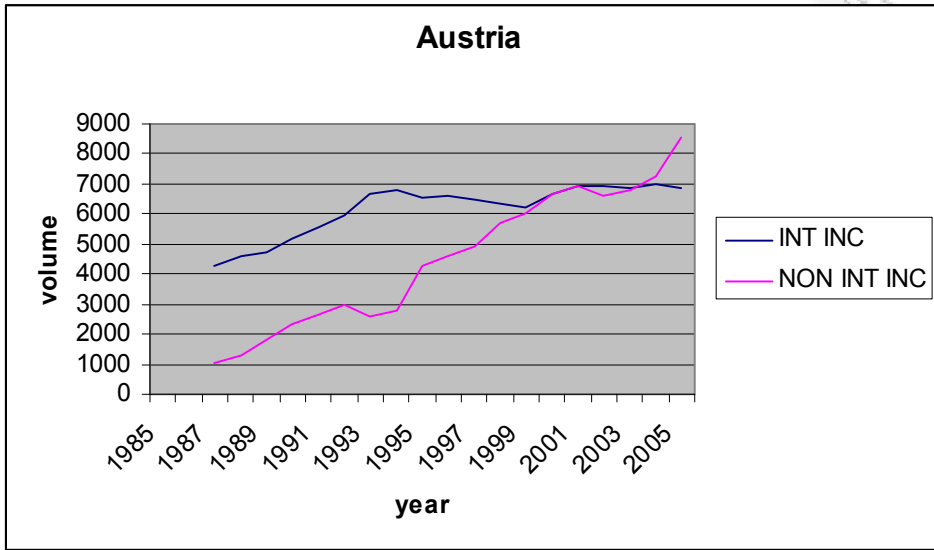
Όπως ήδη αναφέραμε η ύπαρξη ενός ισχυρού νομικού πλαισίου και η επιβολή του είναι αναγκαία για να μπορεί να αναπτυχθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα μιας χώρας. Υπεύθυνη για τη θέσπιση αλλά και για την τήρηση αυτού του νομικού πλαισίου είναι η κυβέρνηση κάθε χώρας. Άρα οι κυβερνήσεις ανά

τον κόσμο φέρουν το μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης για την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία.

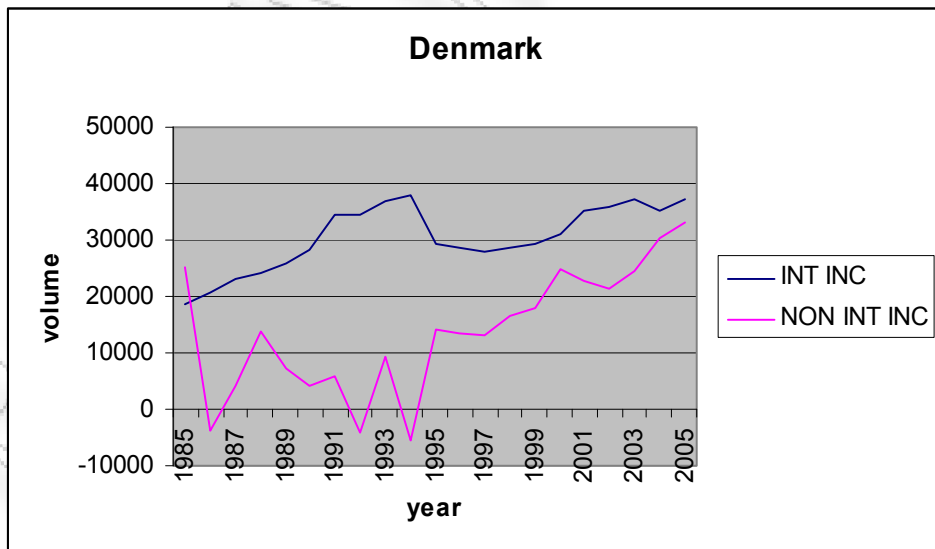
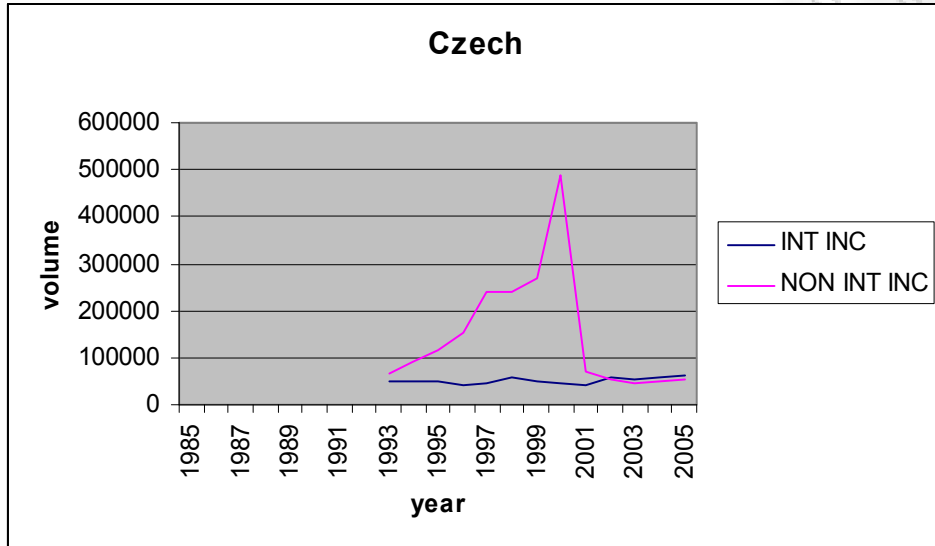
### **γ) Πηγές Εσόδων των Τραπεζών (Sources of Bank Income)**

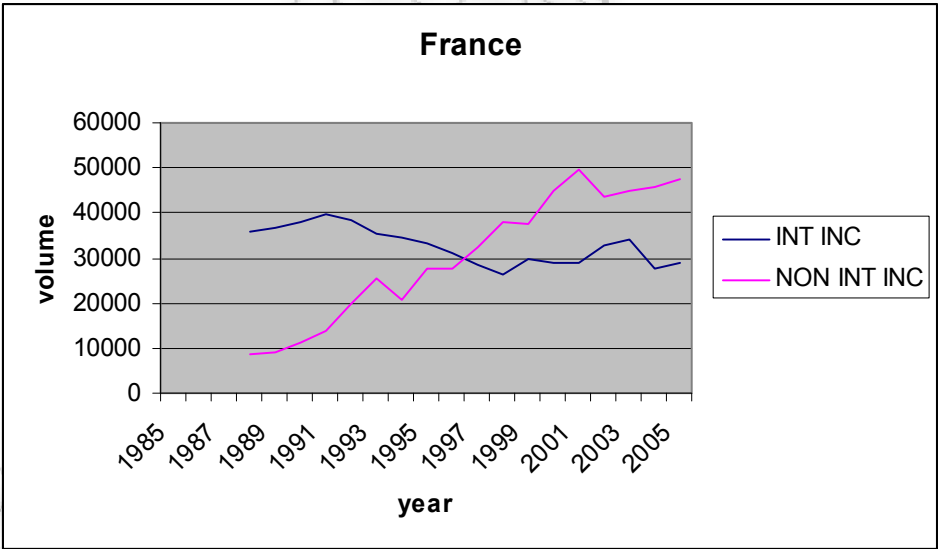
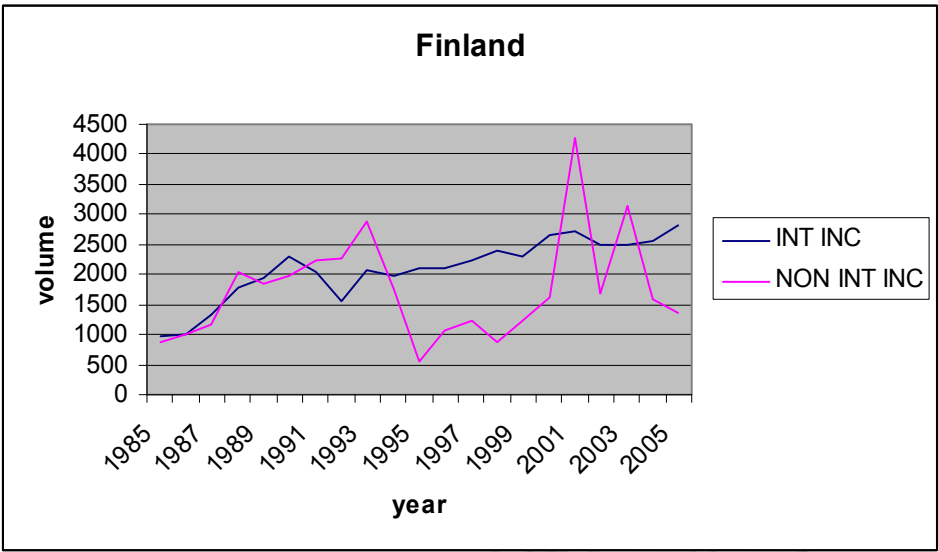
Μπορούμε να χωρίσουμε τις πηγές εσόδων για μια τράπεζα σε δυο κατηγορίες. Η μια είναι τα επιτοκιακά έσοδα που προέρχονται από δραστηριότητες που έχουν να κάνουν με επιτόκια ενώ η άλλη είναι τα μη επιτοκιακά έσοδα. Οι τράπεζες επί δεκαετίες βασιζόνταν κυρίως στα έσοδα που προέρχονταν από τα επιτόκια, δηλαδή από τη διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο καταθέσεων και δανεισμού. Φυσικά και η κερδοφορία των τραπεζών εξαρτώνταν σε μεγάλο βαθμό από τα επιτόκια.

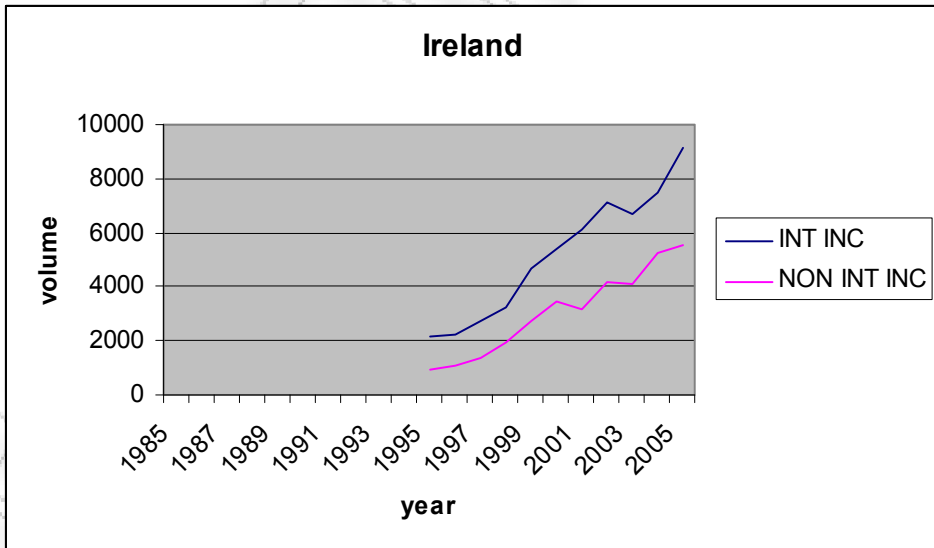
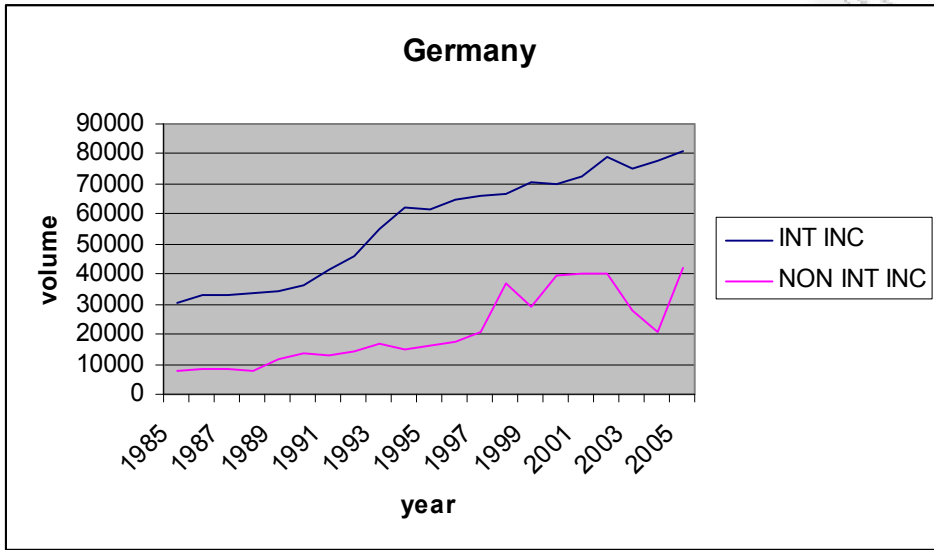
Αυτή η εικόνα όμως τις τελευταίες δυο δεκαετίες έχει αρχίσει να αλλάζει. Οι τράπεζες ολοένα και περισσότερο στρέφονται στις δραστηριότητες εκτός επιτοκίου για την αύξηση των εσόδων τους αλλά και της κερδοφορίας τους. Παρακάτω παρουσιάζεται η πορεία των επιτοκιακών και μη επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών για τις χώρες του δείγματος.

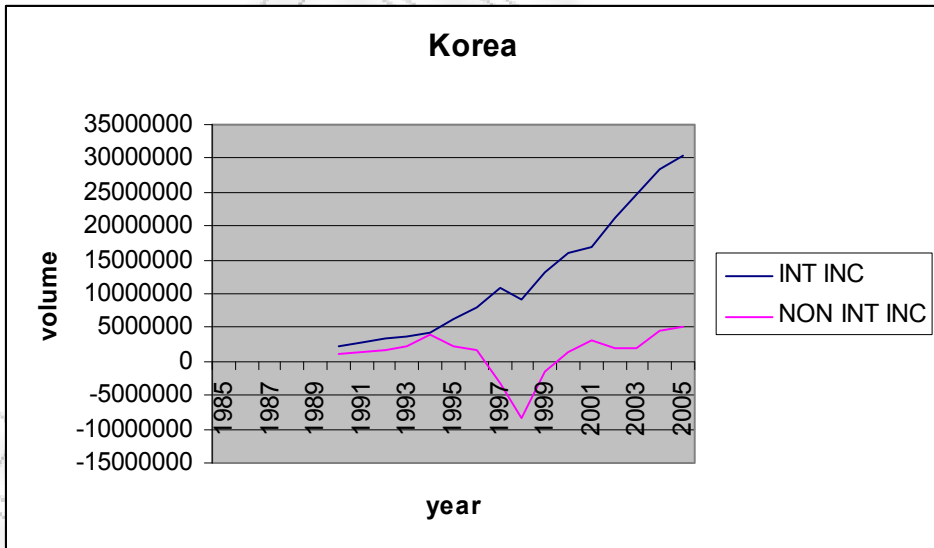
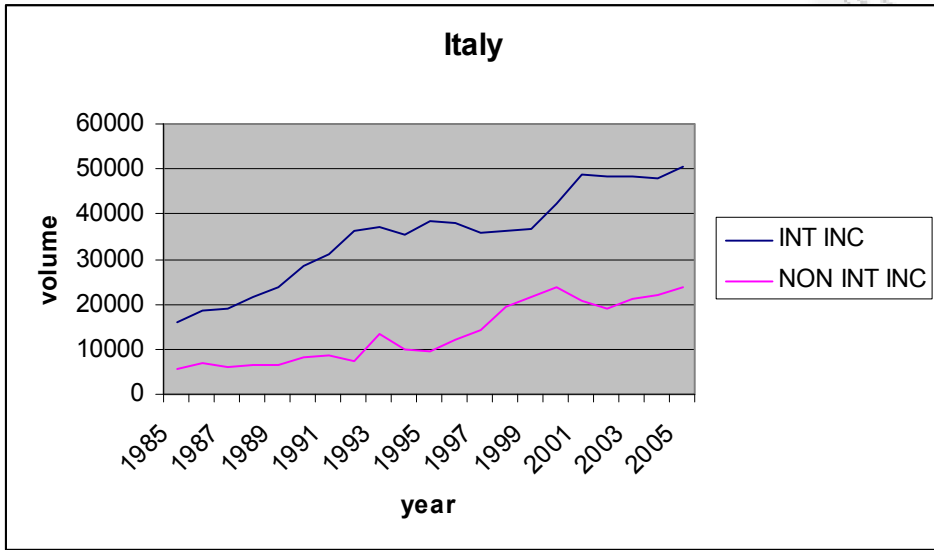


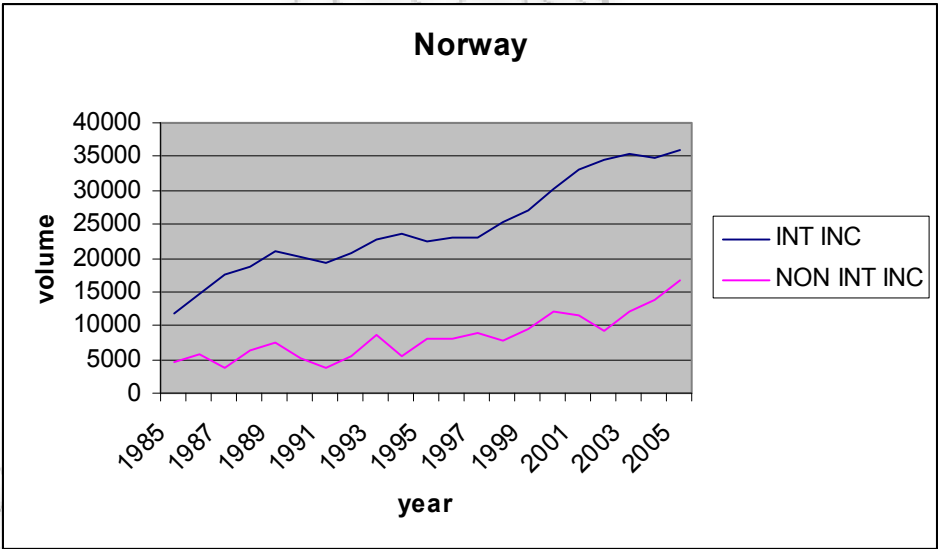
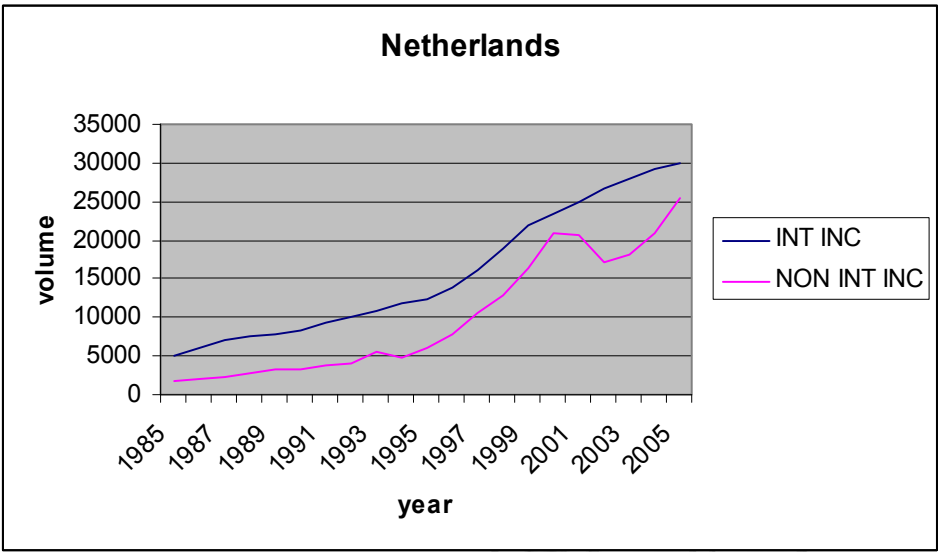


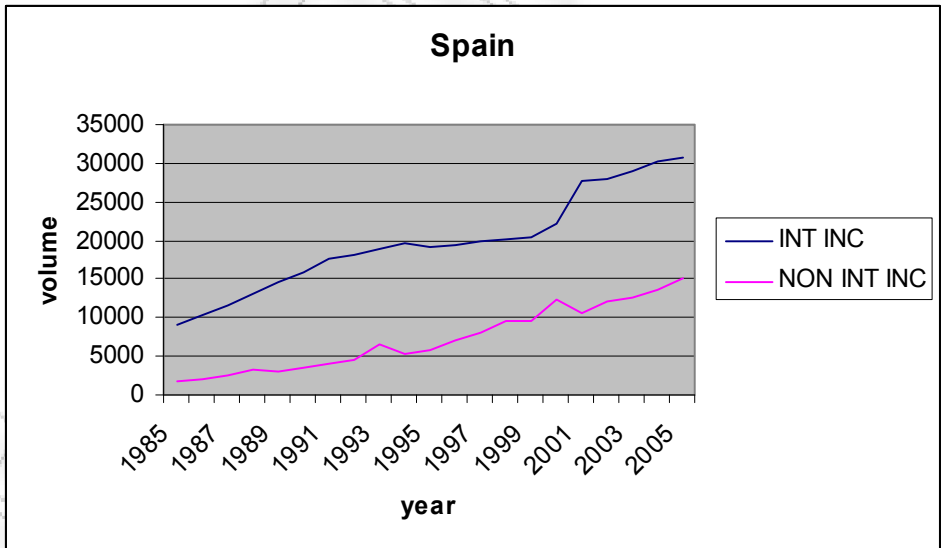
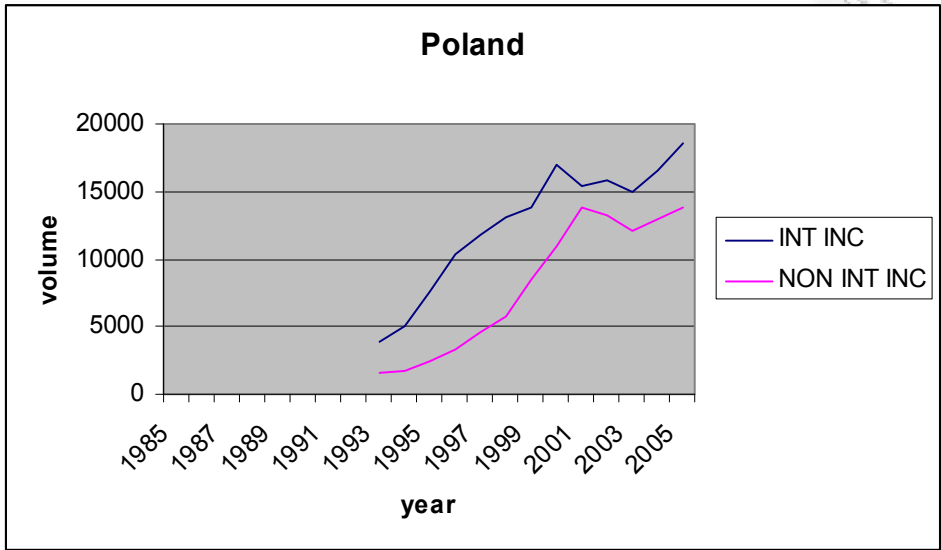


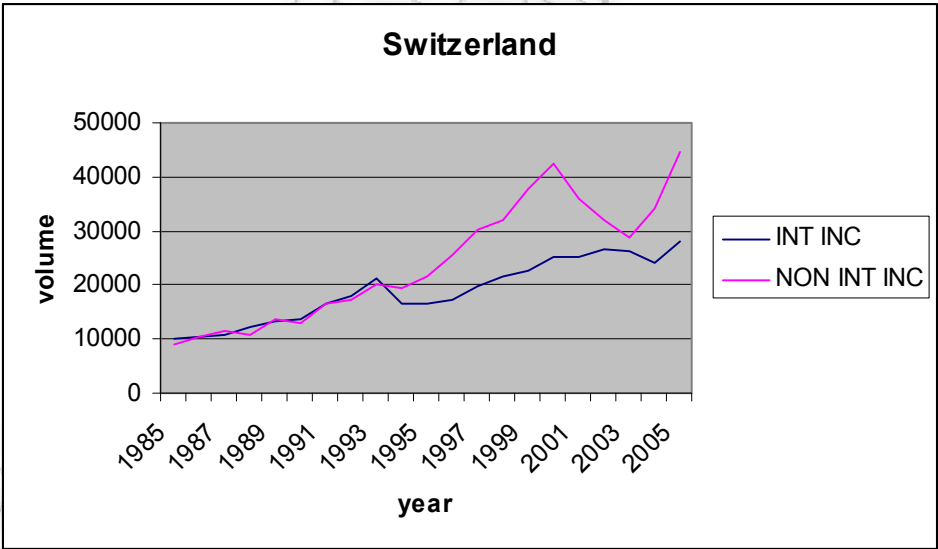
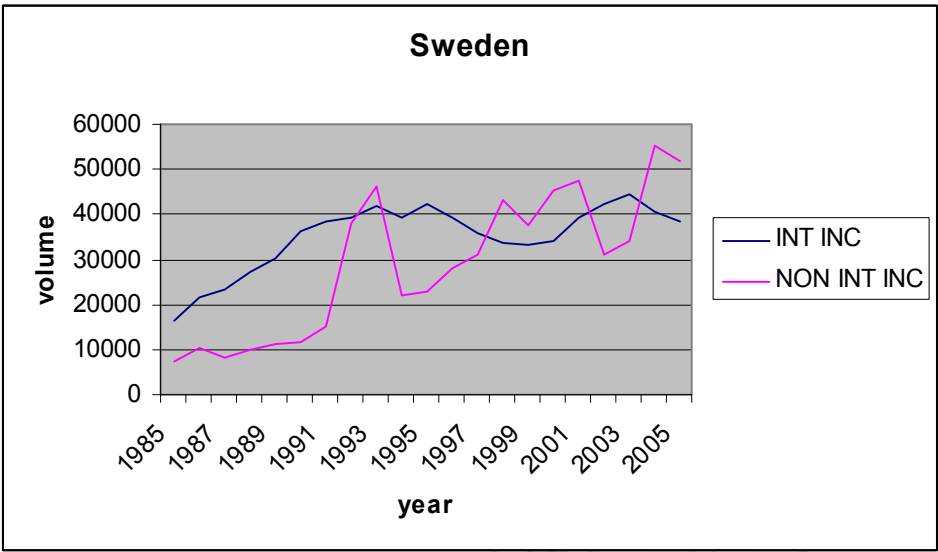


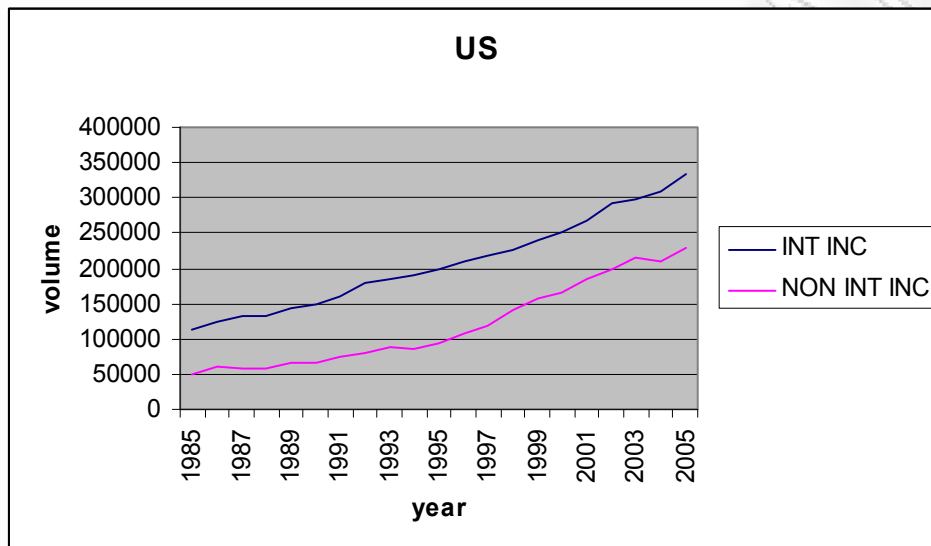












Αυτή η στροφή των τραπεζών οφείλεται κυρίως σε δυο λόγους. Ο πρώτος είναι η διακύμανση των επιτοκίων η οποία δεν επιτρέπει στις τράπεζες να έχουν ένα σταθερό κανάλι εσόδων. Λόγω της συνεχούς αλλαγής των επιτοκίων οι τράπεζες βλέπουν τα έσοδα που προέρχονται από το επιτόκιο να αλλάζουν χρόνο με το χρόνο. Ένας άλλος εξίσου σημαντικός λόγος είναι και η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών η οποία τις έχει αναγκάσει να περιορίσουν τα περιθώρια κέρδους που έχουν από το επιτόκιο.

Έτσι λοιπόν ολοένα και περισσότερο οι τράπεζες στρέφονται προς τις εκτός επιτοκίου δραστηριότητες. Για παράδειγμα οι αμερικανικές τράπεζες σταθερά απομακρύνονται από τις παραδοσιακές πηγές εισοδήματος όπως η σύναψη δανείων και στρέφονται ολοένα και περισσότερο σε άλλες δραστηριότητες οι



οποίες παράγουν εισόδημα. Βάση του άρθρου των Stiroh K.J., (2004) οι αμοιβές που προέρχονταν από δραστηριότητες εκτός επιτοκίου αποτελούσαν το 43% των καθαρών λειτουργικών εσόδων, σε αντίθεση με το 1984 όπου το ποσοστό αυτό άγγιζε το 25%.

Αυτή η στροφή προς αυτή τη νέα πηγή εισοδήματος έπαιξε πολύ μεγάλο ρόλο στην αύξηση των κερδών των τραπεζών τα τελευταία χρόνια. Δημιουργήθηκε η σκέψη ότι αυτή η νέα πηγή θα μπορούσε να μειώσει τη μεταβλητότητα στα κέρδη και το εισόδημα των τραπεζών άρα να μειώσει και το ρίσκο.

Αυτή η αίσθηση δημιουργήθηκε γιατί το εισόδημα που παράγεται από δραστηριότητες εκτός του επιτοκίου δεν επηρεάζεται από τις συνθήκες τις αγοράς όπως γίνεται με τα επιτόκια. Για να το καταλάβουμε αυτό ας δούμε ποιες είναι αυτές οι δραστηριότητες των τραπεζών που παράγουν εισόδημα. Οι τράπεζες εκτός από το να συνάπτουν δάνεια κάνουν και άλλες συναλλαγές για τις οποίες χρεώνουν κάποια προμήθεια. Για παράδειγμα η φύλαξη χρημάτων ή άλλων αντικειμένων σε θυρίδα ή η ανταλλαγή συναλλάγματος ή οι πληρωμές μέσω επιταγών και λογαριασμών είναι κάποιες υπηρεσίες από τις οποίες οι τράπεζες αποκομίζουν εισόδημα. Μεγάλο μέρος των μη επιτοκιακών εσόδων προέρχονται από εμπορικές συναλλαγές επιχειρήσεων τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

Από τη στιγμή λοιπόν που οι περισσότερες από αυτές τις συναλλαγές γίνονται μέσω των τραπεζών θα μπορούσε να πει κάποιος ότι είναι μια μορφή σταθερού και χωρίς μεγάλο ρίσκο εισοδήματος για την τράπεζα. Άρα λοιπόν αν μια τράπεζα αύξανε συνεχώς το ποσοστό των εσόδων της από τέτοιου είδους δραστηριότητες τότε θα μείωνε συνεχώς τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει κυρίως από τα δάνεια που συνάπτει.

Αν συνέβαινε κάτι τέτοιο τα οφέλη για τις τράπεζες θα ήταν πολλαπλά. Όχι απλώς θα μείωναν το ρίσκο του χαρτοφυλακίου τους και θα είχαν πολύ μικρές μεταβολές στα έσοδα και τα κέρδη τους αλλά θα μπορούσαν ίσως να ζητήσουν τη μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων από τη Κεντρική Τράπεζα. Άρα θα μπορούσαν να επενδύσουν ακόμα μεγαλύτερα ποσά και να αυξήσουν ακόμα

περισσότερο τα κέρδη τους. Κάτι άλλο εξίσου σημαντικό είναι ότι θα μειώνονταν σε μεγάλο βαθμό και τα κόστη για την επίβλεψη των τραπεζών.

Για να συμβεί όμως κάτι τέτοιο θα πρέπει ο βαθμός συσχέτισης, του εισοδήματος που προέρχεται από το επιτόκιο και του εισοδήματος από εκτός επιτοκίου δραστηριότητες, να είναι αρνητικός ή τουλάχιστον πολύ μικρός. Τα αποτελέσματα των ερευνών όμως είναι αποθαρρυντικά. Συγκεκριμένα βάση της έρευνας των Stiroh K.J., (2004) δεν ισχύει κάτι τέτοιο.

Έτσι λοιπόν η αντίληψη ότι η στροφή από το εισόδημα μέσω του επιτοκίου προς το μη επιτοκιακό εισόδημα θα φέρει τεραστία οφέλη διαφοροποίησης και μείωσης του κινδύνου των τραπεζών είναι εσφαλμένη. Για την ακρίβεια το εισόδημα που προέρχεται από δραστηριότητες εκτός επιτοκίου ειδικά εκείνο που προέρχεται από το εμπόριο είναι αρκετά ασταθές και ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ των δυο μορφών εισοδημάτων για τις τράπεζες είναι αρκετά μεγάλος για να παραβλεφθεί και μάλιστα γίνεται ακόμα μεγαλύτερος όσο το ποσοστό των εκτός επιτοκίου δραστηριοτήτων μεγαλώνει.

Συνολικά μπορούμε να πούμε ότι το εισόδημα από δραστηριότητες εκτός επιτοκίου παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από αυτό που προέρχεται από το επιτόκιο. Η συσχέτιση αυτών των δυο δραστηριοτήτων είναι πολύ μεγάλη και μάλιστα έχει παρατηρηθεί ότι αυξάνεται με τα χρόνια και με την αύξηση του εισοδήματος από εκτός επιτοκίου δραστηριότητες. Οι εμπορικές υπηρεσίες που προσφέρονται από τις τράπεζες δείχνουν να είναι οι πιο ριψοκίνδυνες ενώ οι προμήθειες στις συναλλαγές δείχνουν να είναι σε μεγάλο βαθμό συσχετισμένες με το εισόδημα που προέρχεται από το επιτόκιο.

Όπως αντιλαμβανόμαστε ο ρόλος των εσόδων από τις εκτός επιτοκίου δραστηριότητες για μια τράπεζα πλέον είναι πολύ σημαντικός και για την κερδοφορία αλλά και για την ανάπτυξη της τράπεζας στο σύνολο της. Άρα λοιπόν είναι αναγκαίο να γίνει έρευνα γύρω από αυτό το κανάλι εσόδων έτσι ώστε να μπορέσουν οι τράπεζες να το εκμεταλλευτούν με τον καλύτερο τρόπο. Προς αυτή την κατεύθυνση κινείται και η δική μας εργασία.

Έχει επίσης αξία και για τη δική μας έρευνα να δούμε αν οι επιδόσεις των τραπεζών επηρεάζονται από το χρηματοοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο

αναπτύσσονται. Δηλαδή αν τα έσοδα και τα κέρδη των τραπεζών επηρεάζονται από το αν μια τράπεζα λειτουργεί σε μια οικονομικά ανεπτυγμένη χώρα ή σε μια οικονομικά αναπτυσσόμενη χώρα.

Η εργασία των Dermiguc- Kunt A. and Levine R., (1999) προσπάθησε να απαντήσει σε αυτό ακριβώς το ερώτημα. Καταρχήν έδειξαν ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν λιγότερο ανεπτυγμένο τραπεζικό αλλά και χρηματιστηριακό σύστημα. Όσο αυξάνεται ο πλούτος των χωρών τόσο περισσότερο αναπτύσσονται οι τράπεζες και οι αγορές γίνονται μεγαλύτερες και πιο αποτελεσματικές. Επίσης οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι πιο εξαρτημένες από τις τράπεζες.

Βρέθηκε ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη παίζει πολύ σπουδαίο ρόλο στην επίδοση των τραπεζών. Οι μετρήσεις έδειξαν ότι οι χώρες με μη ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερα τραπεζικά κέρδη. Αν όμως εξετάσουμε χώρες οι οποίες βρίσκονται στα ίδια επίπεδα χρηματοοικονομικής ανάπτυξης τότε φαίνεται ότι δεν παίζει ρόλο στα κέρδη των τραπεζών το αν είναι bank based ή market based χρηματοοικονομικό σύστημα.

Από την άλλη μεριά όσο αναπτύσσεται το τραπεζικό σύστημα τόσο μικραίνουν τα κέρδη των τραπεζών αλλά και τα περιθώρια κέρδους. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η μεγαλύτερη ανάπτυξη φέρνει και αποτελεσματικότητα στον κλάδο λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών. Την ίδια στιγμή όμως η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς οδηγεί σε αύξηση των κερδών και των περιθωρίων κέρδους για τις τράπεζες. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδύσεις προς τις τράπεζες αυξάνονται και συνεχώς ο ρόλος τους αναβαθμίζεται. Το φαινόμενο αυτό είναι ακόμα εντονότερο σε αναπτυσσόμενες αγορές γεγονός που δείχνει μια σχέση αλληλοσυμπλήρωσης μεταξύ των δυο. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί αφού καθώς η χρηματιστηριακή αγορά αναπτύσσεται παράγει περισσότερες πληροφορίες οι οποίες είναι πολύ χρήσιμες και για τις τράπεζες και έτσι τις βοηθά να αναπτυχθούν και να κερδοφορήσουν ακόμα περισσότερο. Επίσης το θεσμικό εκείνο περιβάλλον που θα βοηθούσε μια χρηματιστηριακή αγορά να αναπτυχθεί θα βοηθούσε και στη βελτίωση της λειτουργίας των τραπεζών.

Ένα άλλο ερώτημα το οποίο πρέπει να απαντήσουμε πριν ξεκινήσουμε την εμπειρική μελέτη είναι αν παίζει ρόλο στην αποδοτικότητα κόστους και κέρδους το ίδιο το μέγεθος της τράπεζας. Μπορούμε να χωρίσουμε τις τράπεζες σε τρεις κατηγορίες: τους χρηματοοικονομικούς ομίλους τις διεθνείς τράπεζες και τις εξειδικευμένες τράπεζες.

Οι χρηματοοικονομικοί όμιλοι είναι ιδρύματα που προσφέρουν εκτός από τις παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και μη παραδοσιακές, όπως ασφάλειες και επενδύσεις σε χρεόγραφα. Επίσης, το ποσοστό των μη επιτοκιακών εσόδων τους προς τα συνολικά έσοδα απαιτείται να υπερβαίνει το 20%, ως ενδεικτικό της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων τους. Ο σχηματισμός ομίλων δύναται να είναι προς όφελος τόσο των καταναλωτών όσο και των μετόχων, καθώς δίνεται η δυνατότητα αύξησης των εσόδων μέσω της διαφοροποίησης και των σταυροειδών πωλήσεων, ευνοείται η μείωση των λειτουργικών εξόδων λόγω των συνεργιών που δημιουργούνται μέσω των οικονομιών κλίμακας και σκοπού και μειώνονται τα κόστη χρηματοδότησης λόγω της φήμης τους και της αγοραστικής τους δύναμης.

Οι διεθνείς τράπεζες είναι ιδρύματα που επιτρέπεται να διακρατούν μερίδια κεφαλαίων σε μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις και πιο συγκεκριμένα σε ποσοστό 1% του συνολικού ενεργητικού, ενώ το ποσοστό των μη επιτοκιακών εσόδων ως προς τα συνολικά έσοδα θα πρέπει να υπερβαίνει το 5%. Ακόμη, η διεθνής τραπεζική θεωρείται ότι παρέχει πειθαρχία στη διοίκηση των επιχειρήσεων και βοηθάει στην αναδιάρθρωση τους. Επιπροσθέτως, επιτρέπει την ύπαρξη οικονομιών κλίμακας και σκοπού, προωθεί τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και μέσω των πλεονεκτημάτων πληροφόρησης, δύναται να οδηγήσει σε ενισχυμένη κερδοφορία. Ενώ όλες οι υπόλοιπες είναι οι εξειδικευμένες τράπεζες ή αλλιώς μπορούμε να πούμε ότι είναι εκείνες οι εγχώριες τράπεζες που ασχολούνται με τα κατεξοχήν τραπεζικά προϊόντα και μόνο με αυτά.

Η εργασία του Vennet R. (2002) έδειξε ότι τόσο οι όμιλοι όσο και οι διεθνείς τράπεζες εμφανίζονται σε γενικές γραμμές πιο αποδοτικοί σε όρους κόστους και κερδών. Η υπεροχή της αποδοτικότητας κέρδους για τις διεθνείς τράπεζες

αποδεικνύεται, μέσω της ανάλυσης των beta, ότι οφείλεται κατά ένα μέρος τουλάχιστον στο συγκριτικό πλεονέκτημα πληροφόρησης και ελέγχου.

Άρα έχει σημασία και για τη δική μας έρευνα να διαχωρίσουμε τις τράπεζες τις οποίες θα χρησιμοποιήσουμε στο δείγμα μας σε αυτές τις τρεις κατηγορίες και να δούμε κατά περίπτωση τα αποτελέσματα.

Ένα άλλο ερώτημα είναι το κατά πόσο το μερίδιο αγοράς που κατέχει μια τράπεζα επηρεάζει την κερδοφορία της. Η μελέτη των Park K. H. and Weber W.L. (2006) έδειξε ότι αν αγνοήσουμε την αποτελεσματικότητα της αγοράς βρίσκουμε ότι το μερίδιο αγοράς έχει θετική σχέση με την κερδοφορία των τραπεζών. Αν όμως λάβουμε υπ' όψη την αποτελεσματικότητα της αγοράς το μερίδιο της αγοράς δεν παίζει κάποιο ρόλο στην κερδοφορία της τράπεζας γεγονός που ενισχύει τη θεωρία αποτελεσματικότητας. Απέδειξαν τεκμηριωμένα επίσης ότι η συγκέντρωση της αγοράς έχει αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία των τραπεζών σε βάθος χρόνου. Επίσης και τον αν η τράπεζα είναι απλωμένη σε όλη την επικράτεια δεν δείχνει να παίζει κάποιο ρόλο.

Οπότε αν δεχτούμε ότι το δείγμα των τραπεζών το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε στην εργασία μας λειτουργούν μέσα σε αποτελεσματικές αγορές δεν θα πρέπει να μας απασχολεί το μερίδιο της αγοράς που κατέχουν.

Για την έρευνα μας θα χρειαστούμε στοιχεία για τα έσοδα των τραπεζών από δραστηριότητες εκτός επιτοκίου. Η συλλογή των στοιχείων αυτών είναι σχετικά απλή αφού οι τράπεζες τα εμφανίζουν στον ισολογισμό που δημοσιεύουν.

## δ) Μοντελοποίηση της Ασύμμετρης Πληροφόρησης και Των Προβλέψεων Των Αναλυτών

Το τελευταίο και εξίσου σημαντικό κομμάτι που θα μας απασχολήσει πριν την παρουσίαση της εμπειρικής δουλειάς είναι το πώς θα καταφέρουμε να μοντελοποιήσουμε την ασύμμετρη πληροφόρηση. Με τη λέξη μοντελοποίηση εννοούμε πως θα μπορέσουμε να μετρήσουμε ή αλλιώς να ποσοτικοποιήσουμε την ασύμμετρη πληροφόρηση. Από τη στιγμή που το αντικείμενο της έρευνας μας είναι στην ουσία η σχέση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και των προβλέψεων των αναλυτών είναι προφανής η σημασία της σωστής επιλογής στη μέθοδο μέτρησης αυτών των δυο παραμέτρων.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι άμεσα συσχετισμένη με τα μη επιτοκιακά έσοδα. Όσο αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση για μια τράπεζα τόσο αυξάνονται τα μη επιτοκιακά της έσοδα. Αυτό προκύπτει μέσα από μια σειρά άρθρων ανάμεσα στα οποία είναι και αυτό του Stiroh K.J., (2004). Έτσι στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθούν τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών ως ένας δείκτης μέτρησης της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Από την άλλη, θα πρέπει και οι προβλέψεις των αναλυτών να μοντελοποιηθούν και να μετρηθούν. Στην παρούσα έρευνα για τη μέτρηση των προβλέψεων των αναλυτών θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης του dispersion του τραπεζικού κλάδου. Το dispersion είναι ο σταθμισμένος μέσος των τυπικών αποκλίσεων των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των επιχειρήσεων. Δημοσιεύεται και για μεμονωμένες επιχειρήσεις, συνήθως για εκείνες με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία, αλλά και για κλάδους της οικονομίας. Οι ανακοινώσεις γίνονται κάθε μήνα αλλά υπάρχουν και ετήσια στοιχεία.

### 3. ΠΡΟΤΑΣΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τη σχέση ανάμεσα στην ασύμμετρη πληροφόρηση και στις προβλέψεις των αναλυτών για τον τραπεζικό κλάδο. Πιο συγκεκριμένα πως επηρεάζονται οι προβλέψεις των αναλυτών από την αύξηση ή την μείωση των μη επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών.

Είναι γνωστό ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση σχετίζεται άμεσα και αρνητικά με τα επιτοκιακά έσοδα. Δηλαδή όσο αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση τόσο μειώνονται τα δάνεια που εκδίδει μια τράπεζα. Έτσι λοιπόν όταν αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση για την τράπεζα τα επιτοκιακά της έσοδα μειώνονται. Γι' αυτό το λόγο όταν υπάρχει αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης οι τράπεζες στρέφονται προς τα μη επιτοκιακά έσοδα για την κάλυψη των απωλειών τους αλλά και γιατί τα μη επιτοκιακά έσοδα δεν κρύβουν κάποιο ρίσκο για την τράπεζα.

Άρα λοιπόν μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα μη επιτοκιακά έσοδα ως ένας δείκτης μέτρησης της ασύμμετρης πληροφόρησης. Δηλαδή όταν αυξάνονται τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών παρατηρείται ότι αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση. Αυτή η θετική σχέση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και μη επιτοκιακών εσόδων έχει αποδειχθεί από πολλές εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί. Να διευκρινιστεί σε αυτό το σημείο ότι αυτή η σχέση έχει αποδειχθεί για ώριμες και αποτελεσματικές αγορές (αναπτυγμένες αλλά και αναπτυσσόμενες) και ότι μπορεί να μην ισχύει σε ακραίες περιπτώσεις όπως π.χ σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Οπότε στη συγκεκριμένη εργασία θα χρησιμοποιηθούν τα μη επιτοκιακά έσοδα ως δείκτης για την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Από την άλλη υπάρχει η ανάγκη να ποσοτικοποιηθούν οι προβλέψεις των αναλυτών για τον τραπεζικό κλάδο. Ίσως ο πιο αξιόπιστος δείκτης για να πραγματοποιηθεί κάτι τέτοιο είναι το dispersion. Με το όρο dispersion εννοούμε

τον σταθμισμένο μέσο των τυπικών αποκλίσεων των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των τραπεζών. Ο υπολογισμός του dispersion είναι σχετικά απλός αφού χρειάζονται μόνο οι προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή των τραπεζών. Αφού συλεχθούν υπολογίζονται οι τυπικές αποκλίσεις μεταξύ αυτών και στη συνέχεια ο σταθμισμένος μέσος. Άρα λοιπόν στη συγκεκριμένη εργασία για την μέτρηση των προβλέψεων των αναλυτών θα χρησιμοποιηθεί το dispersion.

Σε αυτό το σημείο θα γίνει μια σύντομη παρουσίαση της διαδικασίας που ακολουθήθηκε για να γίνει η εμπειρική μελέτη. Αρχικά έχει πολύ μεγάλη σημασία η επιλογή του δείγματος των χωρών για τις οποίες θα γίνει η έρευνα. Για την επιλογή των χωρών τα κριτήρια είναι τα εξής. Πρώτον θέλουμε οι χώρες του δείγματος να είναι χρηματοοικονομικά «απελευθερωμένες» δηλαδή να είναι είτε ανεπτυγμένες είτε αναπτυσσόμενες αγορές κάτι το οποίο προϋποθέτει να λειτουργούν βάση ενός καλά θεσμοθετημένου νομικού πλαισίου. Δεύτερον θα πρέπει για τις χώρες αυτές να υπάρχουν δημοσιευμένα και τα στοιχεία τα οποία χρειάζονται για την εμπειρική μελέτη. Τα στοιχεία αυτά είναι οι αναλυτικές οικονομικές καταστάσεις του τραπεζικού κλάδου κάθε χώρας όπου παρουσιάζονται τα έσοδα και τα κέρδη, και το dispersion του τραπεζικού δείκτη του χρηματιστηρίου κάθε χώρας. Δεδομένη θεωρείται επίσης και η προσπάθεια το δείγμα να είναι όσο το δυνατό μεγαλύτερο και διαφοροποιημένο έτσι ώστε τα αποτελέσματα να είναι όσο το δυνατό πιο ασφαλή και αξιόπιστα.

Έτσι λοιπόν λαμβάνοντας υπόψη τα συγκεκριμένα κριτήρια συγκεντρώθηκαν συνολικά 17 χώρες για τον έλεγχο της υπόθεσης της παρούσας εργασίας. Πιο αναλυτικά οι χώρες αυτές είναι οι εξής : Αυστρία, Βέλγιο, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Ολλανδία, Κορέα, Σουηδία, Ελβετία, Η.Π.Α, Γερμανία, Γαλλία, Νορβηγία, Δανία, Πολωνία, Τσεχία, Φινλανδία. Οι περισσότερες από αυτές τις χώρες έχουν ανεπτυγμένες αγορές ενώ κάποιες από αυτές είναι αναπτυσσόμενες. Επίσης ένα άλλο στοιχείο πολύ σημαντικό για την έρευνα μας αλλά και για την αξιοπιστία του δείγματος μας είναι ότι ανάμεσα σε αυτά τα χρηματοοικονομικά συστήματα υπάρχουν και χώρες οι οποίες βασίζονται στην αγορά (Market based) όπως π.χ Η.Π.Α αλλά και χώρες οι οποίες βασίζονται



περισσότερο στις τράπεζες (Bank based) όπως π.χ Γερμανία και Γαλλία. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι το δείγμα που συλλέχθηκε έχει ποικιλομορφία και είναι αρκετά μεγάλο για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Στη συνέχεια απαιτείται η συλλογή των στοιχείων για κάθε μια χώρα ξεχωριστά. Όλες οι χώρες του δείγματος είναι μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. Έτσι λοιπόν τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των τραπεζών για κάθε μια από τις χώρες που θα χρησιμοποιηθούν ως δείγμα δημοσιεύονται κάθε χρόνο στις εκθέσεις που συντάσσονται από τον Ο.Ο.Σ.Α. Συγκεντρώθηκαν όλες οι οικονομικές καταστάσεις του τραπεζικού κλάδου κάθε χώρας από το 1985 έως το 2005. Τα στοιχεία αυτά είναι ετήσια και αντλήθηκαν από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Ο.Ο.Σ.Α ([www.oecd.com](http://www.oecd.com)). Από τις οικονομικές αυτές καταστάσεις επιλέχθηκαν τα στοιχεία για τα μη επιτοκιακά έσοδα, τα επιτοκιακά έσοδα αλλά και το σύνολο των εσόδων των τραπεζών.

Όπως ήδη αναφέρθηκε για την εμπειρική μελέτη χρειάζεται επίσης το dispersion των τραπεζών. Θα χρησιμοποιηθεί το dispersion του χρηματιστηριακού δείκτη του τραπεζικού κλάδου κάθε χώρας ξεχωριστά. Τα στοιχεία για το dispersion αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων DataStream και πιο συγκεκριμένα από τη βάση I.B.E.S Global Aggregate. Τα στοιχεία αυτά επίσης είναι ετήσια και υπάρχουν για την περίοδο 1996 έως 2007.

Λόγω της διαφοράς των χρονικών περιόδων των διαθέσιμων στοιχείων γίνεται φανερό ότι στην εμπειρική μελέτη θα ληφθεί υπόψη η χρονική περίοδος κατά την οποία υπάρχουν δεδομένα και για τα μη επιτοκιακά έσοδα αλλά και για το dispersion του τραπεζικού κλάδου. Με λίγα λόγια η χρονική περίοδος που θα εξεταστεί είναι 1996-2005.

Το μοντέλο παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της υπόθεσης είναι το εξής :

$$\text{Dispersion}_{it} = \alpha_i + \beta \text{ NetNonInt.IncomeRatio}_{it} + u_{it}$$

Όπου  $Dispersion_{it}$  είναι το dispersion του τραπεζικού κλάδου για την χώρα  $i$  τη χρονική περίοδο  $t$ . Ενώ όπου  $NetNonInt.IncomeRatio_{it}$  είναι ο λόγος των μη επιτοκιακών εσόδων προς τα συνολικά έσοδα των τραπεζών για την χώρα  $i$  τη χρονική περίοδο  $t$ . Όπου  $u_{it}$  είναι τα σφάλματα ενώ  $\alpha_i$  και  $\beta$  είναι σταθερές.

Αρχικά επιλέχθηκε για το μοντέλο παλινδρόμησης θετικό πρόσημο γιατί υπάρχει η σκέψη ότι θα πρέπει η σχέση μεταξύ dispersion και μη επιτοκιακών εσόδων να είναι θετική.

Αυτό που μένει να δείξει η εμπειρική μελέτη είναι αν όντως η σχέση μεταξύ του dispersion και των μη επιτοκιακών εσόδων είναι θετική. Με άλλα λόγια τι μήνυμα παίρνουν οι αναλυτές βλέποντας τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών να αυξάνονται ή να μειώνονται αντίστοιχα.

Επίσης θα εκλεχθεί πως επηρεάζουν τα επιτοκιακά έσοδα τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη του τραπεζικού κλάδου. Σε αυτό τον έλεγχο δείχνει να είναι πιο εύκολα προβλέψιμο το αποτέλεσμα κι αυτό γιατί αναμένεται να υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα σε αυτά τα δυο. Από τη στιγμή που μειώνονται τα επιτοκιακά έσοδα τότε αναμένουμε το dispersion να μειώνεται ενώ αντίστοιχα να αυξάνεται όταν τα επιτοκιακά έσοδα αυξάνονται.

## 4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στη συνέχεια ακολουθεί ο έλεγχος της υπόθεσης της διατριβής που έχει ήδη αναφερθεί. Το κατά πόσο δηλαδή επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών οι ανακοινώσεις για τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών. Όλη η έρευνα πραγματοποιήθηκε με τη βοήθεια του οικονομετρικού πακέτου EViews. Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος panel για να είναι εφικτός ο έλεγχος της υπόθεσης ταυτόχρονα για όλες τις χώρες του δείγματος.

Το αρχικό μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί όπως έχει ήδη αναφερθεί είναι το εξής :

$$\text{Dispersion}_{it} = a_i + \beta \text{NetNonInt.IncomeRatio}_{it} + u_{it}$$

Όπου  $\text{Dispersion}_{it}$  συμβολίζει τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή του δείκτη των τραπεζών στη χώρα  $i$  τη χρονική περίοδο  $t$ . Όπου  $a_i$  είναι σταθερά για κάθε χώρα  $i$ , όπου  $\text{NetNonInt.IncomeRatio}_{it}$  είναι ο λόγος των μη επιτοκιακών εσόδων προς τα συνολικά έσοδα των τραπεζών για τη χώρα  $i$  τη χρονική περίοδο  $t$  και όπου  $u_{it}$  είναι τα σφάλματα.

Τα αποτελέσματα αυτής της παλινδρόμησης (υπάρχουν στο παράρτημα ) δείχνουν ότι τα μη επιτοκιακά έσοδα δεν επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Συνεχίζοντας όμως την έρευνα, μέσω της ανάλυσης ευαισθησίας των μεταβλητών, ανακαλύψαμε από ποιους παράγοντες επηρεάζονται οι προβλέψεις των αναλυτών. Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα:

Dependent Variable: DISP?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 07/13/08 Time: 17:14  
 Sample (adjusted): 1997 2005  
 Included observations: 9 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 144

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.016276	0.280219	3.626720	0.0004
DISP?(-1)	0.489209	0.081133	6.029732	0.0000
NNON?(-1)	-0.566844	0.202428	-2.800232	0.0060
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.160002			
_BELG--C	-0.789244			
_CZEC--C	5.768206			
_DENM--C	-0.555963			
_FINL--C	-1.648968			
_FRANC--C	-0.403738			

_GERM--C	-0.438251
_IREL--C	-0.870312
_ITAL--C	-0.689057
_KOREA--C	2.943438
_NETH--C	-0.574375
_NORW--C	-0.478130
_POLA--C	-0.011891
_SPAI--C	-0.795987
_SWED--C	-0.627747
_SWITH--C	-0.641100
_US--C	-0.976604
Fixed Effects (Period)	
1997--C	-0.353989
1998--C	0.457756
1999--C	1.803662
2000--C	0.595233
2001--C	-0.609090
2002--C	-0.106110
2003--C	-0.687545
2004--C	-0.562870
2005--C	-0.537047

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

---



---

R-squared	0.701488	Mean dependent var	2.009194
Adjusted R-squared	0.635152	S.D. dependent var	4.496887
S.E. of regression	2.716240	Akaike info criterion	5.003735
Sum squared resid	863.2213	Schwarz criterion	5.560575
Log likelihood	-333.2689	F-statistic	10.57476
Durbin-Watson stat	1.784936	Prob(F-statistic)	0.000000

---



---

το μοντέλο παλινδρόμησης το οποίο δείχνει να εξηγεί από τι επηρεάζονται οι προβλέψεις των αναλυτών είναι :

$$\text{Dispersion}_{it} = 1,016 - 0,567 \text{NetNonInt.IncomeRatio}_{it} + 0,489 \text{Dispersion}_{it-1}$$

με  $\bar{R}^2 = 0,635$  και  $D.W=1,78$ .

Έτσι λοιπόν η αρχική εκτίμηση για τους παράγοντες που επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών αλλάζει. Παρατηρείται ότι δυο είναι οι πιο σημαντικοί συντελεστές στη διαμόρφωση των αποφάσεων των αναλυτών για τα κέρδη των τραπεζών.

Αρχικά επηρεάζονται αρνητικά από την εικόνα των μη επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών. Όχι όμως από αυτά της τρέχουσας περιόδου αλλά από αυτά της προηγούμενης. Επειδή όπως είπαμε τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν είναι ετήσια αυτό σημαίνει ότι τα αποτελέσματα χρήσης των τραπεζών για την προηγούμενη χρονιά είναι και αυτά που θα συμβάλλουν στην διαμόρφωση των προβλέψεων. Κάτι τέτοιο δείχνει ότι οι αναλυτές δίνουν πολύ μεγάλη σημασία στην εικόνα των τραπεζών την προηγούμενη χρονιά παρά στην τρέχουσα. Είναι λογικό αφού το προηγούμενο οικονομικό έτος δίνει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα της πορείας των τραπεζών. Άλλωστε κοιτάζοντας κανείς την προηγούμενη χρονιά μπορεί ανάλογα με τα αποτελέσματα που έχει, να κάνει μια πιο ασφαλή πρόβλεψη.

Η σχέση μεταξύ μη επιτοκιακών εσόδων και προβλέψεων των αναλυτών είναι αρνητική. Αυτό σημαίνει ότι τα μη επιτοκιακά έσοδα αποτελούν ένα θετικό μήνυμα που εκλαμβάνεται από τους αναλυτές ως μια ένδειξη σταθερότητας αφού μειώνεται η τυπική απόκλιση μεταξύ των προβλέψεων τους. Δηλαδή όσο αυξάνουν τα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών τόσο αυξάνεται και η βεβαιότητα για τα κέρδη των τραπεζών. Αυτή η παρατήρηση επιβεβαιώνει δυο υποθέσεις που έχουν ελεγχθεί σε άλλα άρθρα στο παρελθόν.

Η πρώτη είναι ότι τα μη επιτοκιακά έσοδα είναι άμεσα συνδεδεμένα με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Όσο περισσότερα μη επιτοκιακά έσοδα βλέπει κανείς να παρουσιάζει μια τράπεζα τόσο μεγαλύτερη σιγουριά και σταθερότητα βλέπει. Χωρίς αυτό να σημαίνει ότι ισχύει για όλες τις τράπεζες.

Από την άλλη μεριά ισχυροποιείται η άποψη ότι τα μη επιτοκιακά έσοδα αποτελούν λύση στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών. Υπάρχουν παρόλα αυτά και εξαιρέσεις. Τράπεζες δηλαδή που δεν έχουν καταφέρει να αποκομίσουν οφέλη διαφοροποίησης από τα μη επιτοκιακά έσοδα.

Ο δεύτερος παράγοντας ο οποίος επηρεάζει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις προβλέψεις των αναλυτών είναι οι ίδιοι οι αναλυτές. Ας εξηγήσουμε τι σημαίνει αυτό. Στο μοντέλο μας παρουσιάζεται ισχυρή θετική συσχέτιση ανάμεσα στις προβλέψεις των αναλυτών της τρέχουσας περιόδου και αυτών της προηγούμενης. Με λίγα λόγια οι ίδιοι οι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους, τις προβλέψεις που είχαν κάνει την προηγούμενη περίοδο πριν αποφασίσουν για την νέα.

Η εξήγηση γι' αυτό το φαινόμενο είναι σχετικά απλή. Κάθε αναλυτής κάθε χρόνο πριν κάνει νέα πρόβλεψη για τα κέρδη του τραπεζικού κλάδου θα δει αν αυτή της προηγούμενης χρονιάς ήταν τελικά ακριβής. Φυσικά κάθε χρόνο οι συνθήκες είναι διαφορετικές όμως αυτό δεν σημαίνει ότι κάθε χρονιά είναι αποκομμένη από την προηγούμενη. Υπάρχει μια συνέχεια στις οικονομίες όπως και στα χρηματιστήρια όλου του κόσμου και είναι προφανές ότι κάθε χρονιά επηρεάζει την επόμενη.

Όμως μπορεί να εξαχθεί και άλλο συμπέρασμα. Οι αναλυτές είναι συγκρατημένοι στις προβλέψεις τους. Προσέχουν να είναι μετριοπαθείς και συντηρητικοί. Δεν θέλουν οι προβλέψεις τους από χρονιά σε χρονιά να απέχουν πολύ γιατί κάτι τέτοιο θα έθετε σε αμφισβήτηση την αξιοπιστία τους. Είτε υπερβολικά αισιόδοξοι είτε υπερβολικά απαισιόδοξοι και αν είναι δεν επιθυμούν να το δείχνουν στις προβλέψεις τους γιατί ενδεχόμενο λάθος θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την αξιοπιστία τους.

Βέβαια αυτή η παρατήρηση έρχεται να ενδυναμώσει όλους εκείνους που ασκούν κριτική στους αναλυτές κατηγορώντας τους για μεροληπτική συμπεριφορά έναντι συγκεκριμένων επιχειρήσεων αλλά και για μη αξιόπιστες προβλέψεις.

Από τη στιγμή που τα μη επιτοκιακά έσοδα και τα επιτοκιακά έσοδα είναι αλληλένδετα μπορούμε να βγάλουμε και κάποια συμπεράσματα για τα

επιτοκιακά έσοδα και πως αυτά επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Κάνοντας την ίδια έρευνα ( αναλυτικοί πίνακες στο παράρτημα στο τέλος) επιβεβαιώθηκε η υποψία μας μετά την έρευνα για τα μη επιτοκιακά έσοδα.

Έτσι λοιπόν οι προβλέψεις των αναλυτών επηρεάζονται θετικά από τα επιτοκιακά έσοδα της προηγούμενης περιόδου. Όσο δηλαδή περισσότερα είναι τα επιτοκιακά έσοδα της προηγούμενης περιόδου τόσο πιο μεγάλο είναι το χάσμα ανάμεσα στις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη ανά μετοχή του τραπεζικού κλάδου.

Αυτό σημαίνει ότι οι αναλυτές θεωρούν ότι τα επιτοκιακά έσοδα είναι πιο ασταθή για μια τράπεζα. Φυσικά και σε αυτή την περίπτωση οι προβλέψεις των αναλυτών την προηγούμενη χρονική περίοδο επηρεάζουν αυτές της επόμενης.

Συνοψίζοντας λοιπόν μπορούμε να πούμε ότι οι προβλέψεις των αναλυτών επηρεάζονται κυρίως από τα εξής: από τα μη επιτοκιακά έσοδα και τα επιτοκιακά έσοδα της προηγούμενης περιόδου και μάλιστα αρνητικά και θετικά αντίστοιχα. Επίσης οι προβλέψεις της προηγούμενης χρονιάς παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των νέων προβλέψεων. Ίσως το πιο σημαντικό εύρημα είναι η ερμηνεία που δίνουν οι αναλυτές στα μη επιτοκιακά έσοδα. Το ότι δηλαδή τυχόν αύξηση στα μη επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών αντιμετωπίζεται με τον ίδιο τρόπο από τον κάθε αναλυτή. Επειδή όμως αύξηση στα μη επιτοκιακά έσοδα σημαίνει και αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης συμπαιρένουμε ότι η αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης επηρεάζει αρνητικά τις προβλέψεις των αναλυτών.

## **5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να εξετάσει τη σχέση ανάμεσα στην ασύμμετρη πληροφόρηση και τις προβλέψεις των αναλυτών για τον τραπεζικό κλάδο. Η ασύμμετρη πληροφόρηση μετρήθηκε μέσω των μη επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών αφού πρόκειται για δυο δείκτες άμεσα συνδεδεμένους. Από την άλλη οι προβλέψεις των αναλυτών υπολογίσθηκαν μέσω του dispersion του τραπεζικού δείκτη του χρηματιστηρίου.

Η έρευνα έγινε για 17 χώρες μέλη του Ο.Ο.Σ.Α ανάμεσα στις οποίες υπήρχαν και οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες όπως Η.Π.Α, Γερμανία κτλ αλλά και αναπτυσσόμενες όπως Ιρλανδία, Τσεχία κτλ. Επίσης κάποιες από τις οικονομίες των χωρών του δείγματος βασίζονται στις αγορές ενώ κάποιες άλλες στις τράπεζες. Αυτό δίνει μια επιπλέον σιγουριά για την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της συγκεκριμένης έρευνας.

Το βασικότερο αποτέλεσμα που προκύπτει είναι ότι οι προβλέψεις των αναλυτών για τις τράπεζες επηρεάζονται από τρεις παράγοντες. Από τα επιτοκιακά έσοδα των τραπεζών και μάλιστα θετικά. Δείχνοντας έτσι ότι τα επιτοκιακά έσοδα παραμένουν ακόμα και σήμερα η κυριότερη και μη σταθερή πηγή εσόδων των τραπεζών παρ' όλες τις απόψεις που εκφράζονται για αλλαγή φιλοσοφίας των τραπεζών. Αναμφισβήτητα τα τελευταία χρόνια υπάρχει μια αύξηση των μη επιτοκιακών εσόδων παγκοσμίως όμως φαίνεται πως έχουν πειστεί οι αναλυτές για την αποτελεσματικότητα αυτής της αλλαγής.

Αντίθετα η έρευνα έδειξε ότι οι αναλυτές βλέπουν με καχυποψία και επιφυλακτικότητα την αύξηση των επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών. Αφού όπως αποδείχθηκε υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα μη επιτοκιακά έσοδα και την τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη των τραπεζών. Να επισημανθεί ότι οι αναλυτές επηρεάζονται από τα αποτελέσματα των τραπεζών της προηγούμενης χρονιάς κάτι το οποίο θεωρείται αναμενόμενο.

Άρα λοιπόν το μήνυμα που παίρνουν οι αναλυτές βλέποντας αύξηση των μη επιτοκιακών εσόδων είναι ότι μειώνεται η αβεβαιότητα για τα κέρδη των τραπεζών. Έτσι οι προβλέψεις τους για τα κέρδη των τραπεζών είναι κοντά η μια με την άλλη. Αντίθετο μήνυμα παίρνουν από την αύξηση των επιτοκιακών εσόδων. Τα αποτελέσματα ήταν τα ίδια για όλες τις χώρες. Αυτό σημαίνει ότι δεν παίζει ρόλο για τους αναλυτές το αν η οικονομία είναι ανεπτυγμένη ή αν η αγορά βασίζεται στις τράπεζες.

Ο τρίτος παράγοντας που επηρεάζει τις προβλέψεις των αναλυτών είναι οι ίδιες οι προβλέψεις τους. Για την ακρίβεια οι προβλέψεις της προηγούμενης περιόδου. Αυτό το στοιχείο δίνει κάποιες πληροφορίες για τους ίδιους τους αναλυτές. Δηλαδή γίνεται αντιληπτό ότι οι αναλυτές είναι συγκρατημένοι και



διστακτικοί στις προβλέψεις τους. Αποφεύγουν τις ακρότητες γνωρίζοντας βέβαια και τον ευαίσθητο ρόλο τον οποίο παίζουν στη διαμόρφωση των προσδοκιών στις αγορές.

Φυσικά η συμπεριφορά αυτή εξηγείται και από το ότι κανένας αναλυτής δεν θέλει να αναλάβει το βάρος μιας πολύ λανθασμένης πρόβλεψης γιατί κάτι τέτοιο θα ήταν ένα ισχυρό πλήγμα στην αξιοπιστία του.

Σε αυτό το σημείο να τονιστεί ότι μπορεί να υπάρχουν και περιπτώσεις αναλυτών και τραπεζών για τις οποίες να μην ισχύουν τα αποτελέσματα της διατριβής. Όμως στο σύνολο τους αυτοί είναι οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών ως προς τα κέρδη των τραπεζών.

## 6.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Antzoulatos A., Thanopoulos J. and Tsoumas C., (2008). **“Financial System Structure and Change – 1986-2005: Evidence from the O.E.C.D. Countries”**, Journal of Economic Integration, SSRN\_ID1099994\_code798392.
- Antzoulatos A., Tsoumas C and Kyriazis D.,(2008). **“Financial Development and Asymmetric Information”**. SSRN\_ID1100025\_code798392.
- Backe P. and Zumer T., (2005). **“Developments in Credit to the Private Sector in Central and Eastern European EU Member States: Emerging from Financial Repression – A Comparative Overview”**.
- Beck T., Dermiguc- Kunt A. and Levine R., (1999). **“A New Database on Financial Development and Structure”**, World Bank.
- Beim D.O. and Calomiris C. W., (2001). **“Emerging financial markets”**, McGraw-Hill/ Irwin Boston.
- Brüderl J., (2005). **“Panel Data Analysis”**, University of Mannheim.
- Carbo – Valverde S., Rodriquez- Fernadez F. and Udell G., (2006). **“Bank market power and SME financing constraints”**.

- Carlson M. and Perli R., (2003). **“Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002”**, Federal Reserve Bulletin, Vol. 89, No 6, June 2003, pp. 243-70.
- Casolaro L., Gambacorta L. Guiso L., (2005). **“Regulation, Formal and informal enforcement and development of household loan market. Lessons from Italy”**, The Economics of Consumer Credit.
- Dermiguc – Kunt A. and Huizinga H. (2000). **“Financial Structure and Bank Profitability”**, Policy Research Working Paper 2430, The World Bank Development Research Group.
- Gupta P., (2003). **“Determinants of Bank Lending & the Effects of Monetary Policy on Bank Lending in Developing Countries”**.
- Klapper L., Sarria – Allende V. and Sulla V., (2002). **“Small –and Medium-Size Enterprises Financing in Eastern Europe”**, World Bank Policy Research Working Paper 2933.
- Lindgren C., Garcia G. and Saal M.I., (1996). **“Bank soundness and Macroeconomic Policy”**, International Monetary Fund.
- Magri S., (2007), **“The Financing of small innovative firms: The Italian case”**, Working Papers, Banca d’ Italia.
- Mishkin F. S., (2001). **“The Economics of Money, Banking and Financial Markets”**, Addison Wesley Higher Education.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S., **“Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”** (July 1984). NBER Working Paper Series, Vol. w1396, pp. -, 1984

- Nieto F., (2007). **“The Determinants of Household Credit in Spain”**, Working Paper Series No 0716, Banco de Espana.
- Park K. H. and Weber W.L. (2006). **“Profitability of Korean banks: Test of market structure versus efficient structure”**, Journal of Economic and Business, Vol. 58, No 3, p.p. 222-239.
- Stiroh K.J., (2004). **“Diversification in Banking is Noninterest Income the Answer?”**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 36, No 5.
- Vennet R. (2002). **“Cost and Profit Efficiency of Financial Conglomerates and Universal Banks”**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 34, No. 1, pp. 254-82.
- Volz U., (2004). **“European financial integration and the financing of local businesses in the new EU member states”**, Working Paper No 89, European Bank for Reconstruction and Development.
- **Annual Report 2004**, European Central Bank.
- Clarke, J. and K. Shastri, 2001. **“On information asymmetry metrics”**, Working Paper, University of Pittsburgh.
- Chang, J. J., T. Khanna and K. Palepu (2000). **“Analyst Activity Around the World”**, Harvard Business School Strategy Working Paper # 01-161, January.
- Barron, O.E., Oliver K., Steve C.L. and Douglas E.S. (1998). **“Using Analysts’ Forecasts to Measure Properties of Analysts’ Information Environment”**, *The Accounting Review*, 73(4), pp. 421-433.

## Sites

- [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- [www.oecd.com](http://www.oecd.com)
- DataStream

## 7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Dependent Variable: DISP?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 07/29/08 Time: 15:58  
 Sample (adjusted): 1996 2005  
 Included observations: 10 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 161

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.036986	0.263110	7.741962	0.0000
NON?	-0.286990	0.325487	-0.881724	0.3795
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.470741			
_BELG--C	-1.549461			
_CZEC--C	10.86453			
_DENM--C	-0.946912			
_FINL--C	-0.369278			
_FRANC--C	-0.782573			
_GERM--C	-0.974875			
_IREL--C	-1.705967			
_ITAL--C	-1.356865			
_KOREA--C	5.245500			
_NETH--C	-1.276715			
_NORW--C	-0.627198			
_POLA--C	-0.056047			
_SPAI--C	-1.595135			
_SWED--C	-1.170380			
_SWITH--C	-1.210832			
_US--C	-1.845909			
Fixed Effects (Period)				
1996--C	-0.190560			
1997--C	-0.852581			
1998--C	-0.147107			
1999--C	2.098981			
2000--C	1.270310			
2001--C	0.104235			
2002--C	0.013167			

2003--C	-0.598794
2004--C	-0.818140
2005--C	-0.879512

---

Effects Specification

---

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

---

R-squared	0.580027	Mean dependent var	1.942037
Adjusted R-squared	0.498540	S.D. dependent var	4.301517
S.E. of regression	3.046069	Akaike info criterion	5.217420
Sum squared resid	1243.324	Schwarz criterion	5.734177
Log likelihood	-393.0023	F-statistic	7.118014
Durbin-Watson stat	1.138603	Prob(F-statistic)	0.000000

---

Dependent Variable: DISP?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/13/08 Time: 17:14

Sample (adjusted): 1997 2005

Included observations: 9 after adjustments

Cross-sections included: 17

Total pool (unbalanced) observations: 144

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.016276	0.280219	3.626720	0.0004
DISP?(-1)	0.489209	0.081133	6.029732	0.0000
NNON?(-1)	-0.566844	0.202428	-2.800232	0.0060
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.160002			
_BELG--C	-0.789244			
_CZEC--C	5.768206			
_DENM--C	-0.555963			
_FINL--C	-1.648968			
_FRANC--C	-0.403738			
_GERM--C	-0.438251			
_IREL--C	-0.870312			
_ITAL--C	-0.689057			
_KOREA--C	2.943438			
_NETH--C	-0.574375			
_NORW--C	-0.478130			
_POLA--C	-0.011891			

---

_SPAI--C	-0.795987
_SWED--C	-0.627747
_SWITH--C	-0.641100
_US--C	-0.976604
Fixed Effects (Period)	
1997--C	-0.353989
1998--C	0.457756
1999--C	1.803662
2000--C	0.595233
2001--C	-0.609090
2002--C	-0.106110
2003--C	-0.687545
2004--C	-0.562870
2005--C	-0.537047

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.701488	Mean dependent var	2.009194
Adjusted R-squared	0.635152	S.D. dependent var	4.496887
S.E. of regression	2.716240	Akaike info criterion	5.003735
Sum squared resid	863.2213	Schwarz criterion	5.560575
Log likelihood	-333.2689	F-statistic	10.57476
Durbin-Watson stat	1.784936	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DISP?  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 07/29/08 Time: 15:59  
Sample (adjusted): 1996 2005  
Included observations: 10 after adjustments  
Cross-sections included: 17  
Total pool (unbalanced) observations: 161

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.236433	0.254824	8.776390	0.0000
NON?(-1)	-0.913020	0.315856	-2.890618	0.0045
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.380839			
_BELG--C	-1.508464			
_CZEC--C	11.10578			



_DENM--C	-0.913889
_FINL--C	-0.330518
_FRANC--C	-0.635926
_GERM--C	-1.000549
_IREL--C	-1.682854
_ITAL--C	-1.371812
_KOREA--C	4.445579
_NETH--C	-1.226638
_NORW--C	-0.666987
_POLA--C	-0.032031
_SPAI--C	-1.611045
_SWED--C	-1.071004
_SWITH--C	-1.026342
_US--C	-1.808756
Fixed Effects (Period)	
1996--C	-0.193772
1997--C	-0.834532
1998--C	0.023265
1999--C	1.599139
2000--C	1.302861
2001--C	0.191453
2002--C	0.086963
2003--C	-0.563419
2004--C	-0.781372
2005--C	-0.830587

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)  
Period fixed (dummy variables)

---



---

R-squared	0.602384	Mean dependent var	1.942037
Adjusted R-squared	0.525235	S.D. dependent var	4.301517
S.E. of regression	2.963882	Akaike info criterion	5.162716
Sum squared resid	1177.136	Schwarz criterion	5.679473
Log likelihood	-388.5986	F-statistic	7.808034
Durbin-Watson stat	1.110559	Prob(F-statistic)	0.000000

---



---

Dependent Variable: DISP?  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 07/29/08 Time: 16:00

Sample (adjusted): 1997 2005  
 Included observations: 9 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 144

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.344133	0.301213	4.462403	0.0000
DISP?(-1)	0.444638	0.081241	5.473103	0.0000
NON?(-1)	-0.752224	0.295126	-2.548824	0.0121
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.071424			
_BELG--C	-0.804114			
_CZEC--C	6.594657			
_DENM--C	-0.557860			
_FINL--C	-1.568882			
_FRANC--C	-0.264774			
_GERM--C	-0.503036			
_IREL--C	-0.920619			
_ITAL--C	-0.762698			
_KOREA--C	2.145203			
_NETH--C	-0.573579			
_NORW--C	-0.551139			
_POLA--C	0.022217			
_SPAI--C	-0.884387			
_SWED--C	-0.557951			
_SWITH--C	-0.474637			
_US--C	-1.013825			
Fixed Effects (Period)				
1997--C	-0.357580			
1998--C	0.433433			
1999--C	1.713755			
2000--C	0.398948			
2001--C	-0.482501			
2002--C	-0.014905			
2003--C	-0.623406			
2004--C	-0.545460			
2005--C	-0.522285			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.698237	Mean dependent var	2.009194
Adjusted R-squared	0.631179	S.D. dependent var	4.496887
S.E. of regression	2.730989	Akaike info criterion	5.014565

Sum squared resid	872.6213	Schwarz criterion	5.571405
Log likelihood	-334.0487	F-statistic	10.41237
Durbin-Watson stat	1.702246	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DISP?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 07/29/08 Time: 16:01  
 Sample (adjusted): 1996 2005  
 Included observations: 10 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 161

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.749996	0.324142	5.398849	0.0000
INT?	0.286990	0.325487	0.881724	0.3795
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.470741			
_BELG--C	-1.549461			
_CZEC--C	10.86453			
_DENM--C	-0.946912			
_FINL--C	-0.369278			
_FRANC--C	-0.782573			
_GERM--C	-0.974875			
_IREL--C	-1.705967			
_ITAL--C	-1.356865			
_KOREA--C	5.245500			
_NETH--C	-1.276715			
_NORW--C	-0.627198			
_POLA--C	-0.056047			
_SPAI--C	-1.595135			
_SWED--C	-1.170380			
_SWITH--C	-1.210832			
_US--C	-1.845909			
Fixed Effects (Period)				
1996--C	-0.190560			
1997--C	-0.852581			
1998--C	-0.147107			
1999--C	2.098981			
2000--C	1.270310			
2001--C	0.104235			
2002--C	0.013167			
2003--C	-0.598794			
2004--C	-0.818140			
2005--C	-0.879512			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.580027	Mean dependent var	1.942037
Adjusted R-squared	0.498540	S.D. dependent var	4.301517
S.E. of regression	3.046069	Akaike info criterion	5.217420
Sum squared resid	1243.324	Schwarz criterion	5.734177
Log likelihood	-393.0023	F-statistic	7.118014
Durbin-Watson stat	1.138603	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DISP?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 07/29/08 Time: 16:02  
 Sample (adjusted): 1996 2005  
 Included observations: 10 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 161

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.323413	0.316802	4.177414	0.0001
INT?(-1)	0.913020	0.315856	2.890618	0.0045
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.380839			
_BELG--C	-1.508464			
_CZEC--C	11.10578			
_DENM--C	-0.913889			
_FINL--C	-0.330518			
_FRANC--C	-0.635926			
_GERM--C	-1.000549			
_IREL--C	-1.682854			
_ITAL--C	-1.371812			
_KOREA--C	4.445579			
_NETH--C	-1.226638			
_NORW--C	-0.666987			
_POLA--C	-0.032031			
_SPAI--C	-1.611045			
_SWED--C	-1.071004			
_SWITH--C	-1.026342			
_US--C	-1.808756			

Fixed Effects (Period)	
1996--C	-0.193772
1997--C	-0.834532
1998--C	0.023265
1999--C	1.599139
2000--C	1.302861
2001--C	0.191453
2002--C	0.086963
2003--C	-0.563419
2004--C	-0.781372
2005--C	-0.830587

---

Effects Specification

---

Cross-section fixed (dummy variables)  
 Period fixed (dummy variables)

---

R-squared	0.602384	Mean dependent var	1.942037
Adjusted R-squared	0.525235	S.D. dependent var	4.301517
S.E. of regression	2.963882	Akaike info criterion	5.162716
Sum squared resid	1177.136	Schwarz criterion	5.679473
Log likelihood	-388.5986	F-statistic	7.808034
Durbin-Watson stat	1.110559	Prob(F-statistic)	0.000000

---

Dependent Variable: DISP?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 07/29/08 Time: 16:03  
 Sample (adjusted): 1997 2005  
 Included observations: 9 after adjustments  
 Cross-sections included: 17  
 Total pool (unbalanced) observations: 144

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.591908	0.337606	1.753250	0.0822
INT?(-1)	0.752224	0.295126	2.548824	0.0121
DISP?(-1)	0.444638	0.081241	5.473103	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_AUST--C	-0.071424			
_BELG--C	-0.804114			
_CZEC--C	6.594657			
_DENM--C	-0.557860			

_FINL--C	-1.568882
_FRANC--C	-0.264774
_GERM--C	-0.503036
_IREL--C	-0.920619
_ITAL--C	-0.762698
_KOREA--C	2.145203
_NETH--C	-0.573579
_NORW--C	-0.551139
_POLA--C	0.022217
_SPAI--C	-0.884387
_SWED--C	-0.557951
_SWITH--C	-0.474637
_US--C	-1.013825
Fixed Effects (Period)	
1997--C	-0.357580
1998--C	0.433433
1999--C	1.713755
2000--C	0.398948
2001--C	-0.482501
2002--C	-0.014905
2003--C	-0.623406
2004--C	-0.545460
2005--C	-0.522285

---

Effects Specification

---

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

---

R-squared	0.698237	Mean dependent var	2.009194
Adjusted R-squared	0.631179	S.D. dependent var	4.496887
S.E. of regression	2.730989	Akaike info criterion	5.014565
Sum squared resid	872.6213	Schwarz criterion	5.571405
Log likelihood	-334.0487	F-statistic	10.41237
Durbin-Watson stat	1.702246	Prob(F-statistic)	0.000000

---