

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΟΥΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΣΤΗΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ: ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2010

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΛΕΟΝΑΡΔΟΣ ΠΟΥΛΑΚΗΣ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ: 0831

ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ: ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΛΥΤΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΙΜΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ
ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΓΓΕΛΟΣ ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΜΑΛΛΙΑΡΟΠΟΥΛΟΣ, ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα έρευνα γίνεται προσπάθεια να εντοπιστεί και να εξηγηθεί, η οικονομετρική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας ή του κινδύνου που χαρακτηρίζει έναν χρηματοοικονομικό αναλυτή και των εμφανών τραπεζικών στοιχείων που χρησιμοποιεί ο αναλυτής για τις προβλέψεις του. Σαν μέτρο αβεβαιότητας θα ορίσουμε την τυπική απόκλιση των προβλέψεων για τα κέρδη ανα μετοχή με ορίζοντα ενός έτους και αυτή η τυπική απόκλιση αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματός μας. Τα εμφανή τραπεζικά χαρακτηριστικά αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος και περιγράφονται από αριθμοδείκτες οι οποίοι μας δίνουν μια εικόνα για διάφορες παραμέτρους του ισολογισμού μιας τράπεζας, όπως είναι η κεφαλαιουχική επάρκεια, η ποιότητα του ενεργητικού της, ο ρυθμός αύξησης των περιουσιακών της στοιχείων, η αποτελεσματικότητα της διοίκησής της, η κερδοφορία της, η ρευστότητά της.

Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων I/B/E/S και Bankscore σε δείγμα 56 εμπορικών τραπεζών από 21 χώρες και τα αποτελέσματα δικαίωσαν την αίσθηση της αβεβαιότητας που είχαμε από την αρχή. Είναι λοιπόν σαφές ότι στους δείκτες που περιγράφουν τα χαρακτηριστικά των τραπεζών εντοπίζουμε αμφισημία. Αυτό σημαίνει πως δεν υπάρχουν μονοσήμαντες απαντήσεις για την πορεία της μετοχής μιας τράπεζας από το αποτέλεσμα ενός δείκτη. Η πολυπλοκότητα του τραπεζικού συστήματος αλλά και του οικονομικού συστήματος δεν επιτρέπουν τις απόλυτες απαντήσεις και καθιστούν τις προβλέψεις επίφοβες.

Στην έρευνα αναλύεται πώς λειτουργούν οι τράπεζες στα πλαίσια ενός πολύπλοκου οικονομικού συστήματος, αλλά και νομοθετικού συστήματος. Παρατηρούνται φαινόμενα τραπεζικής αδιαφάνειας και δημιουργικής λογιστικής των στοιχείων, κάτι που δικαιολογεί και την αμφισημία των δεικτών. Ταυτόχρονα αναλύεται ο τρόπος με τον οποίο γίνονται οι προβλέψεις των αναλυτών. Ποια είναι τα χαρακτηριστικά που τους επηρεάζουν περισσότερο, πως η ασυμμετρία πληροφόρησης επιδρά στην αποτελεσματικότητα των αναλύσεών τους, αλλά και τι ρόλο παίζουν οι λογικές και μη μεροληψίες τους στην απόδοση αντικειμενικών προβλέψεων.

Αυτό το παιχνίδι των προβλέψεων είναι μια διελκυστίνδα όπου η αβεβαιότητα στην πρόβλεψη έχει 2 πηγές. Από την μια είναι η τραπεζική αδιαφάνεια και ο διττός τρόπος εξήγησης των αριθμοδεικτών μιας τράπεζας και από την άλλη είναι οι μεροληψίες των αναλυτών και η ασυμμετρία πληροφόρησης που προκαλούν αβεβαιότητα.

Λέξεις κλειδιά-προβλέψεις αναλυτών, ασυμμετρία πληροφόρησης, συναίνεση αναλυτών(consensus), τραπεζική αδιαφάνεια, αριθμοδείκτες τραπεζών

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	5
1.1 Οικονομική ανάλυση του χρηματοοικονομικού συστήματος και της τραπεζικής νομοθεσίας.....	5
1.2 Η χρησιμότητα και λειτουργία των τραπεζικών διαμεσολαβητών.....	10
1.3 Η αξία μιας τράπεζας.....	14
1.4 Οικονομικό περιβάλλον και χρηματοοικονομική ανάπτυξη.....	16
1.5 Πώς δημιουργούν οι τράπεζες χρήμα σήμερα-μη επιτοκιακό εισόδημα.....	18
1.6 Η ποικιλία των τραπεζικών στρατηγικών.....	21
1.7 Πληροφορία, έλεγχος και προβλήματα.....	24
3. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ-ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΡΟΛΗΨΙΕΣ.....	30
2.1 Δραστηριότητα αναλυτών	30
2.2 Συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των αναλυτών.....	33
2.2.1 Ακολουθώντας τον ηγέτη.....	33
2.2.2 Μεροληψίες.....	36
2.3 Ασυμμετρία πληροφόρησης.....	41
2.3.2 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και ασυμμετρία πληροφόρησης.....	41
2.3.3 Πληροφορία και διασπορά αναλύσεων.....	44
2.3.4 Πληροφόρηση και ισορροπία στην αγορά αξιογράφων.....	47
2.3.5 Ασυμμετρία πληροφόρησης κ κεφαλαιακή διάρθρωση.....	48
2.4 Τελικά επηρεάζουν οι αναλύσεις την τιμή μιας μετοχής;.....	51
2.4.1 Η τάση της τιμής μετά την ανακοίνωση των προβλέψεων κερδοφορίας.....	52
2.4.2 Η απελευθέρωση της πληροφορίας και η επιρροή της στην τιμή και στον όγκο συναλλαγών.....	54

4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ.....	55
3.1 Δεδομένα.....	56
3.2 Εκτιμώμενη εξίσωση και αναμενόμενα αποτελέσματα.....	58
3.3 Οικονομετρική τεχνική.....	62
3.4 Αποτελέσματα-Στατιστικοί έλεγχοι.....	63
3.5 Συμπεράσματα-Οικονομική λογική.....	64
5. ΣΥΝΟΨΗ.....	70
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.....	71
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2.....	72
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3.....	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφονται η λειτουργία και οι βασικές δραστηριότητες ενός τραπεζικού συστήματος σε αδρές γραμμές. Δίνεται μια εικόνα για τον ρόλο που διαδραματίζουν οι τράπεζες μέσα στο οικονομικό σύστημα και στο πλέγμα των οικονομικών σχέσεων. Δίνεται έμφαση στην οικονομική ανάλυση του χρηματοοικονομικού συστήματος και της τραπεζικής νομοθεσίας, στις τραπεζικές δραστηριότητες και ιδιαιτερότητες, στο τι ακριβώς οι τράπεζες κανουν και με πιο τρόπο διαμεσολαβούν, στις γενικότερες τραπεζικές στρατηγικές, στα προβλήματα πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν, στην επιρροή των οικονομικών συνθηκών στην ανάπτυξη και επεκτασή τους αλλά και στον τρόπο αποτίμησής τους.

Κύριος σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι, μέσω της κατανόησης του τρόπου λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, να καταστήσει σαφείς τις γενικότερες συνθήκες τόσο του οικονομικού περιβάλλοντος όσο και της τραπεζικής λειτουργίας που λαμβάνουν υπόψιν τους οι αναλυτές κατά την ανακοίνωση των προβλέψεών τους.

1.1 Οικονομική ανάλυση του χρηματοοικονομικού συστήματος και της τραπεζικής νομοθεσίας

Ξεκινώντας την οικονομική ανάλυση του χρηματοοικονομικού συστήματος, θα πρέπει να

οριοθετήσουμε τον βασικό του στόχο. Ένα τέτοιο σύστημα λοιπον επιδιώκει την

δημιουργία ενός καναλιού χρήματος το οποίο μεταφέρει πόρους από τους αποταμιευτές σε αυτούς που ενδιαφέρονται να κάνουν παραγωγικές επενδύσεις.

Στην ελεύθερη αγορά υπάρχουν διάφορες μορφές χρηματοδότησης (έκδοση ομολογιών, αύξηση μητρώου κεφαλαίου, κρατική επιχορήγηση). Έχει αποδειχθεί όμως ότι ο σημαντικότερος φορέας δανεισμού είναι οι τράπεζες, ειδικά στις αναπτυσσόμενες χώρες. Στις ΗΠΑ τα ποσοστά χρηματοδότησης διαμορφώνονται ως εξής. Το 61,9% αποτελούν τα τραπεζικά δάνεια, το 29,8% χρηματοδότηση από την αγορά ομολόγων, το 2,1% από μετοχές και το 6,2% από άλλες πηγές (πηγή: Colin Mayer-Financial systems, Corporate finance and Economic Development-University of Chicago Press 1990) Γιατί όμως οι τράπεζες καταλαμβάνουν την μερίδα του λέωντος έναντι άλλων μορφών χρηματοδότησης; Ο βασικός λόγος είναι ότι μπορούν να ελέγξουν καλύτερα τα κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης που επηρεάζουν σημαντικά το σύστημα.

Τα κόστη συναλλαγών δημιουργούν σοβαρά προβλήματα στους επενδυτές. Οι τράπεζες εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακος λόγω της μεγάλης συγκέντρωσης χρήματος εκμηδενίζουν αυτά τα κόστη ενώ επιτυγχάνουν και αποδοτική διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων μειώνοντας το ρίσκο των επενδυτών.

Τα κόστη πληροφόρησης είναι πιο δύσκολο να ελεγχθούν και καταλήγουν σε προβλήματα. Ένα βασικό πρόβλημα προκαλείται πριν την συναλλαγή και έχει να κάνει με την δυσμενή (λανθασμένη) επιλογή του δανειζόμενου, από την τράπεζα του οποίου η ποιότητα δεν είναι πάντα εύκολο να ελεγχθεί. Ένα δεύτερο πρόβλημα προκαλείται μετά την συναλλαγή και ονομάζεται ηθικός κίνδυνος. Σε αυτή την περίπτωση το πρόβλημα έγγειται στις πιθανόν επικίνδυνες αποφάσεις που λαμβάνει ο δανειζόμενος μετά την χρήση του δανείου.

Η δυσμενής επιλογή οδηγεί πολλές φορές και στο γνωστό ως πρόβλημα των λεμονιών (lemons problem-Akerlof). Σε αυτήν την περίπτωση ένας αγοραστής (σε μια αγορά μετοχών ή ομολόγων) πληρώνει την τιμή μεσαίας ποιότητας προϊόντων και έτσι παίρνει μόνο χαμηλής ποιότητας αξιόγραφα που είναι υπερτιμημένα. Η δυσμενής επιλογή προκαλεί και free-riding. Έτσι εξηγείται και το πολύ αυστηρό πλαίσιο που εφαρμόζεται στις κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές.

Η διαμεσολάβηση των τραπεζών κρίνεται απαραίτητη για την αντιμετώπιση της δυσμενούς επιλογής. Η τράπεζα σαν διαμεσολαβητής προσφέρει μη διαπραγματεύσιμα, σε άλλες αγορές, δάνεια και αυτό αποτελεί στοιχείο κομβικής σημασίας. Επειδή λοιπόν είναι μη διαπραγματεύσιμοι τίτλοι, οι τράπεζες παίζουν σημαντικότερο ρόλο στην μετακίνηση κεφαλαίων απ' ό,τι η αγορά αξιολογίων. Στις

αναπτυσσόμενες χώρες όπου η πρόσβαση σε στοιχεία είναι δυσκολότερη τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν ακόμα σημαντικότερο ρόλο. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε και την σημασία της υποθήκης που αποτελεί βασικό στοιχείο για ένα καλής ποιότητας δανειακό χαρτοφυλάκιο.

Ο ηθικός κίνδυνος είναι ένα πρόβλημα που προκαλείται μετά την συναλλαγή. Έχει την βάση του στην σύγκρουση συμφερόντων που παρουσιάζεται πολλές φορές μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών των μεγάλων εταιριών. Η πλήρης πληροφόρηση λύνει εν μέρει το πρόβλημα. Επιτυγχάνεται μέσω του ελέγχου των κινήσεων των managers, κάτι που είναι όμως εξαιρετικά κοστοβόρο (monitoring). Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα βάζουν μια σειρά περιορισμών στην συμπεριφορά του δανειστή (όπως π.χ. θετική διαφορά μεταξύ στοιχείων ενεργητικού και παθητικού στους ισολογισμούς των εταιριών).

Έχουν τον τρόπο να ελέγξουν καλύτερα τις συμπεριφορές του δανειστή τους, ενώ τα μη διαπραγματευσιμα δάνεια που εκδίδουν αντιμετωπίζουν και το πρόβλημα του free-riding.

Ποια είναι όμως η επίδραση των επιδόσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος στην οικονομική ανάπτυξη;

Ένα μη ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα έχει αποδειχθεί ότι οδηγεί σε χαμηλή ανάπτυξη. Σε αυτή την περίπτωση η δυσμενής επιλογή και ο ηθικός κίνδυνος γιγαντώνονται. Σε ένα περιβάλλον με φτωχό θεσμικό πλαίσιο, αδύναμα λογιστικά πρότυπα και κρατικοποιήσεις τραπεζών, παρατηρείται χαμηλή ανάπτυξη.

Η οικονομική ανάπτυξη στρεβλώνεται ακόμα περισσότερο σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Θέλοντας να δώσουμε έναν ορισμό της χρηματοοικονομικής κρίσης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι η περίοδος κατά την οποία έχουμε κατακόρυφη πτώση της αξίας των ακινήτων και πτωχεύσεις τραπεζών.

Τέσσερις παράγοντες προκαλούν τέτοιες κρίσεις. Η μεγάλη αύξηση των επιτοκίων, η αύξηση της αβεβαιότητας, η πτώση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού στους ισολογισμούς των εταιριών και η χειροτέρευση των τραπεζικών ισολογισμών. Αυτές οι συνθήκες μπορούν να προκαλέσουν δυσμενή επιλογή και ηθικό κίνδυνο που επηρεάζει με την σειρά του την οικονομική δραστηριότητα, μπορεί να οδηγήσουν σε τραπεζικό πανικό και να καταλήξουν στον φαύλο κύκλο του αντιπληθωρισμού.

Οι τράπεζες βλέποντας ότι οι εταιρίες έχουν μεγάλη πτώση στα στοιχεία του ισολογισμού τους, αρνούνται να τις δανείσουν και μειώνεται η οικονομική δραστηριότητα. Η μεγάλη αύξηση των επιτοκίων επίσης μπορεί να προκαλέσει μεγάλο

έλλειμμα στον ισολογισμό των εταιριών λόγω μεγάλων συναλλαγματικών διακυμάνσεων. Και σε αυτή την περίπτωση οι τράπεζες για να μειώσουν την έκθεση τους σε τέτοιες στρεβλώσεις αρνούνται τον δανεισμό. Εν κατακλείδι χρηματοοικονομικές κρίσεις συνοδεύονται από κατακόρυφη αύξηση της ανεργίας και της φτώχειας.

Ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο ρόλος της νομοθεσίας στα τραπεζικά συστήματα.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα διέπεται από ένα πολύ αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και ιδιαίτερα τα τραπεζικά ιδρύματα. Η αποφυγή προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης όπως η δυσμενής επιλογή και ο ηθικός κίνδυνος οδήγησαν κατά βάση στην δημιουργία αυτού του τραπεζικού κανονιστικού πλαισίου.

Βασικός λόγος της διαμόρφωσης κανονισμών είναι η αποφυγή τραπεζικών πανικών, η αποφυγή φαινομένων μόλυνσης τοξικών προϊόντων(contagion), η δυνατότητα παρακολούθησης του ρίσκου που αναλαμβάνεται αλλά και της ποιότητας των στοιχείων του τραπεζικού ισολογισμού, κάτι που καθιστά και πιο πρόθυμους τους καταθέτες να αποταμιεύσουν τα χρήματά τους. Στα πλαίσια αυτών των πεδίων οι εποπτικές αρχές θεσπίζουν κανονισμούς, όπως η ασφάλεια καταθέσεων (deposit insurance), η χρήση της κεντρικής τράπεζας σαν δανειστή της τελευταίας στιγμής αλλά και η απευθείας κυβερνητική χρηματοδότηση στα προβληματικά ιδρύματα, προς αποφυγή φαινομένων ντόμινο.

Το εκτεταμένο δείκτη ασφαλείας από πλευράς κράτους όμως μπορεί να οδηγήσει σε φαινόμενα ηθικού κινδύνου αφού πιθανόν κάποιες μεγάλες τράπεζες εκμεταλλευόμενες αυτή την προστασία να εκτεθούν σε μεγάλους κινδύνους και να αποτύχουν. Φυσικά και με την απουσία τέτοιων κανονισμών οι τράπεζες μπορεί να αναλάβουν επικίνδυνα projects, εκμεταλλευόμενοι την άγνοια των καταθετών τους. Γι αυτό και οι εποπτικές αρχές επιμένουν πλέον σε ζητήματα μόχλευσης, κεφαλαιακής επάρκειας αλλά και των εκτός ισολογισμού εμπορικών κινήσεων (π.χ. αγορά παραγώγων προϊόντων) των τραπεζών με σκοπό τον καλύτερο προσδιορισμό του ρίσκου.

Συγκεκριμένα τα πεδία όπου εστιάζεται η εποπτεία είναι η κεφαλαιακή επάρκεια, η ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού, η εταιρική διοίκηση, τα κέρδη, η ρευστότητα και η ευαισθησία στον κίνδυνο της αγοράς. Η ραγδαία ανάπτυξη όμως του χρηματοοικονομικού συστήματος και των δευτερογενών αγορών τα τελευταία χρόνια καθιστά την έκθεση στον κίνδυνο ακόμα πιο απρόβλεπτη και μεγαλύτερη. Έτσι η επιβολή ορίων στην ανάληψη ρίσκου, η παρακολούθηση και ο έλεγχος μορφών

ρίσκου(πχ interest rate-risk) αλλά και η στάθμιση στοιχείων του ενεργητικού ανάλογα με το ρίσκο, έρχονται στο προσκήνιο.

Η καθιέρωση άλλωστε κοινών λογιστικών προτύπων, έχει σαν κύριο σκοπό την προώθηση πληροφοριών για την έκθεση στον κίνδυνο κάθε στιγμή.

Άλλες μορφές κανονιστικού πλαισίου, έχουν να κάνουν με την προστασία του καταναλωτή αλλά και με τους περιορισμούς στον ανταγωνισμό. Ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων, προκαλεί ανάληψη πιο επικίνδυνων επενδύσεων που μπορούσαν να καταλήξουν σε κρίση. Έτσι άρχισε το πλαίσιο να γίνεται πιο αυστηρό (π.χ διαχωρισμός επενδυτικών-εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ). Βασικό πρόβλημα όμως σε αυτή την προσπάθεια είναι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος και η δυνατότητα μετακίνησης των τραπεζών από την μια χώρα στην άλλη. Αυτό έρχεται να λύσει η συνθήκη της Βασιλείας(1988) μέσω της δημιουργίας ενός ομοιόμορφου μωσαικού ρυθμίσεων.

Υπήρξαν όμως και διάφορες διακυμάνσεις ιστορικά που έδειξαν ότι πολλές φορές τα κανονιστικά πλαίσια δεν επιτυγχάνουν τους σκοπούς τους. Έτσι ενώ από το 1933 μέχρι το 1980 στις ΗΠΑ ο κλάδος των τραπεζών είχε μια αξιοσημείωτη ανάπτυξη, την δεκαετία του 80 παρουσίασε πολύ φτωχές επιδόσεις. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μέσω των δευτερογενών αγορών, ανάγκασε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους. Ταυτόχρονα η απορρύθμιση του θεσμικού πλαισίου και η υψηλή ασφάλεια καταθέσεων(αυτή την φορά λειτούργησε αρνητικά) προκάλεσαν δυσμενή επιλογή και ηθικό κίνδυνο και έτσι παρατηρήθηκαν σημαντικές ζημιές στις αμερικάνικες τράπεζες.

Μετά λοιπόν από την κρίση της δεκαετίας του 1980 άρχισε να δημιουργείται ο σύγχρονος πυλώνας του κανονιστικού πλαισίου ο οποίος υποστηρίζει χαμηλότερα όρια ασφάλειας καταθέσεων, εγκατάλειψη της πολιτικής πολυ μεγαλη-για να αποτύχει(to-big-to-fail), ασφαλιστικά premiums βασισμένα στο αναλαμβανόμενο ρίσκο,ενοποίηση ρυθμίσεων και λογιστικές αξίες αγοράς για τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας.

1.2 Η Χρησιμότητα και λειτουργία των τραπεζικών διαμεσολαβητών

Η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση που επιτυγχάνεται μέσω των τραπεζικών ιδρυμάτων, είναι ζωτική για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Η βασική λειτουργία που επιτελούν οι τράπεζες έγγυται στην μεταφορά κεφαλαίων, από αυτούς που έχουν πλεόνασμα(καταθέτες) σε αυτούς που έχουν έλλειμμα (δανειζόμενοι).

Οι τράπεζες προσφέρουν μια έμμεσης μορφής χρηματοδότηση. Οι αγορές χρηματος προσφέρουν μια άμεση μορφής χρηματοδότηση. Υπάρχουν όμως εμπόδια σε αυτή την μορφή χρηματοδότησης. Είναι δύσκολο και κοστοβόρο να ταιριάξουν οι σύνθετες και πολλές φορές ασυμβίβαστες ανάγκες δανειστών και δανειζομένων.

Οι δανειστές επιδιώκουν κυρίως την ελαχιστοποίηση του κινδύνου και του κόστους, και στην αύξηση της ρευστότητας επιδιώκοντας μικρής διάρκειας προϊόντα. Αντίθετα οι δανειζόμενοι προτιμούν μεγαλύτερης διάρκειας προϊόντα, πάντα διαθέσιμα και με όσο το δυνατόν μικρότερο κόστος.

Τα βασικά μειονεκτήματα της απευθείας χρηματοδότησης είναι τα συναλλακτικά κόστη και η ασυμμετρία πληροφόρησης. Αυτές οι περιπτώσεις αποτελούν ατέλειες των αγορών όπου τα τραπεζικά ιδρύματα μέσω της διαμεσολάβησης καλούνται να επιλύσουν.

Οι κύριοι ρόλοι που αναλαμβάνουν οι τράπεζες είναι ο μετασχηματισμός του μεγέθους των προϊόντων, της διάρκειας ως τη λήξη(για την επίτευξη καλύτερης ρευστότητας) και του κινδύνου.

Για την αντιμετώπιση του κόστους συναλλαγών οι τράπεζες εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας που απολαμβάνουν εξαιτίας συγκέντρωσης μεγάλων ποσοτήτων χρήματος και αξιογράφων που μετά μπορούν να τα εκδώσουν στις δευτερογενείς αγορές με χαμηλότερο ρίσκο και επίτευξη διαφοροποίησης. Αυτό τους επιτρέπει να προσφέρουν και χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού. Τις οικονομίες κλίματος τις επιτυγχάνουν δημιουργώντας τυποποιημένα προϊόντα για τις ανάγκες κάθε πελάτη και εκπαιδεύοντας εξειδικευμένο προσωπικό για την παρακολούθησή τους.

Αλλά και στην αντιμετώπιση της ασύμμετρης πληροφόρησης ο ρόλος των τραπεζών είναι καταλυτικός. Η ασύμμετρη πληροφόρηση προκαλεί ποικίλα προβλήματα

Το πρώτο είναι η δυσμενής επιλογή όπου ο αγοραστής δεν γνωρίζει την ποιότητα του προϊόντος που ανταλλάσσεται. Μια λύση για αυτό το πρόβλημα είναι η παροχή

εγγύησης αλλά δεν αποτελεί πανάκεια. Στις χρηματαγορές το πρόβλημα εστιάζεται στην προσέλκυση λάθος τύπου επενδυτών. Στον τραπεζικό τομέα έχει επίπτωση στην τιμή του δανείου. Πάνω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο επιτοκίου μόνο οι πιο ριψοκίνδυνοι δανειζόμενοι θα πάρουν δάνεια με τον πιστωτικό κίνδυνο να μεγαλώνει σημαντικά.

Άλλο πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης είναι ο ηθικός κίνδυνος όπου οι δανειζόμενοι έχουν κίνητρο να συμπεριφερθούν διαφορετικά από τα συμφέροντα των δανειστών(π.χ. να αναλαμβάνουν πιο επικίνδυνες επενδύσεις). Παραδείγματα ηθικού κινδύνου στον τραπεζικό κλάδο, είναι η ασφάλεια καταθέσεων και ο δανειστής της τελευταίας στιγμής που είναι συνήθως η κεντρική τράπεζα. Για την αποφυγή αυτού του κινδύνου, χρειάζεται έλεγχος της συμπεριφοράς του δανειζομένου κάτι που είναι εξαιρετικά δύσκολο να επιτευχθεί από έναν ιδιώτη.

Μέσα σε κατάσταση ασυμμετρίας πληροφόρησης μπορεί να εμφανιστεί και το ζήτημα του free-riding κατά το οποίο επενδυτές που δεν έχουν πληρώσει για πληροφορίες, μπορούν να εκμεταλλεύονται την γνώση που παρέχουν αυτές οι πληροφορίες. Οι κυβερνήσεις μπορούν να παρέχουν πληροφορίες για τον διαχωρισμό των καλών από τις κακές ειδήσεις αλλά αυτό δεν είναι πάντα πολιτικά εύκολο. Τα τελευταία χρόνια πάντως οι τράπεζες έχουν υιοθετήσει μια πολιτική μακροχρόνιας σχέσης με τους πελάτες για να ελέγχουν καλύτερα τις συμπεριφορές τους και για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό.

Υπάρχουν πέντε θεωρίες οι οποίες εξηγούν το γιατί υπάρχει η τραπεζική διαμεσολάβηση.

Η πρώτη αναφέρει ότι οι τράπεζες κρίνονται ικανότερες στον έλεγχο-κυρίως του πιστωτικού κινδύνου- από ότι η ατομική δραστηριότητα. Σε αυτό τον τομέα οι τράπεζες έχουν σαφές πλεονέκτημα έναντι της απευθείας χρηματοδότησης κυρίως λόγω της επίτευξης διαφοροποίησης. Το ερώτημα εδώ είναι ποιός ελέγχει τις τράπεζες. Οι τράπεζες ακόμα είναι ικανότερες στην παραγωγή και επεξεργασία πληροφοριών, στην εξασφάλιση ρευστότητας(όσο περισσότερη διαφοροποίηση επιτυγχάνουν τόσο το καλύτερο), στην εξομάλυνση της κατανάλωσης στην ευρύτερη κλίμακα της οικονομίας.

Τέλος θέλοντας να εξετάσουμε τα οφέλη της διαμεσολάβησης θα πρέπει να διακρίνουμε τρεις κατηγορίες "ευεργεθέντων". Τους δανειστές, τους δανειζόμενους και την ευρύτερη κοινωνία.

Οι δανειστές επωφελούνται από την μεγαλύτερη ρευστότητα που επιτυγχάνεται, το λιγότερο ρίσκο που αναλαμβάνεται και την ύπαρξη διαπραγματεύσιμων αξιογράφων.

Ταυτόχρονα ευνοούνται από την μείωση του συναλλακτικού κόστους αλλά και από την απλοποίηση της δανειοδοτικής διαδικασίας, αφού υπάρχουν πολύ λιγότερες τράπεζες απ ότι δανειζόμενοι.

Οι δανειζόμενοι ευνοούνται από την ύπαρξη δανείων με μεγαλύτερη χρονική διάρκεια, σε μεγαλύτερα ποσά, με μικρότερο κόστος δανεισμού και διαθεσιμότητα όποτε είναι απαραίτητο. Ακόμα ευνοούνται από το χαμηλότερο συναλλακτικό κόστος. Η κοινωνία κερδίζει απο την καλύτερη χρήση των κεφαλαίων μέσα στην οικονομία, το υψηλότερο ποσό δανεισμού που διακινείται και την βελτίωση στην διαθεσιμότητα κεφαλαίων για υψηλότερου ρίσκου επενδύσεις εκκίνησης κεφαλαίου.

Οι τράπεζες, αντιλαμβανόμενες τον ιδιαίτερο ρόλο τους στην κοινωνία προδφέρουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων. Η περιγραφή των τραπεζικών δραστηριοτήτων είναι μια σύνθετη διαδικασία στον πολύπλοκο κόσμο που ζούμε.

Η κύρια δραστηριότητα των τραπεζών, όπως προαναφέρθηκε είναι η μεταφορά πόρων από αυτούς που έχουν πλεόνασμα σε αυτούς που έχουν έλλειμμα. Βασική πηγή χρηματοδότησης για τις τράπεζες είναι οι καταθέσεις οι οποίες με την σειρά τους επενδύονται σε δάνεια με μεγαλύτερο επιτόκιο(spread). Οι τράπεζες μπορούν να εκδίδουν ομόλογα και μετοχές αλλά κύρια πηγή χρηματοδότησης παραμένουν οι καταθέσεις.

Η λειτουργία τους στην οικονομία ως νομισματικά ιδρύματα είναι καταλυτική αφού μαζί με την κεντρική τράπεζα επηρεάζουν την κυκλοφορία χρήματος μέσω του μηχανισμού του πολλαπλασιαστή χρήματος. Γι αυτό εξάλλου και τα ιδρύματα που διαχειρίζονται καταθέσεις υπόκεινται σε πολύ αυστηρότερο νομοθετικό πλαίσιο από ότι τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Πλέον λόγω της παγκοσμιοποίησης του χρηματοοικονομικού συστήματος της τεχνολογικής προόδου και της απορρύθμισης των περιορισμών, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ολοκληρώθηκαν και επιτελούν ευρύτερες δραστηριότητες, όπως υπηρεσίες πληρωμών, καταθετικές και δανειοδοτικές λειτουργίες, επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, διαδικασίες ηλεκτρονικής τραπεζικής.

Συνεπώς οι τράπεζες παίζουν ζωτικό ρόλο και στην προώθηση των διαδικασιών πληρωμών κυρίως μεταξύ ιδιωτών και επιχειρήσεων. Εξυπηρετούν ένα ευρύ φάσμα πληρωμών της οικονομίας όπως η εξυπηρέτηση επιταγών, χρεωστικών και πιστωτικών καρτών, συναλλαγματικών κ.α.

Στον τομέα της δανειοδότησης οι τράπεζες προσφέρουν προγράμματα καταθέσεων όψεος και προθεσμιακών, δάνεια καταναλωτικής η στεγαστικής πίστης με

κυμαινόμενα ή σταθερά επιτόκια. Προσφέρουν ακόμα επενδυτικές συμβουλές και στρατηγικές πάνω σε αξιόγραφα, όπως επίσης ασφαλιστικές και συνταξιοδοτικές υπηρεσίες. Τέλος ακολουθώντας την εξέλιξη της τεχνολογίας προσφέρουν υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής σε ζητήματα πληρωμών μεταξύ ιδιωτών και επιχειρήσεων, σε επενδυτικά ζητήματα, σε θέματα συναλλάγματος και γενικότερα σε ευρύτατες τραπεζικές διεργασίες. Πάντως υπάρχει διχογνωμία στο κατά πόσο η ηλεκτρονική τραπεζική είναι μια κερδοφόρος διαδικασία για τις τράπεζες εξαιτίας κυρίως του πολύ υψηλού αρχικού κόστους και κόστους διαφήμισης.

Τα τελευταία 20 χρόνια παρατηρούνται γενικότερες τάσεις αλλαγής σε σχέση με την παραδοσιακή τραπεζική. Στο θεσμικό πλαίσιο παρατηρούνται τάσεις απορρύθμισης και πρόθεση φιλελευθεροποίησης του συστήματος και ανοίγματος των χρηματαγορών στον ανταγωνισμό.

Στόχος είναι η μεγαλύτερη κερδοφορία και ο εντεινόμενος ανταγωνισμός που απαιτούν καλύτερη λειτουργική αποτελεσματικότητα και τεχνολογική ολοκλήρωση από τις εταιρίες. Αυτή η θεσμική απορρύθμιση και η είσοδος της τεχνολογίας, διευκόλυνε τις συγχωνεύσεις στον χώρο, απελευθέρωσε τον ανταγωνισμό, δημιούργησε μια πιο ενιαία λειτουργία για κάθε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Σίγουρα όμως ένα τέτοιο απορρυθμισμένο σύστημα δημιουργεί και περισσότερους κινδύνους. Μην ξεχνάμε ότι τα παλαιότερα χρόνια η νομοθετική αυστηρότητα προέκυπτε με σκοπό την αποφυγή τραπεζικών κρίσεων. Η ένταση του ανταγωνισμού που προκαλεί η απορρύθμιση επαναφέρουν τον φόβο μιας τέτοιας κρίσης και έτσι αναζητούνται αντικειμενικοί τρόποι ελέγχου των ιδρυμάτων όπως η ικανοποίηση κριτηρίων κεφαλαιακής επάρκειας. (Βασιλεία)

Η ανάπτυξη της τεχνολογίας επέτρεψε μεγαλύτερη καινοτομία στο χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύσσοντας καινούρια εργαλεία τόσο σε επίπεδο διάρθρωσης συστήματος όσο και σε επίπεδο ανάπτυξης νέων διαδικασιών και προϊόντων. Η τεχνολογία αποτέλεσε μια καλή μέθοδο για την αντιμετώπιση της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Δημιουργήθηκαν όμως προϊόντα (π.χ. αγορά παραγώγων) τα οποία πολλές φορές εξέθεταν τις τράπεζες σε απρόβλεπτους κινδύνους και δημιουργούσαν κίνητρο στα ιδρύματα να κινούνται σε συναλλαγές εκτός ισολογισμού ή σε πρακτικές τιλοποιήσεων επισφαλών δανείων για να ξεφύγουν από την μέγγνη της κεφαλαιακής επάρκειας. Υπήρξε λοιπόν μια αύξηση των κινδύνων και μεγαλύτερη ανάγκη διαχείρισής τους, σε επίπεδο επένδυσης (γιατί πολλές τεχνολογίες απαξιώνονται γρήγορα), σε νομοθετικό επίπεδο, σε επίπεδο λειτουργικού κινδύνου

αλλά και συστηματικού αφού πλέον υπήρχε μεγαλύτερη σύνδεση των τραπεζών μεταξύ τους.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρούμε μια έντονα αυξητική τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο. Οι λόγοι για τους οποίους γίνεται μια εξαγορά ή συγχώνευση έχει να κάνει κυρίως με την εκμετάλλευση οικονομιών κλίματος και φάσματος, με την αντιμετώπιση αναποτελεσματοτήτων στο εσωτερικό της εταιρίας, με την άυξηση μεριδίου αγοράς, με την επίτευξη διαφοροποίησης. Σε αυτά τα πλαίσια εντάσσονται και οι διαδικασίες τραπεζικών κοινοπραξιών όπου πλέον ένα τραπεζικό ίδρυμα δεν προσφέρει μόνο μια υπηρεσία.

Μπορεί δηλαδή να προσφέρει και πιστωτικές και επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες. Πλεονεκτήματα αυτής της σύμπραξης είναι η μείωση του κόστους και η απομόνωση του ρίσκου. Μειονεκτήματα είναι η σύγκρουση συμφερόντων και η υπερσυγκέντρωση εξουσίας.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι και ο τραπεζικός κλάδος, όπως τόσοι άλλοι κλάδοι της οικονομίας, μπήκε σε μια διαδικασία παγκοσμιοποίησης αφού οι περιγραφόμενες παραπάνω αλλαγές διαχύθηκαν ευρύτατα.

1.3.Η Αξία Μιας Τράπεζας

Η καθαρή αξία μιας τράπεζας είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων. Τα στοιχεία του ενεργητικού είναι κυρίως δάνεια σε επιχειρήσεις ή νοικοκυριά ενώ οι υποχρεώσεις είναι κυρίως καταθέσεις. Υπάρχει αρκετή αβεβαιότητα στην τιμολόγηση των στοιχείων του ενεργητικού λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας της μεταβλητότητας στην αγορά περιουσιακών στοιχείων αλλά και της νομοθεσίας (π.χ. αλλαγές στην μέθοδο αποσβέσεων). Η αποτίμηση αυτή γίνεται πιο δύσκολη σε περιόδους κρίσεων.

Οι τεχνικές αποτίμησης μπορούν να χωριστούν σε διάφορες κατηγορίες. Σε περιόδους σταθερού ρυθμού ανάπτυξης οι περισσότερες χώρες απαιτούν οι τράπεζες να τιμολογούν τα στοιχεία σταθερής επένδυσής τους με την μέθοδο του ιστορικού κόστους, δηλαδή με την τιμή κατα την στιγμή κτίσης τους. Σε πιο μεταβλητές αγορές όπου δραστηριοποιούνται κυρίως επενδυτικές τράπεζες κρίνεται καλύτερη η αποτίμηση του τρέχοντος κόστους η οποία όμως δεν είναι πάντα πρακτικά δυνατή.

Σημαντικό ζήτημα για τις τράπεζες είναι και η σωστή κατηγοριοποίηση των δανείων. Τα δάνεια μπορούν να ταξινομηθούν σε κανονικά, σε κατώτερα από το κανονικό, σε αμφίβολα και σε κοστοβόρα. Βασικός λόγος αυτών των διακρίσεων είναι η αποφυγή εμφάνισης εισοδήματος, από τις τράπεζες, από τόκους δανείων που θεωρούνται επισφαλή με σκοπό να αποφύγουν την μέγγνη της κεφαλαιακής επάρκειας. Σκοπός είναι ο όσο το δυνατόν πιο διαφανής έλεγχος των στοιχείων ενεργητικού μιας τράπεζας.

Η αποτίμηση αξιογράφων των τραπεζών χωρίζεται σε 2 κατηγορίες. Στα αξιόγραφα που εκδίδει μια τράπεζα προτιμάται η αποτίμηση μέσω της ονομαστικής αξίας (face value). Σε περίπτωση πώλησης ή ρευστοποίησης του ιδρύματος προκρίνεται η αγοραία αξία (Market value). Στα αξιόγραφα που κρατάει μια τράπεζα ο διαχωρισμός της αποτίμησης γίνεται με βάση το χαρτοφυλάκιο όπου ανήκουν. Έτσι αν ανήκουν στο εμπορικό χαρτοφυλάκιο (εμπορευματικά στοιχεία εκτός ισολογισμού, πχ παράγωγα προϊόντα) προτιμάται η καθημερινή αποτίμηση (marked to market), ενώ αν ανήκουν στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο (στοιχεία εντός ισολογισμού, π.χ. δάνεια) προτιμάται η αποτίμηση με την μέθοδο του ιστορικού κόστους. Αν οι τράπεζες θέλουν να διακρατήσουν τον τίτλο μέχρι την λήξη αποτιμούν στην λογιστική αξία ενώ αν τον πουλήσουν νωρίτερα αποτιμούν στην αγοραία αξία.

Τα προβλήματα αυτών των τεχνικών είναι ορατά στην πράξη. Οι αυστηρές συνθήκες κεφαλαιακής επάρκειας του συμφώνου της Βασιλείας έδωσαν κίνητρο στις τράπεζες να κινούνται με πράξεις εκτός ισολογισμού οι οποίες είναι ιδιαίτερα μεγάλες (και πιο αδιαφανείς) σε σχέση με τις πράξεις εντός ισολογισμού. Ταυτόχρονα σε περιόδους πληθωρισμού και μεταβλητότητας της οικονομίας βλέπουμε τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών να πέφτουν κατακόρυφα. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πτώση της τιμής των υποθηκών και στην ξαφνική και απότομη μεταβολή των αγοραίων αξιών που κάνει την αποτίμηση δύσκολη. Όταν η βιωσιμότητα των τραπεζών τίθεται εν αμφιβόλω οι παρούσες αξίες ή οι αγοραίες αξίες των αξιογράφων είναι πιο σχετικές από ότι οι ιστορικές. Στόχος είναι ο όσο το δυνατόν καλύτερος έλεγχος των στοιχείων μιας τράπεζας με σκοπό την αποφυγή δημιουργικής λογιστικής και καταστάσεων που παραποιούν την πραγματική αποτίμηση ενός τραπεζικού ιδρύματος.

1.4 Οικονομικό Περιβάλλον και Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

Ένα βασικό ερώτημα που τίθεται στις σύγχρονες οικονομίες, είναι κατα πόσο η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος συνδέεται με την ευρύτερη οικονομική ανάπτυξη και ποιος ο παραμβατικός ρόλος των κυβερνήσεων. Οι απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα δίνονται αρχικά σε όρους πολιτικής οικονομίας, ύστερα μελετώνται οι τρόποι με τους οποίους παρεμβαίνει μια κυβέρνηση και τέλος με την βοήθεια εμπειρικών και ποσοτικών μελετών ψηλαφίζεται η σχέση οικονομικής ανάπτυξης και χρηματοοικονομικής επέκτασης.

Είναι σίγουρο ότι για να υπάρξει χρηματοοικονομική ανάπτυξη πρέπει να κινούμαστε στα πλαίσια ενός φιλελεύθερου μοντέλου της αγοράς. Συνήθως σε μακροπρόθεσμους όρους η φιλελευθεροποίηση συνδέεται με δημοκρατικά καθεστώτα. Ο εκδημοκρατισμός είναι βασικό στοιχείο φιλελευθεροποίησης και συμπίπτει ιστορικά με την άνοδο της μεσαίας τάξης. Άλλωστε σε αυταρχικά καθεστώτα η μη νόμιμη κυβέρνηση προωθεί τα συμφέροντα των λίγων σε βάρος των πολλών, ενάντια στις αρχές του φιλελευθερισμού. Ταυτόχρονα η ύπαρξη επαρκούς νομοθεσίας αποτελεί βασικό στοιχείο για την φιλελευθεροποίηση της αγοράς. Απαραίτητη προϋπόθεση η καθολική αναγνώριση της και η ισονομία. Η παρέμβαση του κράτους σε ένα τέτοιο καθεστώς έχει νόημα για την αποφυγή στρεβλώσεων, είναι όμως αναγκαίος ο διαχωρισμός επιχειρήσεων και κυβερνήσεων.

Ο ρόλος του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η δημιουργία καναλιού χρηματοδότησης προς όφελος παραγωγικών σκοπών. Οι κυβερνήσεις πολλές φορές μπαίνουν στον πειρασμό επηρεασμού του χρηματοοικονομικού συστήματος με νομοθετικές μεθόδους ή με έλεγχο της πληροφόρησης.

Ο ρόλος των κυβερνήσεων διακρίνει ένα υγιές από ένα άρρωστο χρηματοοικονομικό σύστημα. Είναι βέβαιο ότι κυβερνήσεις που απευθύνονται σε ελίτ έχουν μικρό κίνητρο για την δημιουργία ενός ανταγωνιστικού τραπεζικού συστήματος, γιατί το χρησιμοποιούν για την εξυπηρέτηση ιδιοτελών σκοπών.

Έρευνες έχουν διακρίνει 6 τρόπους με τους οποίους οι κυβερνήσεις ασκούν πίεση στο τραπεζικό σύστημα. Πρώτον μέσω της επιβολής ανώτατης τιμής στα επιτοκία καταθέσεων, δεύτερον με την επιβολή υψηλών απαιτήσεων για αποθεματικά, τρίτον μέσω της απευθείας πίστωσης που ασκούν οι ίδιες, τέταρτον μέσω της ιδιοκτησίας και διοίκησης των τραπεζών αποτρέποντας την αυτονομία τους, πέμπτον με την

παρεμπόδιση εισόδου νέων παικτών στην αγορά και ιδιώς ξένων και έκτον με τον περιορισμό των χρηματοοικονομικών εκροών και εισροών.

Μέσω της επιβολής ανώτατης τιμής στα επιτόκια καταθέσεων, αυξάνεται το περιθώριο μεταξύ επιτοκίων καταθέσεων και επιτοκίων δανεισμού (spread) κάτι το οποίο προκαλεί μείωση των δανειστών και πειθαναγκάζει τις τράπεζες να δανείζουν σε ευνοούμενους των κυβερνήσεων.

Η επιβολή υψηλών απαιτήσεων για αποθεματικά ουσιαστικά είναι μια επιβολή έμμεσου φόρου προς όφελος της κυβέρνησης αφού τα αποθεματικά δεν τοκίζονται. Αν συνυπολογίσουμε μάλιστα τον πληθωρισμό το κόστος είναι υψηλότερο για τις τράπεζες. Αυτό το κόστος μετακυλιέται στα ιδιωτικά δάνεια όπου αυξάνεται το επιτόκιο τους. Βασικό θύμα και εδώ οι καταθέτες.

Η απευθείας χρηματοδότηση μέσω παρέμβασης της κυβέρνησης ουσιαστικά βάζει σε ρόλο δανειστή την κυβέρνηση. Έτσι ελλοχεύει πάντα ο κίνδυνος διανομής χρήματος σε ημετέρους και πιθανόν σε μη παραγωγικούς σκοπούς.

Ο πιο απλός τρόπος ελέγχου του τραπεζικού συστήματος είναι η απευθείας ιδιοκτησία και διοίκηση τραπεζών από την κυβέρνηση. Το ελεγχόμενο τραπεζικό σύστημα οδηγεί συνήθως σε εντυπωσιακή βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη όμως μακροπρόθεσμα αδυνατεί να κατανείμει σωστά τους πόρους. Έτσι έχουμε το φαινόμενο δημιουργίας εθνικών πρωταθλητών που όμως μακροπρόθεσμα στρεβλώνουν την αγορά. Χαρακτηριστικά παραδείγματα ραγδαίας βραχυπρόθεσμης ανάπτυξης και εν συνεχεία κρίσης είναι η ασιατική κρίση του 1997 όπου η ανάπτυξη της Σιγκαπούρης παρομοιάστηκε με την Σταλινική Σοβιετική ένωση (Krugman 1994, Young 1995) χωρίς όμως να είναι τελικά βιώσιμη, όπως επίσης και το παράδειγμα της Ιαπωνίας όπου οι οικονομικές αποτυχίες ήταν πολύ περισσότερες από τις επιτυχίες εκεί που είχαμε κυβερνητικές παρεμβάσεις (Porter and Takeuchi 1999, Hoshi and Patrick 2000).

Οι περιορισμοί στην είσοδο ξένων τραπεζών και ο προστατευτισμός του εγχωρίου συστήματος επιτυγχάνεται κυρίως μέσω νομοθεσίας. Ο φιλελευθερισμός επιτάσσει άνοιγμα του ανταγωνισμού, ο οποίος έχει στόχο να βελτιώσει και τους εσωτερικούς παίκτες της κάθε χώρας (Demirguc-Kunt and Levine 1998, Kane 1998), όμως οι υπερασπιστές του προστατευτισμού θέτουν εμπόδια σε αυτό το άνοιγμα αφού οι ξένοι επενδυτές δεν επιδέχονται υποδείξεις από τους εγχώριους κυβερνητικούς παράγοντες. Οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν ακόμη δρόμο να διανύσουν μέχρι την

φιλελευθεροποίηση ενώ οι κυβερνήσεις μπορούν να περιορίσουν ακόμα και τις αγορές αξιογράφων.

Όσον αφορά τις ροές κεφαλαίων, είναι σίγουρο ότι μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης και προάγουν την ανάπτυξη, όμως οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν κυρίως για να προστατεύσουν την συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας (Mc Kinnon 1993, McKinnon and Pill 1996)

Μελέτες (Levine and Zervos 1998, International Finance Corp 1999) έχουν καταδείξει 6 δείκτες μέτρησης την χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Παρατηρούμε τον δείκτη αποθεματικών, τα πραγματικά επιτόκια (απαλλαγμένα από τον πληθωρισμό), έναν δείκτη ρευστότητας, έναν δείκτη ιδιωτικού δανεισμού, έναν δείκτη τραπεζικής δανειοδότησης, και το μέγεθος της αγοράς μετοχών. Ένας συνδυαστικός δείκτης αποτελούμενος από τους παραπάνω είναι χρήσιμος και συνδέει την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος με την αύξηση του ΑΕΠ. Οι οικονομετρικές μελέτες βρήκαν στατιστική σημαντικότητα στην παραπάνω έρευνα, και έτσι μπορεί να υποστηριχθεί ότι η ανάπτυξη σημαντικού πλούτου δεν είναι εύκολο να επιτευχθεί χωρίς ένα φιλελευθεροποιημένο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Εν κατακλείδι μπορούμε να πούμε ότι ενώ τα οφέλη ενός φιλελευθεροποιημένου συστήματος, φαντάζουν πολλά τελικά πολλές κυβερνήσεις υποκύπτουν στον πειρασμό του επηρεασμού του. Ο λόγος είναι ότι κανείς δεν χάνει από μια τέτοια διαδικασία βραχυπρόθεσμα, όμως σε βάθος χρόνου η κατανομή των πόρων τείνει να γίνει προβληματική

1.5 Πώς δημιουργούν οι τράπεζες χρήμα σήμερα-μη επιτοκιακό εισόδημα

Η κύρια πηγή κέρδους για μια τράπεζα εκπορεύεται από την διαφορά επιτοκίου καταθέσεων και επιτοκίου χορηγήσεων. Αυτή η τοκοφόρα πηγή εισοδήματος, αποτελεί μια παραδοσιακή μορφή τραπεζικού κέρδους. Οι τράπεζες όμως τις τελευταίες 2 δεκαετίες εκμεταλλεόμενες και την απορρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος ανέπτυξαν δραστηριότητες μη επιτοκιακού εισοδήματος το οποίο πλέον αποτελεί περίπου το μισό του ολικού τραπεζικού εισοδήματος.

Οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να παράγουν μη επιτοκιακό εισόδημα τόσο από παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες όσο και από μη παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες. Η χαλάρωση του νομοθετικού συστήματος τα τελευταία χρόνια (και

ειδικότερα από το 1999 κ μετά) άνοιξε την πόρτα στις τράπεζες να εκτελούν λιγότερο παραδοσιακές λειτουργίες όπως επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ασφαλιστικές υπηρεσίες, μεσιτεία αξιογράφων κ.α., από τις οποίες εισπράτουν προμήθειες. Είσπραξη προμηθειών οι τράπεζες μπορούν να έχουν και από παραδοσιακές δραστηριότητες όπως προμήθειες σε συναλλαγές, σε μεταφορά καταθέσεων κ.α.

Η πρόοδος της τεχνολογίας και η ανάπτυξη σύγχρονων πληροφοριακών συστημάτων δίνουν την δυνατότητα στις τράπεζες να προσφέρουν τις κύριες υπηρεσίες τους πιο αποδοτικά. Έτσι επιτυγχάνουν αύξηση του κόστους προμηθειών και κατ επέκταση του μη τοκοφόρου εισοδήματος. Όσον αφορά τώρα σε μη παραδοσιακές υπηρεσίες, η προέλευση του εισοδήματος που είναι μη επιτοκιακό διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος της τράπεζας. Μια μεγάλη τράπεζα κερδίζει πολύ περισσότερα από προμήθειες λόγω τιλοποιήσεων δανείων εκμεταλλευόμενη οικονομίες κλίμακος, σε αντίθεση με μια μικρότερη τράπεζα που κερδίζει περισσότερες προμήθειες μέσω της ηλεκτρονικής τραπεζικής.

Αν κοιτάσουμε προσεκτικά τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών θα διαπιστώσουμε την επίδραση του μη επιτοκιακού εισοδήματος. Αρχικά θα πρέπει να ελέγχουμε την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, εκτός από τον ισολογισμό, για να διακρίνουμε πως δημιουργούνται τα κέρδη είτε από παραδοσιακές είτε από μη παραδοσιακές πρακτικές. Στη συνέχεια θα πρέπει να υπολογίσουμε χρηματοοικονομικούς δείκτες τόσο για την μέση τράπεζα, όσο και για το σύνολο της τραπεζικής βιομηχανίας γενικά. Το μη επιτοκιακό εισόδημα διαφέρει και σε ποσότητα ανάλογα με το μέγεθος της τράπεζας. Οι μεγάλες τράπεζες απευθύνονται σε μεγάλο εύρους εταιρικού πελάτες ενώ οι μικρές τράπεζες στηρίζονται κυρίως στην σχέση εγγύτητας με τους πελάτες λιανικής.

Ο έλεγχος του εισοδήματος των τραπεζών έδειξε ότι το διάστημα 1986-2003 (FED of Chicago) αυξήθηκε η σημασία του μη επιτοκιακού εισοδήματος κυρίως λόγω της απορρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος, της ανάπτυξης των πληροφοριακών συστημάτων και της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Ταυτόχρονα το ίδιο διάστημα οι τράπεζες έγιναν πιο αποτελεσματικές στην διαχείριση του κόστους κυρίως λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού ενώ παρουσιάζεται η ανάγκη για όλο και πιο εξειδικευμένα στελέχη. Τα κόστη μειώνονται κυρίως για τις μεγάλες τράπεζες είτε είναι εργατικά είτε είναι λειτουργικά, ενώ για τις μικρότερες τράπεζες παρουσιάζεται μικρότερη μείωση. Η κερδοφορία των τραπεζών εμφανίζεται αυξημένη, επηρεασμένη

από την αυξημένη παραγωγικότητα, τον πιεστικό ανταγωνισμό, την πρόοδο της τεχνολογίας, το ευνοϊκό τραπεζικό περιβάλλον.

Η παρουσία του μη επιτοκιακού εισοδήματος είναι καταλυτική σε αυτή την κερδοφορία, κυρίως στις μεγάλες τράπεζες. Μια μεγάλη τράπεζα μπορεί να παράξει μεγάλες ποσότητες μη επιτοκιακού εισοδήματος από δραστηριότητες που φαίνονται στον ισολογισμό επηρεάζοντας θετικά την αποδοτικότητα των στοιχείων ενεργητικού. Επίσης μπορεί να επιτύχει μεγαλύτερη διαφοροποίηση προϊόντων και να χρησιμοποιήσει παράγωγα προϊόντα για να διαχειριστεί τον κίνδυνο σπαταλώντας λιγότερα κεφάλαια και αυξάνοντας την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Βέβαια η ανάλυση της κερδοφορίας με βάση αυτούς τους δείκτες αποδοτικότητας είναι ατελής γιατί δεν περιλαμβάνει προσαρμογή στον κίνδυνο

Παρατηρώντας για την ίδια περίοδο τους ισολογισμούς των τραπεζών βλέπουμε ότι αυξήθηκε η αποτελεσματικότητα των επενδύσεων. Η επιβίωση της μέσης τράπεζας εξαρτάται κυρίως από την χορήγηση δανείων. Στις μεγάλες τράπεζες βλέπουμε αυξημένη τάση για εκμετάλλευση του μη επιτοκιακού εισοδήματος. Ακόμα παρατηρείται μια στροφή στην στεγαστική αγορά αφού τα δάνεια στον εμπορικό και βιομηχανικό κλάδο μειώνονται εξαιτίας της απευθείας χρηματοδότησης(π.χ. έκδοση ομολόγων) που αξιοποιούν πιο μεγάλες εταιρίες.

Η χρηματοδότηση μιας τράπεζας επίσης έχει μεταβληθεί την ίδια περίοδο. Για την μέση τράπεζα κύρια πηγή χρηματοδότησης αποτελούν οι καταθέσεις. Οι μεγαλύτερες τράπεζες όμως αντλούν χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές κυρίως λόγω του ανταγωνισμού στις καταθέσεις από μη τραπεζικά ιδρύματα(π.χ. ασφαλιστικές), της ικανότητας τους να αντλούν κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές αλλά και των κεφαλαιακών απαιτήσεων που δημιούργησαν οι συνθήκες της Βασιλείας.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω το μη επιτοκιακό εισόδημα επιτυγχάνεται τόσο από παραδοσιακές όσο και από μη παραδοσιακές δραστηριότητες. Εστιάζεται κυρίως στις μεγάλες τράπεζες οι οποίες εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακος και το εξειδικευμένο προσωπικό που διαθέτουν. Οι ευνοϊκές περιοχές για μια μικρή τράπεζα είναι κυρίως προμήθειες από καταθέσεις ή από ασφαλιστικά προϊόντα.

Εξετάζοντας την χρηματοοικονομική παρουσία των τραπεζών, υπήρχε η πεποίθηση ότι το μη επιτοκιακό εισόδημα μειώνει το ρίσκο και την διακύμανση των κερδών. Σαν λόγοι προβαλλόταν η μείωση της έκθεσης σε πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο, και η επίτευξη διαφοροποίησης. Όμως υπήρξε και ο αντίλογος για αυτή την άποψη. Αρχικά υποστηρίχθηκε ότι αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος γιατί πλέον τα προϊόντα που

παράγονται για επίτευξη προμηθειών δεν πωλούνται σε πελάτες που έχει αναπτυχθεί σχέση εγγύτητας σαν και αυτή που αναπτύσσουν πολλές τράπεζες στο δανειακό τους χαρτοφυλάκιο. Δεύτερον αυτά τα προϊόντα αυξάνουν το σταθερό κόστος της τράπεζας άρα και τον δείκτη λειτουργικής μόχλευσης με συνέπεια την αύξηση της μεταβλητότητας στα κέρδη αλλά και στις ζημιές. Τρίτον επειδή αυτές οι δραστηριότητες είναι εκτός ισολογισμού δεν έχουν κάποια απαίτηση κεφαλαίου και έτσι υπάρχει κίνητρο από τις τράπεζες να τις χρηματοδοτήσει με δανεισμό, αυξάνοντας τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Φυσικά δραστηριότητες οι οποίες εμπεριέχουν αγοραπωλησίες (trading) αυξάνουν την μεταβλητότητα.

Είναι γεγονός πάντως ότι μια καλά οργανωμένη τράπεζα είναι καλό να βρεί έναν συνδυασμό επίτευξης επιτοκιακού και μη επιτοκιακού εισοδήματος για να είναι πιο αποτελεσματική.

1.6 Η ποικιλία των τραπεζικών στρατηγικών

Οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να κερδίζουν χρήμα με πολλούς τρόπους, άλλοτε πιο παραδοσιακούς και άλλοτε όχι. Παρατηρούμε λοιπόν μια ποικιλία τραπεζικών στρατηγικών η οποία βασίζεται σε διαφορές στους τρόπους χρηματοδότησης, στην γεωγραφική εστίαση, στην ποικιλία προϊόντων, στην τεχνική παραγωγής κ.α.

Πρίν την δεκαετία του 1990 οι τράπεζες ήταν πιο ομοιογενείς. Οι αλλαγές στο νομοθετικό πλαίσιο και στην τεχνολογία επέφεραν μεγαλύτερη ετερογένεια στους τραπεζικούς οργανισμούς σε ζητήματα όπως η οργανωτική δομή, η ποιότητα υπηρεσιών, οι πηγές χρηματοδότησης, η ποικιλία προϊόντων.

Στην νέα εποχή δύο ήταν οι κύριες στρατηγικές που αναπτύχθηκαν, με βασικές παραμέτρους το μέγεθος της τράπεζας, το κόστος παραγωγής, την διαφοροποίηση προϊόντος και την ποιότητα πληροφοριών.

Η πρώτη στρατηγική εφαρμόζεται κυρίως από μικρές τράπεζες και βασιζόταν στην σχέση εγγύτητας που ανέπτυσαν με τους μικρούς σε μέγεθος δανειζομένους τους οι οποίοι δεν είχαν απ ευθείας πρόσβαση στις διεθνείς χρηματαγορές. Αυτή η στρατηγική είχε υψηλό κόστος παραγωγής που καλυπτόταν από το υψηλό περιθώριο κέρδους σε επιτοκιακή βάση ενώ το μη τοκοφόρο εισόδημα περιοριζόταν σε κάποιες προμήθειες από τους καταθετικούς λογαριασμούς.

Η δεύτερη στρατηγική εφαρμοζόταν κυρίως από μεγάλες τράπεζες οι οποίες κατέφευγαν σε λιγότερο παραδοσιακές πρακτικές. Εκμεταλλευόμενες τις οικονομίες κλίμακος παρήγαγαν με χαμηλό κόστος και πωλούσαν με χαμηλό περιθώριο κέρδους γιατί τα προϊόντα τους διαπραγματεύονταν σε εξαιρετικά ανταγωνιστικές αγορές. Σημαντικό μερίδιο εισοδήματος, με αυτή την στρατηγική, πηγάζει και από μη τοκοφόρες διαδικασίες.

Οι στρατηγικές αυτές δεν χαρακτηρίζονται μόνο από διαφορές μεγέθους αλλά και από πιο θεμελιώδεις διαφορές όπως οι προτιμήσεις του καταναλωτή, η τιμολογιακή πολιτική ή η ποιότητα των πληροφοριών. Είναι γεγονός όμως ότι πλέον οι τράπεζες αναπτύσσονται πιο ασύμμετρα. Για παράδειγμα το μη επιτοκιακό εισόδημα είναι πιο σημαντικός παράγοντας κερδοφορίας για τις μεγάλες τράπεζες ενώ σημαντικό ρόλο παίζει και ο τρόπος χρηματοδότησης. Είναι ισχυρή όμως η άποψη ότι υπάρχουν στρατηγικές διαφορές που είναι άσχετες με την διαφορά μεγέθους.

Καταλυτικό ρόλο στην πραγματοποίηση αυτών των στρατηγικών έπαιξε η απορρύθμιση του αυστηρότατου νομοθετικού πλαισίου που ρύθμιζε τις τράπεζες. Κύριος στόχος της απορρύθμισης ήταν η φιλελευθεροποίηση της τραπεζικής βιομηχανίας. Ένας τρόπος έκφρασης αυτής της φιλελευθεροποίησης είναι η απελευθέρωση των επιτοκίων καταργώντας τα όρια που έθετε ο νομοθέτης. Έτσι τον καθορισμό πλέον των επιτοκίων ρύθμιζαν οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Ακόμα απελευθερώθηκαν οι γεωγραφικοί περιορισμοί και δόθηκε η δυνατότητα στις τράπεζες να επεκταθούν. Τέλος επιτράπη στα τραπεζικά ιδρύματα να εκτελούν επενδυτικές δραστηριότητες όπως υπηρεσίες αμοιβαίων κεφαλαίων, μεσιτεία αξιολογίων, συμβουλευτικές υπηρεσίες. Αυτή η φιλελευθεροποίηση, επέτρεψε την αύξηση της κερδοφορίας στον τραπεζικό κλάδο.

Ένας ακόμα παράγοντας ο οποίος επιτάχυνε την ανάπτυξη των παραπάνω στρατηγικών, ήταν η τεχνολογική πρόοδος. Η τεχνολογική πρόοδος επιτάχυνε και την διαδικασία της απορρύθμισης. Βοήθησε τα τραπεζικά ιδρύματα τόσο στην γρήγορη διάδοση της χρηματοοικονομικής πληροφορίας όσο και στην ίδια την παραγωγική διαδικασία. Αύξησε την αποτελεσματικότητα της μεγάλης κλίμακας τραπεζικής δραστηριότητας και δημιούργησε συνέργιες μεταξύ παραδοσιακών και μη παραδοσιακών προϊόντων. Η τεχνολογία προσέφερε ευκολότερους δρόμους στον τομέα των πληρωμών αφού τις κατέστησε πιο γρήγορες και άμεσες. Στο μεταξύ βελτίωσε τον διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών αφού επέτρεψε μέσω της διάχυσης της πληροφορίας, την καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση των

δανειζομένων, ενώ μέσω της ανάπτυξης των δευτερογενών αγορών αυξήθηκε και το μη τοκοφόρο εισόδημα. Αυτή η εξέλιξη είναι σημαντική αν αναλογιστούμε ότι οι μεγάλες εταιρίες προσπερνούν τον τραπεζικό δανεισμό μέσω της απευθείας χρηματοδότησης (π.χ. έκδοση ομολόγων). Έτσι οι μεγάλες κυρίως τράπεζες εκμεταλλευόμενες τις οικονομίες κλίμακας στρέφουν την στρατηγική τους στην παραγωγή μη τοκοφόρου εισοδήματος (fees)

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω το μέγεθος αποτελεί έναν παράγοντα προσδιορισμού της τραπεζικής στρατηγικής χωρίς να είναι όμως ο μοναδικός. Κύριος στόχος μιας τραπεζικής στρατηγικής, είναι η επίτευξη αναμενόμενης απόδοσης ανάλογης με την έκθεση σε κίνδυνο. Μπορούμε να διακρίνουμε διάφορες περιπτώσεις στρατηγικών, όπως παραδοσιακή στρατηγική, μη παραδοσιακή τραπεζική, ιδιωτική τραπεζική, αγροτική τραπεζική, εταιρική τραπεζική, τραπεζική πληρωμής συναλλαγών, στρατηγική διαφοροποίησης κ.α.. Τα τελευταία 25 χρόνια ως συνέπεια της απορρύθμισης του νομοθετικού πλαισίου, ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένη η στρατηγική των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Για να ελέγξουμε την χρηματοοικονομική επίδοση των τραπεζών ανάλογα με την στρατηγική που ακολουθούν, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τις λογιστικές αποδόσεις, κυρίως γιατί παρουσιάζουν μικρότερη διακύμανση σε σχέση με τις αποδόσεις αγοράς των μετοχών.

Διακρίνουμε λοιπόν δυο συνδυασμούς απόδοσης-κινδύνου. Ο πρώτος συνδυασμός συνοδεύεται από υψηλότερες αποδόσεις με υψηλότερο κίνδυνο και παρουσιάζεται στις τράπεζες που χρησιμοποιούν κυρίως στρατηγικές διαφοροποίησης, εταιρικής τραπεζικής, ιδιωτικής τραπεζικής, μη παραδοσιακής στρατηγικής, εξαγορών και συγχωνεύσεων. Σε αυτές τις περιπτώσεις η διαφοροποιημένη στρατηγική εμφανίζει το μικρότερο ρίσκο ενώ οι υπόλοιπες στρατηγικές εμφανίζουν υψηλότερο ρίσκο εξαιτίας και της μεγάλης συμμετοχής μη τοκοφόρου εισοδήματος στο ολικό εισόδημα. Τις υψηλότερες αποδόσεις αλλά και το υψηλότερο ρίσκο το παρατηρούμε από στρατηγικές εξαγορών και ανάπτυξης κυρίως λόγω της μεταβλητότητας των λογιστικών κερδών αλλά και της μείωσης της πιστωτικής ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου.

Ο δεύτερος συνδυασμός αποδίδει χαμηλότερες αποδόσεις. Σε αυτό τον συνδυασμό ανήκουν τράπεζες που εκτελούν στρατηγικές παραδοσιακές, αγροτικής ανάπτυξης, συναλλαγών ή και ακόμη τράπεζες καμμίας συγκεκριμένης στρατηγικής.

Τίθεται όμως και ζήτημα μεγέθους των τραπεζών. Έρευνες δείχνουν ότι τράπεζες με μεγαλύτερο μέγεθος επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις μικρότερες κυρίως λόγω της δυνατότητας μείωσης του κόστους παραγωγής μέσω των οικονομιών κλίμακας. Υπάρχει όμως και ο αντίλογος σε αυτή την άποψη που υποστηρίζει ότι τα αποτελέσματα αυτών των ερευνών είναι οικονομικά ευαίσθητα και πως κύριο λόγο στον συνδυασμό απόδοσης κινδύνου μίας τράπεζας, παίζει η στρατηγική της. Παρατηρείται πάντως μια βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ενός τραπεζικού ιδρύματος με την αύξηση του μεγέθους του.

Σημαντικές διαφοροποιήσεις προκύπτουν όσων αφορά το κατά πόσο η ανάληψη υψηλότερου ρίσκου επιτυγχάνει υψηλότερη κερδοφορία. Στην χειρότερη θέση βρίσκονται οι τράπεζες που έχουν ραγδαία ανάπτυξη αφού απολαμβάνουν χαμηλές αποδόσεις σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Σε ενδιάμεση κατάσταση βρίσκονται τράπεζες που ασκούν παραδοσιακές ή αγροτικής τραπεζικής, ή ιδιωτικής τραπεζικής στρατηγικές ενώ στην καλύτερη θέση βρίσκονται τράπεζες που εκτελούν συγχωνεύσεις, μη παραδοσιακές στρατηγικές, εταιρικές στρατηγικές, στρατηγικές διαφοροποίησης και συναλλαγές. Συγκρίνοντας τώρα τα στοιχεία από τις λογιστικές αναλύσεις με τα στοιχεία από τις αγοραίες τιμές των μετοχών καταλήγουμε σε παραπλήσια αποτελέσματα κατάταξης των διάφορων στρατηγικών. Οι μετοχές άλλωστε προσφέρουν περισσότερες πληροφορίες από τα λογιστικά στοιχεία, κυρίως λόγω των προσδοκιών που περικλείουν.

Εν κατακλείδι είναι γεγονός πως εμφανίζονται ποικίλα επιχειρηματικά μοντέλα τραπεζικών ιδρυμάτων. Η στρατηγική που ακολουθείται είναι κομβικός παράγοντας επιτυχίας αν συνυπολογίσουμε και τις εξωτερικές συνθήκες που επικρατούν. Είναι όμως αναμφίβολο ότι σημαντικό ρόλο παίζει και το μέγεθος της τράπεζας κάτι που μας πείθει ότι οι μικρότερες τράπεζες στο μέλλον θα μειώθουν χωρίς όμως να εξαφανιστούν, διεκδικώντας με μια εξυπνη στρατηγική κομμάτι από την πίτα της επιτυχίας.

1.7 Πληροφορία έλεγχος και προβλήματα.

Η πληροφορία και ο έλεγχός της είναι ένα σημαντικό θέμα που καλείται να διαχειριστεί μια τράπεζα. Το ζήτημα ξεκινάει με το κατά πόσο οι αγορές είναι

αποτελεσματικές και ποιός είναι τελικά ο ρόλος των τραπεζών στην αντιμετώπιση του προβλήματος της ασυμμετρίας που ταλανίζει όλες τις αναλύσεις.

Η αποτελεσματικότητα των αγορών είναι ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει πολύ την ακαδημαϊκή κοινότητα. Το κατα πόσο δηλαδή οι τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν όλη την διαθέσιμη πληροφορία. Στην αρχή υπήρχε η πεποίθηση ότι αυτή η αποτελεσματικότητα εκπληρωνόταν. Οι στρεβλώσεις της αγοράς όμως είναι πλέον εμφανείς και μας κάνουν να μιλάμε για μη αποτελεσματικές αγορές. Οι κύριες αιτίες που προκαλούν αυτές τις στρεβλώσεις είναι η έλλειψη πληροφόρησης και ελέγχου.

Η ασυμμετρία είναι ένα σημαντικό πρόβλημα που ταλανίζει τις αγορές και τις επιχειρήσεις. Η πληροφορία χρειάζεται μηχανισμούς ελέγχου για να διοχετευθεί. Αρχικά ο επενδυτής πρέπει να εξετάζει την επιλογή του πριν προβεί στην επένδυση (screening). Αυτό γίνεται για να αποφευχθεί η δυσμενής επιλογή. Δυσμενή επιλογή εννοούμε την έλλειψη πληροφόρησης για τους εκτός αγοράς παίκτες ώστε να διαχωρίσουν τα καλά από τα προβληματικά αξιόγραφα. Με την δυσμενή επιλογή η αγορά γίνεται πιο ακριβή με αποτέλεσμα να αδικούνται οι υψηλής ποιότητας δανειζόμενοι-επενδυτές λόγω αυτής της στρέβλωσης στην τιμή. Σε ζητήματα πιστωτικής πολιτικής σε συνθήκες δυσμενούς επιλογής οι τιμές των επιτοκίων ανεβαίνουν αφού οι ρισκαδόροι παίκτες είναι διατεθειμένοι να δεχτούν το υψηλότερο επιτόκιο, προκαλώντας ζημιά στους πιο λογικούς δανειζόμενους. Σε μια τέτοια περίπτωση ο δανειστής (π.χ. μια τράπεζα) θέλει κάποιον να αξιολογήσει τον δανειζόμενο για να καθοριστούν αποτελεσματικότερα τα επιτόκια και έτσι να αποφευχθούν οι υψηλότεροι κίνδυνοι.

Σχετικά με τα διάφορα είδη επενδύσεων, μπορούμε να πούμε ότι διαφοροποιείται η πρόσβαση στη διαθέσιμη πληροφορία ανάλογα με το κάθε είδος. Έτσι οι επενδύσεις σε κεφάλαιο παρουσιάζουν μεγαλύτερες ασυμμετρίες πληροφόρησης από ότι η έκδοση δανείων. Απαιτείται γενικότερη γνώση της αγοράς και της εκάστοτε εταιρείας κάτι που καθιστά την επένδυση σε κεφάλαιο δυσκολότερη.

Μετα την λήψη της επενδυτικής απόφασης, ακολουθεί η διαδικασία του ελέγχου (monitoring). Στόχος είναι η αποφυγή κακής χρήσης των πόρων που επενδύθηκαν ή δανείστηκαν στην εταιρία. Μια τέτοια κακή χρήση μπορεί σε τελικό στάδιο να οδηγήσει την εταιρεία σε χρεοκοπία και τους επενδυτές σε μεγάλες απώλειες. Η κακή χρήση των πόρων από την διοίκηση της εταιρείας ουσιαστικά αυξάνει το ρίσκο σε βάρος των πιστωτών-επενδυτών και αντικατοπτρίζει ηθικό κίνδυνο. Το φαινόμενο αυτό

αναπτύσσεται πιο πολύ σε μοχλευμένες εταιρίες που μπορούν να βάλουν πιο εύκολα χρέος. Οι τρόποι προφύλαξης των πιστωτών εκφράζονται κυρίως μέσω της έκδοσης βραχυπρόθεσμου δανεισμού ή της επιβολής περιοριστικών συμβολαίων ως προς την χρήση των πόρων. Αυτά τα περιοριστικά συμβόλαια πρέπει να υποστηρίζονται από το κατάλληλο νομοθετικό πλαίσιο σε περίπτωση αθέτησης της συμφωνίας. Εξάλλου η μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης αποβαίνει τελικά προς όφελος όλων των παικτών της αγοράς.

Ποιος είναι όμως ο ρόλος των τραπεζών στην αντιμετώπιση του προβλήματος της ασυμμετρίας? Ο έλεγχος των εταιριών είναι μια διαδικασία ακριβή για έναν ιδιώτη. Έτσι οι τράπεζες καλούνται να παίξουν αυτό το ρόλο. Τίθεται όμως το κρίσιμο ερώτημα από που ελέγχονται οι ίδιες.

Ο έλεγχος των τραπεζών μπορεί να πάρει 2 μορφές. Η πρώτη μορφή είναι μέσω του μηχανισμού της αγοράς. Οι πιο ενημερωμένοι και μεγάλοι επενδυτές που αποτελούν ένα αντιπροσωπευτικό τμήμα της αγοράς αποτιμούν με θετικό ή αρνητικό τρόπο τις κινήσεις κάθε τράπεζας. Η λειτουργία της αγοράς αποτρέπει τις τράπεζες από υπερβολικά ρίσκα γιατί μετά έρχεται και η τιμωρία. Σε συνθήκες κρίσεις όμως οι «αθώοι» είναι αυτοί που πληρώνουν τα περισσότερα. Ο δεύτερη μορφή ελέγχου είναι ο θεσμικός έλεγχος. Είναι αρκετά δύσκολη η εφαρμογή του γιατί δεν είναι πάντα εφικτό για τον νομοθέτη να έχει την ικανότητα και τα κίνητρα να συμβιβάζει τις στρεβλώσεις της αγοράς. Σίγουρα ο μηχανισμός της αγοράς είναι πιο αποτελεσματικός και πιο άμεσος από τον θεσμικό έλεγχο, αν και πιο σκληρός.

Μια τρίτη εναλλακτική μορφή ελέγχου αποτελούν οι θεσμικοί επενδυτές. Οι τράπεζες παίζουν μικρότερο ρόλο όταν οι χρηματαγορές αναπτύσσονται. Η ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς δίνει την δυνατότητα μεγαλύτερης ρευστότητας αλλά και την προσέγγιση δικαιότερης τιμής για τα αξιόγραφα έτσι ώστε να αποφεύγεται η δυσμενής επιλογή. Η ανάπτυξη θεσμικών επενδυτών βοηθάει στην αποτελεσματικότητα της εξέτασης (screening) και του ελέγχου (monitoring). Οι λόγοι της σημαντικότητας τους έγγυται στο γεγονός ότι μπορούν να αγαραπωλούν μεγάλες ποσότητες, ότι διατηρούν κοντινές σχέσεις με τις επενδυτικές τράπεζες σε διάφορα θέματα και ότι λόγω του μεγάλου μεγέθους τους έχουν σημαντικό μερίδιο πολλές φορές στην εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων.

Ο τρόπος που δομείται μια επιχείρηση παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην μετάδοση της πληροφορίας. Έχει παρατηρηθεί μια τάση συμπύκνωσης πολλών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων κάτω από την αιγίδα ενός επιχειρηματικού ομίλου. Αυτή η τάση

εξυπηρετεί κυρίως σκοπούς πολιτικής πίεσης, διαφοροποίησης αλλά και παράκαμψης του εξωτερικού μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων δημιουργώντας εσωτερικό. Μια τέτοια διαδικασία έχει βεβαίως και μειονεκτήματα όπως η ανεπάρκεια σε μερικούς από τους τομείς δραστηριότητας ή το γεγονός πως η εσωτερική χρηματοδότηση κατανέμει πόρους και σε λιγότερο αποτελεσματικά τμήματα της εταιρείας, σε αντίθεση με την εξωτερική χρηματοδότηση που δρά με αυστηρά οικονομικούς και άρα πιο αξιοκρατικούς όρους.

Σαν βασικό στόχο της εταιρικής διακυβέρνησης θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την αύξηση της παραγωγικότητας που οδηγεί σε αύξηση της αξίας των μετόχων σε συνδυασμό με την κατάλληλη αμοιβή του ανθρωπίνου κεφαλαίου. Οι εταιρείες αναπτύσσονται σε διάφορες μορφές προσπαθώντας να πετύχουν τους στόχους τους. Σε εταιρίες ελεγχόμενες από το κράτος οι στόχοι είναι πολλές φορές διαφορετικοί από την μεγιστοποίηση της αξίας, εστιάζοντας κυρίως σε κοινωνικό ρόλο. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν σαν στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας. Δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα πληροφόρησης ούτε προβλήματα αντιπροσώπευσης αλλά πολλές φορές οδηγούνται σε υψηλή μόχλευση και σε αύξηση του ρίσκου. Αποτελούν το καλύτερο παράδειγμα διακυβέρνησης αλλά το πέρασμα του χρόνου μειώνει την αποτελεσματικότητά τους. Οι ελεγχόμενες από τράπεζες επιχειρήσεις δείχνουν να λειτουργούν καλά σε συνθήκες σταθερότητας αλλά παρουσιάζουν χαμηλή προσαρμοστικότητα στις αλλαγές. Τέλος οι εταιρίες που βασίζονται σε πολλούς μετόχους εμφανίζουν ασυμμετρίες και προβλήματα δυσμενούς επιλογής και αντιπροσώπευσης. Εντούτοις παρουσιάζουν αξιοζήλευτη ευελιξία και παράγουν διατηρήσιμη ανάπτυξη.

Για όλες αυτές τις μορφές επιχειρήσεων χρειάζονται αξιόπιστοι πομποί πληροφοριών που να δίνουν αξιόπιστες απαντήσεις για την καταστασή τους. Τέτοιοι μπορεί να είναι νόμοι, κοινώς αποδεκτά λογιστικά πρότυπα, ανεξάρτητες εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αναλυτές μετοχών ή ακόμη και ο χρηματοοικονομικός τύπος.

Είδαμε λοιπόν τον κομβικό ρόλο που παίζουν τα τραπεζικά ιδρύματα στην αντιμετώπιση του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης μέσω του ελέγχου που μπορούν να ασκήσουν. Όμως και η πορεία αυτών των ιδρυμάτων, αντιμετωπίζει προβλήματα που οδηγούν σε κακές τραπεζικές αποφάσεις.

Οι τράπεζες αποτελούν όπως προαναφέρθηκε βασικό μοχλό ανάπτυξης για κάθε οικονομία. Κύριο χαρακτηριστικό των τραπεζών είναι ότι αναπτύσσουν σχέση

εγγύτητας με τους πελάτες τους αποκτώντας πρόσβαση σε ιδιωτικές πληροφορίες κάτι που δεν είναι εφικτό από τους παίκτες της αγοράς. Τις τελευταίες δεκαετίες υπάρχει τάση για ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών συστημάτων και αποκοπή τους από τον κυβερνητικό παράγοντα. Οι κρίσεις όμως, πάρα την φιλελευθεροποίηση, εμφανίζονται έντονα και είναι πολλές φορές εξαιρετικά δαπανηρές για να αντιμετωπιστούν. Θα εξετάσουμε τους παράγοντες που οδηγούν σε κακές τραπεζικές αποφάσεις.

Ο πρώτος παράγοντας που οδηγεί σε στρεβλές αποφάσεις είναι ο κατευθυνόμενος δανεισμός. Ουσιαστικά οι τράπεζες μετατρέπονται σε απευθείας χρηματοδότες επιχειρήσεων και βιομηχανιών που επιλέγονται με αμιγώς πολιτικά κριτήρια και καθόλου οικονομικά. Τέτοια δάνεια δίνονται με χαμηλότατο επιτόκιο, πολλές φορές χωρίς υποθήκες, ζημιώνοντας εξαιρετικά τους καταθέτες. Η απουσία ελέγχου (monitoring) στην τραπεζική συμπεριφορά είναι εμφανής ενώ δεν επιτυγχάνεται διαφοροποίηση του κινδύνου. Αυτές οι αποφάσεις έχουν εντελώς βραχυπρόθεσμο και όχι μακροπρόθεσμο ορίζοντα κέρδους.

Ο δεύτερος παράγοντας που προκαλεί προβληματικές τραπεζικές αποφάσεις είναι ο ηθικός κίνδυνος. Οφείλεται στα ασύμμετρα κίνητρα κατά την λήψη μιας απόφασης ανάληψης κινδύνου. Μπορεί επίσης να εμφανιστεί ως μια διαφωνία μεταξύ των συμφερόντων μετόχων και διευθυντών μια εταιρίας. Σε υγιείς οικονομίες το φαινόμενο αυτό εκλείπει, η παρουσία του όμως μπορεί να επιδεινώσει το πρόβλημα και να μετατρέψει μια απώλεια σε σκέτη καταστροφή. Η ασφάλεια που παρέχει η κυβέρνηση πολλές φορές επιτείνει το πρόβλημα αφού εντείνει την ασυμμετρία κινήτρων. Ουσιαστικά δημιουργείται μια κατάσταση κατά την οποία το κέρδος ιδιωτικοποιείται ενώ ο κίνδυνος κοινωνικοποιείται.

Τρίτος παράγοντας που στρεβλώνει το τραπεζικό σύστημα, είναι η υπερμεγέθυνσή του και οι αρνητικές επιπτώσεις του φιλελευθερισμού. Η ανάπτυξη της αγοράς αξιογράφων αναχαιτίζει τις τράπεζες που έτσι και αλλιώς έχουν υψηλότερα λειτουργικά κόστη. Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες είναι πλέον ευρέως γνωστές και έτσι παρακάμπτεται το χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο με την επιβολή ασφαλίσεων κινδύνου (spread) ανεβάζει το κόστος χρηματοδότησης σε σχέση με την απευθείας χρηματοδότηση. Οι τράπεζες λοιπόν έχασαν πολλούς πελάτες που κατευθύνθηκαν σε λιγότερο ακριβές αγορές αξιογράφων. Η παρέμβαση των κυβερνήσεων θα επέτρεπε στις τράπεζες να έχουν μικρότερο κόστος χρηματοδότησης. Έτσι εισχώρησαν στην αγορά αξιογράφων. Η κυβερνητική

προστασία βοηθάει τις τράπεζες να ξεπεράσουν τους όρους της αγοράς οπότε τις επιτρέπει να κατευθύνονται σε χαμηλής ποιότητας πιστώσεις χωρίς να επιβαρύνονται με το ανάλογο κόστος. Για να μπορέσουν μάλιστα να ανταγωνιστούν τις αγορές απευθείας χρηματοδότησης κατευθύνθηκαν σε υψηλού κινδύνου κινήσεις (π.χ. δανεισμός εκτός συνόρων) χρεώνοντας με πολύ χαμηλά περιθώρια ασφάλειας (spreads).

Με την κυβερνητική συνδρομή υπερπληθώρα τραπεζών ανταγωνίζονταν γι αυτά τα επικίνδυνα δάνεια με πολύ χαμηλά περιθώρια ασφάλειας. Σε ένα φιλελεύθερο παγκοσμιοποιημένο σύστημα όμως οι εναλλακτικές εμφανίζονταν γρήγορα και αυτά τα υπερμεγέθη τραπεζικά συστήματα δημιούργησαν πλέον προβλήματα. Εξάλλου η αξία των τραπεζών επηρεάζεται από ένα φιλελευθεροποιημένο σύστημα, ειδικά σε ανεπτυγμένες χώρες εξαιτίας των κυβερνητικών περιορισμών. Για να μην αποτελέσει η φιλελευθεροποίηση βρόγχο στο λαιμό του χρηματοοικονομικού συστήματος, αλλά μοχλό ανάπτυξης, χρειάζεται ισχυρό νομοθετικό πλαίσιο που συνδυάζει κατάλληλα κίνητρα και υγιή έλεγχο.

Πολλές φορές η κυβερνητική παρέμβαση είναι έντονη στα τραπεζικά συστήματα. Κύριος λόγος είναι η παραγωγή ρευστότητας στην οικονομία. Η κυβερνητική παρέμβαση δεν μπορεί να εξαφανίσει τις κρίσεις αλλά μπορεί να κατανείμει διαφορετικά τα κόστη. Η κυβερνητική προστασία μπορεί να εμφανιστεί με την μορφή ασφάλισης του τραπεζικού συστήματος, με απευθείας δανεισμό των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα ή και με την ασφάλιση καταθέσεων. Αυτό το προστατευτικό δίκτυο πολλές φορές οδηγεί σε ηθικό κίνδυνο, οπότε δημιουργεί περισσότερα προβλήματα από αυτά που λύνει. Τα τελευταία χρόνια οι νομοθέτες θέσπισαν νόμους για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών δίνοντας ένα κατώτερο όριο ασφάλειας κεφαλαίων που πρέπει να έχει μια τράπεζα. Έδωσαν όμως και κίνητρο στις τράπεζες να κρύβουν τα μη εξυπηρετούμενα δάνειά τους κυρίως με κινήσεις εκτός ισολογισμού.

Σε περιόδους τραπεζικών κρίσεων ο ρόλος των κυβερνήσεων είναι ζωτικός. Η αποφασιστική λύση, εκκαθάρισης του τραπεζικού συστήματος από τα «βρώμικα» στοιχεία, είναι δύσκολη κυρίως λόγω της αναμενόμενης ύφεσης που θα ακολουθήσει αλλά και της ανάγκης κινητοποίησης μεγάλων ποσοτήτων ρευστού. Είναι δημοφιλής η τακτική συγχωνεύσεων ή η απευθείας χρηματοδότηση στις προβληματικές τράπεζες, η οποία όμως δημιουργεί ηθικό κίνδυνο. Κακή επιλογή είναι φυσικά το να μην κάνεις και τίποτα. Το ασφαλές μονοπάτι της ανάπτυξης είναι η δημιουργία από την

κυβέρνηση ενός κατάλληλου πλέγματος κινήτρων,ελέγχου και παρακολούθησης του συστήματος.

ΣΥΝΟΨΗ

Μέσα από την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας των τραπεζών γίνεται εμφανής η ασυμμετρία πληροφόρησης που διέπει αυτά τα ιδρύματα. Τα βασικά χαρακτηριστικά των τραπεζών θα μας φανούν χρήσιμα στην οικονομική λογική που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξηγήσουμε την επιρροή των λογιστικών τους στοιχείων στην αβεβαιότητα των αναλυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ-ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΡΟΛΗΨΙΕΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτή την ενότητα επιχειρήται, με την βοήθεια της διεθνούς βιβλιογραφίας, να αποκρυσταλλωθούν τα χαρακτηριστικά που διέπουν τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Έτσι λοιπόν μελετάται αρχικά η δραστηριότητα των αναλυτών ανα τον κόσμο αλλά και οι μεροληψίες που διακατέχουν πολλές φορές τις προβλέψεις τους. Ακόμα μελετάται η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στις αναλύσεις και γίνεται μια προσπάθεια ορισμού του μέτρου αβεβαιότητας των προβλέψεων ως απόκλιση των απόψεων από μια κεντρική γνώμη(κάτι σαν τον μεσο όρο των προβλέψεων ή consensus). Τέλος μελετάται η επίδραση των προβλέψεων στην τιμή της αναλυώμενης εταιρίας σε περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης

2.1 Δραστηριότητα αναλυτών

Η δραστηριότητα και η ακρίβεια των χρηματοοικονομικών αναλυτών ανά τον κόσμο είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Η διαθεσιμότητα αξιόπιστης πληροφορίας είναι κρίσιμο ζητούμενο που επηρεάζει σημαντικά την κεφαλαιακή διάρθρωση σε παγκόσμιο

επίπεδο (Chang, J Khanna, T Palepu 2000) αλλά προσφέρει και στην συνολικότερη ανάπτυξη των εταιριών (Chang, J Khanna, T Palepu 2000). Οι πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις στην Ασία αποκάλυψαν άλλωστε τον σημαντικό ρόλο των διαμεσολαβητών της πληροφορίας στην ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών.

Δύο κατηγορίες παραγόντων επηρεάζουν την δραστηριότητα των αναλυτών. Η πρώτη κατηγορία έχει να κάνει με την διάρθρωση των θεσμών σε επίπεδο χώρας (La Porta et al. 1998, Ball, Kothari and Robin 1998). Η διακύμανση των αναλύσεων μπορεί κάλλιστα να αποδοθεί στην διαφορετικότητα και την ποικιλία των θεσμών από χώρα σε χώρα. Η δεύτερη κατηγορία αφορά την οργανωτική δομή των επιχειρήσεων που επηρεάζει την ακρίβεια και την προσβασιμότητα στην πληροφορία. Αν εστιάσουμε σε διάφορα επιχειρηματικά μοντέλα θα δούμε ότι υπάρχουν δομές που δημιουργούν προβλήματα διαφάνειας (π.χ. πυραμίδα). Άλλωστε αν παρατηρήσουμε την ακρίβεια των προβλέψεων σε επιχειρήσεις με θυγατρικές, θα βρούμε ότι είναι μικρότερη σε σχέση με λιγότερο ολοκληρωμένα επιχειρηματικά μοντέλα. Αν επιχειρούσαμε να δώσουμε έναν ορισμό των ενοποιημένων επιχειρηματικών μοντέλων, θα λέγαμε ότι είναι όμιλοι με νομικά ανεξάρτητες εταιρίες, ελεγχόμενες τυπικά από την μητρική εταιρία και ενωμένες μεταξύ τους με ένα πλέγμα μηχανισμών, επιχειρηματικής ηθικής και αμοιβαιότητας. (Khanna and Palepu 1997, 1999 Myers 1999)

Σαν σημαντικότερος παράγοντας όμως επηρεασμού των χρηματοοικονομικών αναλύσεων αναδεικνύεται η διαφορετικότητα των θεσμών και των δομών σε κάθε χώρα. Η πολυπλοκότητα του νομοθετικού πλαισίου και της δομής των πληροφοριών στην εκάστοτε χώρα προκαλεί πολύ μεγαλύτερες συγχύσεις στις αναλύσεις απ ότι η οργανωτική διάρθρωση των επιχειρήσεων. Έτσι ο πρωταρχικός πυλώνας για την βελτίωση των αναλύσεων σε παγκόσμια κλίμακα είναι η ανάπτυξη των θεσμικών δομών κάθε χώρας.

Σαν σημαντικότερα μέτρα της ακρίβειας των αναλύσεων θεωρούμε το προβλεπτικό λάθος που ορίζεται σαν η διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθέντων κερδών μείον τα εκτιμώμενα κέρδη προς τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και η προβλεπτική διασπορά όπου ορίζεται σαν ο λόγος της τυπικής απόκλισης των προβλέψεων προς τον μέσο τους (Chang, Khana, Palepu 2000).

Μελετώντας την δραστηριότητα των αναλυτών ανα τον κόσμο, μπορούμε να καταλήξουμε σε τρία συμπεράσματα. Πρώτον οι προβλέψεις ποικίλουν από χώρα σε χώρα. Δεύτερον, η διακύμανση των προβλέψεων δεν είναι αναγκαστικά συνάρτηση της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και τρίτον όταν το μέγεθος της εταιρίας

επηρεάζει την ανάλυση, τότε και άλλοι συγκεκριμένοι παράγοντες της χώρας τείνουν να είναι σημαντικοί.

Πώς όμως επηρεάζεται ο αριθμός των απαιτούμενων αναλυτών από τα διάφορα χαρακτηριστικά?

Εταιρίες με μεγάλη εμπορική δραστηριότητα και μεγάλο μέγεθος είθισται να τις συνοδεύουν περισσότεροι αναλυτές. Συνήθως γιατί απολαμβάνουν μεγαλύτερες αμοιβές (Chang, Khana, Palepu 2000). Είναι επίσης γνωστό ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης επηρεάζει περισσότερο ευαίσθητα αξιόγραφα όπως είναι οι μετοχές. Οπότε σύμφωνα με τους Rajan and Zingales (1995) σε χώρες που παρατηρούνται ασυμμετρίες πληροφόρησης και τα περισσότερα εξωτερικά κεφάλαια πηγάζουν από την κεφαλαιαγορά, οι περισσότεροι αναλυτές φαντάζουν απαραίτητοι. Ακόμα σε χώρες που το νομοθετικό πλαίσιο στηρίζει τους επενδυτές και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας (π.χ. αγγλοσαξονικές-La Porta et al 1998) εμφανίζονται περισσότεροι αναλυτές.

Ένα ακόμα στοιχείο που επηρεάζει τον αριθμό των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών αναλυτών είναι η εταιρική ιδιοκτησιακή δομή. Εταιρίες που είναι πιο συγκεντρωτικές στην ιδιοκτησιακή τους δομή επικοινωνούν αρκετά μέσω εσωτερικών καναλιών μειώνοντας την ζήτηση για αναλυτές (Chang, Khana, Palepu 2000).

Εταιρίες με μεγαλύτερη διασκόρπηση των ιδιοκτητών τους χρειάζονται μεγαλύτερο αριθμό αναλυτών. Σε ένα φιλελευθεροποιημένο σύστημα όπου ευνοείται η εισαγωγή επενδυτών από το εξωτερικό επίσης χρειάζονται περισσότεροι αναλυτές. Αν μάλιστα αντιμετωπίζουν και ασυμμετρίες πληροφόρησης σε σχέση με τους ντόπιους επενδυτές, η ζήτηση για αναλυτές αυξάνεται.

Τέλος ο αριθμός των αναλυτών είναι θετική συνάρτηση με το βαθμό απελευθέρωσης της πληροφορίας που διοχετεύουν οι εταιρίες στην αγορά αφού έτσι μειώνονται τα κόστη έρευνας στην εταιρία (Chang, Khana, Palepu 2000).

Η επίδραση των λογιστικών στοιχείων και του νομοθετικού πλαισίου μπορεί να είναι αμφίσημη στα λάθη των αναλυτών (Lang and Lundholm 1996). Για να ξεπεράσουμε αυτήν την αμφισημία εξετάζουμε την σχέση μεταξύ των προβλέψεων και των τιμών των μετοχών. Εισάγουμε (Chang, Khana, Palepu 2000) το μέτρο της προνοητικής απόδοσης, μιας υποθετικής απόδοσης που πραγματοποιείται ένα χρόνο μετά τις πληροφορίες που προσφέρουν οι προβλέψεις των αναλυτών. Αυτή η απόδοση στο μέλλον σχετίζεται θετικά με τα υψηλής ποιότητας λογιστικά στοιχεία και την προστατευτική νομοθεσία.

Ακόμα οι προβλέψεις σχετίζονται θετικά με τον αυξανόμενο αριθμό αναλυτών (Alford and Berger, 1999) ενώ παρατηρούμε αρνητική σχέση στην μεταβλητότητα των μετοχών και την παρουσία των αναλυτών. Οι διαφορές επίσης στην βιομηχανική οργάνωση και στα λογιστικά πρότυπα από χώρα σε χώρα επηρεάζουν την δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών αναλυτών.

Αναγάγοντας συγκεκριμένα θεσμικά χαρακτηριστικά όπως η φήμη μιας εταιρίας, η οργανωτική της κατανομή και το ιδιοκτησιακό της καθεστώς σε δείκτες διαφάνειας του επιχειρηματικού συστήματος ανα τον κόσμο, ίσως θα ήταν πιο εφικτό να ελέγξουμε την αξιοπιστία των αναλύσεων. Έτσι ο υψηλότερος δείκτης διαφάνειας αποτελεί και δείκτη ακρίβειας για τις προβλέψεις. Παρατηρείται μεγάλη ποικιλία στην έκταση και στην αξιοπιστία των προβλέψεων παγκοσμίως και θετική συσχέτισή τους με παράγοντες όπως το μέγεθος της μετοχικής αγοράς σε σύγκριση με το ΑΕΠ της κάθε χώρας, το μέσο μέγεθος των εταιριών, την ποιότητα των λογιστικών αποκαλύψεων και το νομοθετικό πλαίσιο της κάθε χώρας. Η άποψη πως τα επιχειρηματικά σχήματα των ομίλων παρουσιάζουν λιγότερη διαφάνεια και άρα μεγαλύτερη διασπορά των αναλύσεων δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τα εμπειρικά στοιχεία των Chang, Khanna and Palepu (2000) αφού τα προβλεπτικά λάθη είναι μικρότερα σε τέτοια επιχειρηματικά μοντέλα. Άλλη μια απόδειξη ότι ο σημαντικότερος λόγος επηρεασμού της δραστηριότητας των αναλυτών αποτελείται από τις πληροφοριακές και νομοθετικές δομές της κάθε χώρας.

2.2 Συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των αναλυτών

Οι αναλυτές, όπως και οποιοσδήποτε άλλος οικονομικός παράγοντας αυτού του σύνθετου κόσμου που ζούμε, είναι ευεπίφοροι σε μεροληψίες. Αυτές μπορεί να προέρχονται είτε από την τάση τους να ακολουθούν τον ισχυρό, είτε επειδή ακολουθούν τις πεποιθήσεις τους, ή ακόμα και ενσυνείδητα από δόλο

2.2.1 Ακολουθώντας τον ηγέτη

Οι προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών παίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην πολυπλοκότητα των επενδυτικών αποφάσεων αλλά και στην διαμόρφωση

των οικονομικών συνθηκών. Αν μπορέσουμε να διακρίνουμε τους κορυφαίους αναλυτές από τους υπόλοιπους τότε μπορούμε να έχουμε μια εγκυρότερη εικόνα της αγοράς. Τα στοιχεία που ξεχωρίζουν τους κορυφαίους αναλυτές είναι η εγκαιρότητα στην πρόβλεψη (Cooper,Day,Lewis 2001), η συναλλακτική δραστηριότητα που πραγματοποιείται μετά την πρόβλεψη και η ακρίβεια. Έχουν επίσης τάση απόσχισης από ομαδοποιημένες αναλύσεις (StickeI 1990,Lamont 1995). Παρουσιάζεται μάλιστα έντονη συσχέτιση των προβλέψεων των αναγνωρισμένων αναλυτών με τις τιμές των αξιογράφων. Η αποψη τους ακόμα δείχνει να επηράζει την διακύμανση της τιμής των προϊόντων στις διεθνείς αγορές. (Kim and Verrecchia 1990). Μια πλήρης συμβουλευτική εταιρία διαθέτει ανθρώπους οι οποίοι παρέχουν επενδυτικές συμβουλές στους πελάτες τους για την αξία των αξιογράφων. Οι αναλύσεις εστιάζονται στα μελλοντικά κέρδη των εταιριών, στα θεμελιώδη χαρακτηριστικά τους και τελικά σε πλήρεις επενδυτικές συστάσεις.

Κάθε αναλυτής μπορεί να έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στην ανάλυση μιας μετοχής λόγω προσωπικής ικανότητας, καλύτερης εκπαίδευσης ή ανάπτυξης εγγύτερων σχέσεων με τον μελετώμενο επιχειρηματικό όμιλο. Πολλές φορές τέτοιοι παράγοντες καθορίζουν τις κυρίαρχες τάσεις στο χώρο των αναλυτών αναδεικνύοντας τους κορυφαίους που με την σειρά τους, λόγω της δυναμικής που αναπτύσσουν οι συστάσεις τους, κατευθύνουν τους επενδυτές να αυξήσουν ή να μειώσουν την εμπορική δραστηριότητά τους και τελικά να επηρεάσουν τις τιμές. Σίγουρα πάντως δεν είναι πάντα εύκολο για τους αναλυτές να αποκρυπτογραφήσουν τα κρυμμένα μυστικά των χρηματοοικονομικών και λογιστικών καταστάσεων της κάθε εταιρίας.

Ένας καταλυτικός παράγοντας για τις αναλύσεις, που οδηγεί στην αύξηση της έντασης των αγοραπωλησιών και κατ επέκταση στην μεταβολή των τιμών, είναι η εγκαιρότητά τους. Μια έγκαιρη ανάλυση δείχνει πλεόνασμα πληροφοριών και οδηγεί τον αναλυτή στο να χαρακτηριστεί κορυφαίος. Έτσι αναπτύσσεται έντονη σχέση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού ως προς την πρόβλεψη. Ακόμα οι υψηλής ποιότητας αναλυτές εμφανίζουν την τάση να ξεφύγουν από συναινετικές αναλύσεις του σωρού. Εμπιστευόμενοι τις ικανότητές τους και την πληροφόρησή τους, χάνουν κάθε κίνητρο να συμμετέχουν σε ομαδοποιημένες απόψεις αφού υποστηρίζουν την δικιά τους άποψη και ας είναι διαφορετική.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αποφύγουμε μια παρεξήγηση. Παρόλο που η πρόβλεψη ενός αναγνωρισμένης αξίας αναλυτή έχει μεγαλύτερη σημασία για έναν επενδυτή, εντούτοις δεν επιτρέπει υπερκέρδη. Όλα εξαρτώνται πάντα από την

διαθέσιμη πληροφορία. Συνήθως οι αναλυτές και δη οι κορυφαίοι, είναι χρησιμότεροι σε δυναμικές βιομηχανίες όπου ο ανταγωνισμός είναι πιο έντονος και η ανάγκη για καλύτερη αποκρυπτογράφηση των διαθέσιμων πληροφοριών μεγαλύτερη.

Η εγκαιρότητα προσδιορίζεται από την ευνοϊκή πρόσβαση που μπορεί να έχει ένας αναλυτής στην πληροφορία. Σε περίπτωση που ένας αναλυτής μπορεί να κάνει πρόβλεψη γρηγορότερα από τον μέσο όρο, τότε η αγορά έχει μια ένδειξη ότι αυτός ο αναλυτής είναι ικανός συλλέκτης πληροφορίας. Σημαντικό ρόλο παίζει και το κατά πόσο γρήγορα αφομοιώνει η αγορά τις πληροφορίες των προβλέψεων. Έτσι σε περίπτωση που οι τιμές προσαρμοστούν γρήγορα στην νέα πληροφορία, τότε δεν εμφανίζονται υπερκανονικές αποδόσεις. Σε περίπτωση όμως μιας πιο αργής προσαρμογής μπορεί να έχουμε και υπερκέρδη. Οι υπερβολικές αποδόσεις μετά από μια περίοδο προβλέψεων δεν είναι αναγκαστικά ένδειξη αναποτελεσματικής αγοράς. (Cooper, Day, Lewis 2001)

Η αυξημένη εμπορική δραστηριότητα των αξιογράφων μετά από αναλύσεις είναι επίσης ένα στοιχείο που ξεχωρίζει τους καλούς αναλυτές (Cooper, Day, Lewis 2001). Από τη στιγμή που η ανάλυση θα αποκαλύψει πληροφορίες που δεν αντικατοπτρίζονται στην τιμή του αξιογράφου, είναι πιθανό να αυξηθούν οι αγοραπωλησίες του. Η υπερκανονική εμπορευματική δραστηριότητα λοιπόν αποτελεί έναν καλό προπομπό της ποιότητας των πληροφοριών που εμπεριέχουν οι προβλέψεις. Σε σχέση με το κριτήριο της εγκαιρότητας αυτός ο δείκτης έχει ένα πλεονέκτημα στο γεγονός ότι μπορεί να ξεχωρίσει, μέσω της ακολουθούμενης αντίδρασης, ποια πρόβλεψη εμπεριέχει πράγματι χρήσιμες πληροφορίες. Γιατί είναι πιθανόν να υπάρχουν έγκαιρες προβλέψεις που να μην εμπεριέχουν χρήσιμες πληροφορίες. Έχει όμως και ένα μειονέκτημα αυτός ο δείκτης. Μπορεί να υπάρξει έντονη περίοδος συναλλαγών μετά την ανακοίνωση μιας ανάλυσης, η οποία όμως να οφείλεται κυρίως σε μια σημαντική εταιρική ανακοίνωση παρά στην ίδια την ανάλυση. Αυτός ο διαχωρισμός είναι μερικές φορές δυσδιάκριτος.

Τέλος ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας μιας καλής ανάλυσης είναι η ακρίβεια των προβλέψεων της. Συνήθως ένας καλά πληροφορημένος αναλυτής είναι και πιο ακριβής στις προβλέψεις του. Το πρόβλημα σε αυτή την περίπτωση είναι ο εντεινόμενος ανταγωνισμός που εμφανίζεται και μεταξύ των αναλυτών. Για να προλάβουν τον ανταγωνισμό πολλοί αναλυτές βιάζονται να δημοσιεύσουν τις προβλέψεις τους και να προκαλέσουν εμπορική δραστηριότητα. Αυτές οι βιαστικές προβλέψεις όμως μπορεί να υπολλείπονται σε ακρίβεια κάτι που έχει ως συνέπεια

τελικά οι αναλυτές που έπονται σε εγκαирότητα να κάνουν πιο ακρίβεις προβλέψεις από τους «βιαστικούς» συναδέλφους τους.

Οι προβλέψεις των κορυφαίων αναλυτών είναι λοιπόν πιο πληροφοριακές από αυτές του μέσου όρου, κάτι που φανερώνεται και από τις αντιδράσεις της αγοράς. Γι αυτό το λόγο παρατηρούμε και μεταβολές στις τιμές των αξιογράφων μετά από τέτοιες προβλέψεις αφού θεωρούνται αξιόπιστοι οιωνοί των θεμελιωδών στοιχείων μιας εταιρίας.

2.2.2 Μεροληψίες

Οι προβλέψεις των αναλυτών δεν ακολουθούν πάντα την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών αφού χαρακτηρίζονται από μεροληπτικές συμπεριφορές. Μέσω των προβλέψεων οι αναλυτές φανερώνουν τις προσδοκίες τους οι οποίες είναι μεροληπτικές και συνδέονται με την δημοσιευμένη πληροφορία. Πολλές φορές θα παρατηρηθούν φαινόμενα μεροληψίας, είτε λόγω υπερβολικής σιγουριάς που διακατέχει των αναλυτή λόγω των ιδιωτικών του πληροφοριών, είτε λόγω μεροληψίας που προκαλείται από τις προσωπικές του πεποιθήσεις. Και στις 2 περιπτώσεις τα φαινόμενα μεροληψίας των αναλυτών προκαλούν στρεβλώσεις στην τιμολόγηση των αξιογράφων.

Οι προβλέψεις κερδών αποτελούν σημαντική πηγή πληροφόρησης για την αποτίμηση εταιριών και αξιογράφων. Οι προβλέψεις που γίνονται από αναλυτές τείνουν να δίνουν πιο ακριβείς πληροφορίες έναντι των πιο στείρων στατιστικών προβλέψεων (πχ αναλυση χρονοσειρών) κυρίως γιατί επεξηγούν καλύτερα τον πολύπλοκο οικονομικό κόσμο που ζούμε εμπειρέχοντας και στοιχεία όπως οι προσδοκίες ή οι ιδιωτικές πληροφορίες. Ενέχουν όμως τον κίνδυνο της μεροληψίας.

Τα περισσότερα μοντέλα αποτίμησης υποθέτουν ορθολογικές συμπεριφορές. Όμως στα πιο πρόσφατα μοντέλα έχουμε χαλάρωση αυτής της μάλλον ουτοπικής υπόθεσης. Αυτά τα συμπεριφορικά μοντέλα βασίζονται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές εμφανίζουν υπερβολική σιγουριά για τις ιδιωτικές πληροφορίες που κατέχουν για τις αποδόσεις των μετοχών (Friesen G., Weller 2006). Μάλιστα δίνουν πολύ μεγαλύτερο βάρος σε αυτές τις πληροφορίες σε αντίθεση με τις δημόσια δημοσιευμένες. Έτσι παρατηρούνται φαινόμενα βραχυπρόθεσμης αντίδρασης των αγορών εξαιτίας αυτής της προσωπικής μεροληψίας επενδυτών και αναλυτών, όπου η εντασή τους εξαρτάται από την έκταση της υπερβολικής σιγουριάς. Επιπρόσθετα μεταξύ των αναλυτών

εμφανίζεται και ένα διαφορετικό είδος μεροληψίας που βασίζεται στις προσωπικές τους πεποιθήσεις. Αν ένας αναλυτής έχει μια αισιόδοξη άποψη για τα κέρδη μιας εταιρίας κατευθύνει και τις μετέπειτα αναλύσεις του, στην βάση αυτής της προσωπικής του άποψης, ακόμα και αν τα δεδομένα έχουν αλλάξει.

Με αυτές τις παρατηρήσεις που κάναμε παραπάνω γίνεται αντιληπτό πλέον ότι η αναποτελεσματικότητα που παρατηρείται λόγω μεροληψίας στις προβλέψεις αποτελεί μέρος του «παιχνιδιού» στις διεθνείς αγορές. Εμπειρικά μπορούμε να πούμε ότι η μέτρηση αυτής της αναποτελεσματικότητας στηρίζεται σε μια θεμελιώδη ιδιότητα. Οτι δηλαδή η ακρίβεια μιας πρόβλεψης δεν είναι πιθανό να βελτιωθεί με το να περιλάβει όλες τις διαθέσιμες προβλέψεις από τις προηγούμενες αναλύσεις. Και αυτό γιατί οι προηγούμενες αναλύσεις εμφανίζουν μεροληψίες.

Οι έρευνες (Friesen G., Weller 2006) διακρίνουν 2 κατηγορίες μεροληψίας. Υπάρχει λοιπόν η μεροληψία η οποία οφείλεται σε υπερβολική αισιοδοξία. Αυτή η αισιοδοξία μπορεί να οφείλεται σε αντικρουόμενα κίνητρα, σε ορθολογισμό, ή σε λάθη μέτρησης. Εμφανίζεται ιδιαίτερα σε περιπτώσεις συναινεσης (consensus) προβλέψεων και σε μεγαλύτερους ορίζοντες πρόβλεψης. (Lim 2001.)

Παρατηρείται όμως και μεροληψία λόγω της αναποτελεσματικής χρήσης πληροφοριών. Το φαινόμενο αυτό εμφανίζεται κυρίως μέσω της υπεραντίδρασης στις καινούριες πληροφορίες. Έτσι έχουν καταγραφεί αντιδράσεις αναλυτών που ρέπουν να ακολουθούν την κυρίαρχη τάση στις προβλέψεις (Trueman 1994). Οι αναλυτές που το κάνουν αυτό είναι συνήθως λιγότερο έμπειροι ενώ οι πιο φημισμένοι αναλυτές μπορεί να λειτουργούν υπερβολικά εναντίον της κυρίαρχης άποψης (Friesen G., Weller 2006). Ταυτόχρονα πολλές φορές, οι έρευνες (Friesen G., Weller 2006) έδειξαν υπεραντίδραση σε θετικές πληροφορίες σε αντίθεση με τις αρνητικές. Υπάρχει λοιπόν μια διασπορά ευρημάτων στο κατά πόσο ένας αναλυτής χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τις πληροφορίες που διαθέτει κάτι όμως που δεν προσβάλλει αναγκαστικά την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.

Η ψυχολογία ενός αναλυτή παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην προβλεπτική του ικανότητα. Τόσο η μεροληψία λόγω υπερβολικής σιγουριάς όσο και λόγω προηγούμενων αντιλήψεων καταδεικνύουν την εμφάνιση της ψυχολογίας στην λήψη αποφάσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ότι πολλές φορές οι άνθρωποι τείνουν να απορρίπτουν απ ευθείας στοιχεία και πληροφορίες που αντιβαίνουν στην αρχικώς δομημένη άποψή τους. Αυτό όμως επηρεάζει καταλύτικα τις προβλέψεις ενός αναλυτή και τις κάνει να απέχουν πολύ από το ορθολογικό μοντέλο.

Η υπόθεση που κάνουμε όταν βλέπουμε μια πρόβλεψη είναι ότι αντικατοπτρίζει τις πραγματικές προσδοκίες του αναλυτή. Αυτό όμως αμφισβητείται κυρίως για ψυχολογικούς λόγους. Αναλυτές με χαμηλότερη ικανότητα τείνουν να υποτιμούν τις πληροφορίες του και να ακολουθούν την τάση (Friesen G., Weller 2006). Σε μια τέτοια κατάσταση η χρήση της προβλεπτικής ακρίβειας σαν μέτρο ικανότητας έχει αδυναμίες εξαιτίας του δειγματοληπτικού σφάλματος αλλά και της τάσης απομάκρυνσης από την κυρίαρχη άποψη μέσω της υπερεκτίμησης της ιδιωτικής πληροφορίας από ικανότερους κατα βάση αναλυτές.

Η ψυχολογία εξηγεί και την άλλη τάση μεροληψίας που βασίζεται στην υπερβολική σιγουριά. Οι έρευνες δείχνουν ότι το φαινόμενο της υπερβολικής σιγουριάς εμφανίζεται σε αναλύσεις εταιριών όπου η πληροφορία είναι αμφιλεγόμενη και η ποιότητά της φτωχή (Friesen G., Weller 2006). Ένα μέτρο που χρησιμοποιείται (Daniel and Titman 1999) για να καταδείξει ότι μια εταιρία έχει αμφιλεγόμενες πληροφορίες είναι η χαμηλή αξία του δείκτη λογιστικής προς αγοραία τιμή.

Όπως με την υπερβολική σιγουριά, έτσι και το φαινόμενο της μεροληψίας που βασίζεται σε παρελθούσες πεποιθήσεις, επηρεάζεται από τα κίνητρα. Οι αναλυτές δεν είναι ιδιαίτερα πρόθυμοι να επαναλάβουν τις προβλέψεις τους για εταιρίες που εμφανίζουν αρνητικά αποτελέσματα (Friesen G., Weller 2006). Αυτό αντιβαίνει με την άποψη της θεωρίας της μεροληψίας όπου οι αναλυτές αναπαράγουν τις απόψεις τους ανεξαρτήτως της ακρίβειας της προηγούμενης πρόβλεψης.

Συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε ότι οι αναλυτές δίνουν μεγάλο βάρος στις πληροφορίες που διαθέτουν ενώ τα λάθη του παρελθόντος δεν τους επηρεάζουν στις παροντικές αναλύσεις τους αφού ακολουθούν μεροληπτικά την θεμελιώδη άποψη τους. Η ψυχολογία και τα κίνητρα παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη μεροληπτικών τάσεων. Τέλος είναι εντυπωσιακό το γεγονός ότι πολλοί αναλυτές διακρίνουν μεροληψία στις προβλέψεις των άλλων συναδέλφων τους, αντιδρώντας μωπικά με την δική τους μεροληψία.

Συνεχίζοντας λοιπόν το ψάξιμο της διεθνούς βιβλιογραφίας διαπιστώνουμε και άλλα ενδιαφέροντα στοιχεία. Η αμεροληψία των προβλέψεων δεν συνάδει πάντα με την ακρίβειά τους. Έρευνες (Lim 2001) δείχνουν ότι οι θετικά προβλεπόμενες μεροληπτικές προβλέψεις είναι και οι βέλτιστες. Αυτό το συμπέρασμα μπορούμε να το αντλήσουμε αν αναλογιστούμε το εξής. Σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον αγοράς όπου δραστηριοποιούνται πολλοί επαγγελματίες αναλυτές, οι επενδυτές περιμένουν τις ακριβείς προβλέψεις τους για να προχωρήσουν στις επενδυτικές αποφάσεις τους. Η

διοίκηση της κάθε εταιρίας αποτελεί μια κρίσιμη πηγή εσωτερικής πληροφόρησης στην οποία κάθε αναλυτής θα ήθελε να είχε πρόσβαση για να βελτιώσει την ακρίβεια των προβλέψεών του. Ταυτόχρονα η διοίκηση κάθε εταιρίας θέλει να βλέπει ευημερούσες προβλέψεις για τα οικονομικά της ουτοσώστε να προβαίνει με μεγαλύτερη ευχέρεια στις μελλοντικές της επενδύσεις εξασφαλίζοντας ευκολότερα χρηματοδότηση. Έτσι οι αναλυτές προβλέπουν με θετική μεροληψία τα κέρδη της εταιρίας με σκοπό να αποκτήσουν προνομιούχο θέση στην εσωτερική πληροφόρηση και κατ επέκταση να μειώσουν την διακύμανση των προβλέψεων τους βελτιώνοντας την ακρίβεια. (Lim 2001)

Τα παραπάνω αποτελέσματα βασίζονται στην υπόθεση ότι οι αναλυτές επιθυμούν να ελαχιστοποιήσουν το λάθος. Πολλές φορές όμως οι αναλυτές δεν λειτουργούν λογικά. Αυτό συμβαίνει για 2 λόγους. Αρχικά παρατηρείται ότι οι προβλέψεις υπόκεινται σε αντικρουόμενα κίνητρα. Οι λόγοι είναι είτε η ανάπτυξη ιδιαίτερων σχέσεων με συγκεκριμένα επιχειρηματικά κέντρα είτε η ανάγκη των αναλυτών να διατηρήσουν την φήμη τους ακολουθώντας την κυρίαρχη γνώμη στις προβλέψεις(herding). (Scharfstein and Stein 1990)

Μια δεύτερη παράμετρος που προκύπτει από την σφαίρα της ψυχολογίας μας λέει πολλές φορές οι αναλυτές εμφανίζονται συστηματικά υπεραισιόδοξοι. Υπεραντιδρούν σε υπερβολικές προσδοκίες και σε παρελθοντικές πληροφορίες, ιδιαίτερα θετικά στα θετικά νέα, ενώ υποαντιδρούν στα αρνητικά νέα. (Lim 2001). Αυτές οι διαφορές στις αντιδράσεις τους στρεβλώνουν και την ακρίβεια των προβλέψεών τους.

Σημαντική διαφοροποίηση παρατηρούμε στις προβλέψεις αναλυτών όπου η μεσιπική εταιρία τους χρηματοδοτείται με την αναλυόμενη εταιρία. Σε αυτή την περίπτωση ο αναλυτής μεροληπτεί υπέρ του βασικού χρηματοδότη και προωθεί μέσω των προβλέψεων του την τιμή της μετοχής του. (Lim 2001). Από την άλλη πλευρά βέβαια ο αναλυτής έχει προνομιούχο εσωτερική πληροφόρηση για τα οικονομικά της εταιρίας εξαιτίας αυτής της σχέσης χρηματοδότησης. Επίσης οι εταιρίες μπορεί να αρχίσουν να διοχετεύουν περισσότερες πληροφορίες στο κοινό για να αμβλύνουν αυτή την ασυμμετρία πληροφόρησης που δημιουργείται. Συνεπώς οι προβλέψεις από χρηματοδοτούμενους αναλυτές παρουσιάζουν ποικιλία ιδιοτήτων που τις διαχωρίζουν από τον μέσο όρο.

Μελετώντας τα μεροληπτικά στοιχεία των αναλυτών με βάση τα χαρακτηριστικά των εταιριών παρατηρείται (Lim 2001) ότι εταιρίες που εμφανίζουν ένα πιο ομιχλώδες «τοπίο» πληροφοριών, σχετίζονται και με περισσότερες μεροληπτικά αισιόδοξες

προβλέψεις. Γενικά μιλώντας, οι μεγαλύτερες σε μέγεθος εταιρίες καλύπτονται από περισσότερους αναλυτές και παρουσιάζουν πιο πλούσιο περιβάλλον πληροφοριών.

Η αβεβαιότητα στα κέρδη βασίζεται κυρίως στα ιστορικά στοιχεία και στην μεταβλητότητα στην τιμή της μετοχής. Συνήθως αυτή η αβεβαιότητα είναι μεγαλύτερη σε εταιρίες που υπόκεινται σε άσχημα νέα αφού οι διευθυντές τους είναι λιγότερο πρόθυμοι να δώσουν πληροφορίες. Αντίθετα όταν έχουμε καλά νέα υπάρχει κίνητρο να διοχετευτούν αυτά τα νέα όσο το δυνατόν πιο σύντομα στους επενδυτές. Οι έρευνες έχουν δείξει ότι τα άσχημα νέα διαχέονται πιο αργά από ότι τα καλά στους επενδυτές και οι αναλυτές τείνουν να μεροληπτούν θετικά στις προβλέψεις τους για εταιρίες που εμφάνισαν απογοητευτικά κέρδη στο παρελθόν ή πτώση στις μετοχικές τιμές τους.

Συμπερασματικά, οι μεροληψίες στις προβλέψεις είναι μεγαλύτερες σε μικρές εταιρίες, εταιρίες που εμφανίζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα, αρνητικά αποτελέσματα κερδών στο παρελθόν και αρνητικές μετοχικές αποδόσεις.

Εξετάζοντας τώρα το μέτρο της μεροληψίας με βάση τα χαρακτηριστικά των αναλυτών (Lim 2001) διαπιστώνεται μικρότερη θετικά μεροληπτική διάθεση όταν υπάρχει μικρότερη πρόσβαση στην διοίκηση και άρα και μικρότερη πρόσβαση στην εσωτερική πληροφορία κάθε εταιρίας. Αναλυτές που εργάζονται σε μεγάλες συμβουλευτικές εταιρίες ή είναι αρκετά έμπειροι έχουν λιγότερη ανάγκη να καλλιεργήσουν σχέσεις εγγύτητας με την διευθυντική ομάδα της κάθε εταιρίας. Έτσι οι λιγότερο έμπειροι αναλυτές έχουν την τάση να διατείνονται πιο θετικά στις προβλέψεις τους. Αυτό το φαινόμενο είναι πιο έντονο στις μεγάλες εταιρίες έναντι των μικρών κυρίως λόγω της ανάγκης των αναλυτών να κερδίσουν την εύνοια, μέσω μεροληπτικών προβλέψεων, από μια ηγετίδα εταιρία. Γι αυτόν άλλωστε το λόγο και οι λιγότερο πληροφορημένοι αναλυτές παρουσιάζουν τάσεις μιμιτισμού και αποδοχής της διαδεδομένης άποψης.

Κλείνοντας θα μπορούσαμε να πούμε ότι με βάση τα παραπάνω η αμεροληψία των αναλύσεων δεν μας οδηγεί πάντα στην βέλτιστη πρόβλεψη. Πολλοί αναλυτές για να αυξήσουν την ακρίβεια των προβλέψεων τους προβαίνουν σε αισιόδοξες μεροληπτικές αναλύσεις με στόχο να βελτιώσουν την προσβασή τους στην διευθυντική ομάδα της κάθε εταιρίας, δηλαδή στην πηγή της εσωτερικής πληροφόρησης. Οι θετικά μεροληπτικές αναλύσεις είναι περισσότερες για εταιρίες που εμφανίζουν αβέβαιες πληροφορίες και πραγματοποιούνται από αναλυτές που

εναποθέτουν της «ελπίδες» τους για καλή εσωτερική πληροφόρηση στην ανάπτυξη ιδιαίτερων σχέσεων με την διοίκηση της κάθε εταιρίας.

2.3 Ασυμμετρία πληροφόρησης

Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές υπόκεινται συνήθως σε ασυμμετρη πληροφόρηση. Είναι μια κατάσταση στην οποία η ποσότητα αλλά και η ποιότητα της πληροφορίας δεν είναι ίδια για όλους τους αναλυτές. Η διαφοροποίηση στην πληροφορία διαφοροποιεί και τις προβλέψεις από αναλυτή σε αναλυτή και πιθανόν αυξάνει και την διασπορά των αναλύσεων που όπως θα δούμε παρακάτω αποτελεί μέτρο αβεβαιότητας και κινδύνου των προβλέψεων. Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται ο τρόπος μέτρησης της ασύμμετρης πληροφόρησης, η σύνδεσή της με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη αλλά και οι επιπτώσεις της σε συνθήκες αγοράς.

2.3.2 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και ασυμμετρία πληροφόρησης.

Η άποψη ότι ο βαθμός ασυμμετρίας πληροφόρησης μειώνεται με την ανάπτυξη ενός χρηματοοικονομικού συστήματος είναι ισχυρή. Σε αυτό το πλαίσιο, η συναίνεση στις προβλέψεις των αναλυτών φαίνεται να συνάδει με ένα ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα. (Antzoulatos, et al)

Είναι σαφές ότι η ανάγκη δημόσιας πληροφόρησης είναι κρίσιμος παράγοντας για τις προοπτικές μιας εταιρίας και την εξωτερική χρηματοδότηση της. Τείνει μάλιστα να είναι σημαντικότερη σε χρηματοοικονομικά συστήματα που στηρίζονται στην κεφαλαιαγορά και όχι στα αμιγώς τραπεζικά συστήματα (Beim and Calomiris 2001, Mishkin 2000, Diamond 1984). Τα τραπεζικά συστήματα αντλούν κυρίως πληροφορίες μέσω της διαμεσολάβησης και των στενότερων σχέσεων που αποκτούν με τους δανειζόμενους.

Χωρίς αμφιβολία είναι δύσκολο να ποσοτικοποιήσουμε τον βαθμό της ασύμμετρης πληροφόρησης και της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, κυρίως λόγω της έλλειψης κινήτρων για συμμόρφωση με τους κανόνες αλλά και της δυσκολίας επιβολής των νόμων. Για να υπερκεραστούν αυτές οι δυσκολίες χρειάζεται ενδελεχή μελέτη των

ρυθμών ανάπτυξης αλλά και της εταιρικής χρηματοοικονομικής. (Levine 2004, Clark and Shastri 2001).

Το πιο διαδεδομένο μέτρο που χρησιμοποιείται σαν δείκτης της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι η διασπορά των προβλέψεων κερδοφορίας από τους αναλυτές. Έχει αποδειχθεί (Barry and Brown 1985, Barry and Jennings 1992) ότι αυτές οι αναλύσεις συγκλίνουν με την αύξηση της δημόσιας πληροφόρησης. Ωστόσο αναπτύχθηκε η γνώμη ότι η συναίνεση των αναλυτών είναι ακόμα καλύτερο μέτρο ασυμμετρίας πληροφόρησης και σχετίζεται αρνητικά με αυτήν. (Barron et al 1998, Liang 2003). Ταυτόχρονα αυτή η συναίνεση σχετίζεται θετικά με τους δείκτες που μετράνε την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Εντούτοις οι προβλέψεις των αναλυτών και το μέτρο της συναίνεσης που προκύπτει από αυτές παρουσιάζουν σημαντικές αδυναμίες που επηρεάζουν τη σχέση με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Αυτές οι αδυναμίες εστιάζονται κυρίως σε αντικρουόμενα κίνητρα των αναλυτών σε μεροληψίες, τυχαίες ή εσκεμμένες, αλλά και στο πρόβλημα της αγελοποίησης όπου πολλοί αναλυτές παρασύρονται από την επικρατούσα άποψη και την υποστήριζουν τυφλά. (Antia and Pantzalis 2006, Cooper et al 2001, Friesen and Weller 2006, Lim 2001)

Ο τρόπος με τον οποίο παράγονται οι αναλύσεις βασίζεται σε 2 στάδια (Antzoulatos, et al). Στο πρώτο στάδιο ο αναλυτής προβαίνει σε μια πρόβλεψη η οποία περιλαμβάνει το σετ πληροφοριών που του είναι διαθέσιμο. Στο δεύτερο στάδιο προσαρμόζει τις αρχικές αμερόληπτες προβλέψεις του στα προσωπικά του κίνητρα. Οι αναλύσεις που γίνονται γνωστές στο επενδυτικό κοινό είναι αυτές του δεύτερου σταδίου εμπλουτισμένες με τις αδυναμίες που αναφέραμε παραπάνω. Οι αναλυτές πολλές φορές άλλο πιστεύουν και άλλο δημοσιεύουν. Τελικά όμως η περισσότερη διαθέσιμη πληροφορία μειώνει τα κίνητρα για έκδοση μεροληπτικών προβλέψεων και την απόκλισή τους.

Η συναίνεση λοιπόν των αναλυτών δέχεται 3 επιρροές. Η πρώτη προέρχεται από την παραγματική ασυμμετρία πληροφόρησης η δεύτερη από την επίδραση της αγελοποίησης στις προβλέψεις και η τρίτη από τα αντικρουόμενα κίνητρα των αναλυτών αλλά και τις λογικές μεροληψίες τους. Όλες αυτές οι επιρροές είναι θετικά συσχετισμένες με την ασυμμετρία πληροφόρησης. Ως προς την συναίνεση των αναλυτών επιδρούν διαφορετικά αλλά η συνολική επίδραση τείνει να είναι αρνητική.

Η μέτρηση της ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος γίνεται με την βοήθεια διαφόρων δεικτών (Beck et al 2000) που μετρούν το μέγεθος την

δραστηριότητα και την αποτελεσματικότητα του συστήματος. Παραταύτα δεν υπάρχουν πάντα αντικειμενικοί δείκτες για την μέτρηση αυτής της ανάπτυξης γιατί κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα χαρακτηρίζεται από την δική του ιδιομορφία και από χαρακτηριστικά όπως η πολιτική και ιστορική εμπειρία που μπορεί να διαφέρουν (Chang et al 2000). Ο ιδανικός βέβαια τρόπος για την μέτρηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης ανάγεται στο κατά πόσο τα χρηματοοικονομικά συστήματα μπορούν να εκτελούν αποτελεσματικά τις λειτουργίες τους. Λειτουργίες όπως η παραγωγή πληροφορίας για επενδύσεις, η κατανομή του κεφαλαίου, ο έλεγχος των αγοραπωλησιών, η διαφοροποίηση και η διαχείριση του κινδύνου κ.α. Πρακτικά όμως αυτό είναι αρκετά δύσκολο να ελεγχθεί γιατί μιλάμε κυρίως για ποιοτικές μεταβλητές. Για να υπερκεράσουμε αυτή την δυσκολία, χρησιμοποιούμε 2 τεχνικές. Με την πρώτη αναφερόμαστε, κατά την μέτρηση της χρηματοοικονομικής επέκτασης, στα παρατηρήσιμα στοιχεία ενώ με την δεύτερη στα χαρακτηριστικά του θεσμικού περιβάλλοντος. Οι δείκτες της πρώτης κατηγορίας ποικίλουν. Έτσι μπορεί να χρησιμοποιούμε δείκτες ρευστότητας (ως προς το ΑΕΠ) για την μέτρηση του μεγέθους, δείκτες κυκλοφορίας χρήματος ως προς το ΑΕΠ, δείκτες στοιχείων ενεργητικού κ.α. Οι δείκτες του θεσμικού περιβάλλοντος αποδεικνύουν ότι συνήθως οι ιδιωτικές τράπεζες είναι πιο αποτελεσματικές από τις δημόσιες.

Οι οικονομετρικές μελέτες (Antzoulatos, et al) κατέδειξαν μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ των μέτρων της συναίνεσης των αναλυτών και της αβεβαιότητάς τους με τους δείκτες που μετράνε την δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού συστήματος την ανάπτυξη της ασφαλιστικής βιομηχανίας και των αγορών μετοχών και ομολόγων. Κατέδειξε σχέση δηλαδή με όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων που ήταν μάλιστα θετική με την ύπαρξη ομοψυχίας στις προβλέψεις και αρνητική με την ύπαρξη αβεβαιότητας. Την ίδια στιγμή η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος φανερώνει την μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης. Αυτό αποδεικνύεται από το γεγονός ότι η μεγαλύτερη διαθέσιμη πληροφορία διευκολύνει την διεύρυνση της πιστωτικής επέκτασης και του τραπεζικού δανεισμού, άρα και την κερδοφορία των τραπεζών. Ακόμα ένα χαρακτηριστικό εύρημα αυτών των σχέσεων είναι ότι σε λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές που υπάρχουν υψηλής έντασης ασυμμετρίες πληροφόρησης και αβεβαιότητα στους επενδυτές, προτιμώνται τα κυβερνητικά αξιόγραφα (πχ. ομόλογα) από τα ιδιωτικά.

Η αβεβαιότητα συνδέεται και με μεγαλύτερα επιβαρυντικά κόστη για τις τράπεζες κάτι που φανερώνει αναποτελεσματικότητα. Ειδικά οι μικρότερες τράπεζες επηρεάζονται περισσότερο εξαιτίας του γεγονότος ότι δεν απολαμβάνουν υψηλό μη επιτοκιακό εισόδημα. Τα λιγότερο ανεπτυγμένα τραπεζικά συστήματα σχετίζονται με υψηλότερη αβεβαιότητα. Επίσης η υψηλή ρευστότητα της μετοχικής αγοράς σχετίζεται με λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως και η υψηλότερη μεταβλητότητα της αγοράς σχετίζεται με μεγαλύτερη αβεβαιότητα των αναλυτών.

Μπορούμε να πούμε ότι όσο τα χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύσσονται, τόσο συναινούν οι προβλέψεις των αναλυτών και τόσο η ασυμμετρία πληροφόρησης μειώνεται. Και αυτό παρατηρείται παρότι υπάρχουν διαφορετικές διαρθρωτικές δομές στα τραπεζικά συστήματα από χώρα σε χώρα ενώ και τα μέτρα προδιάθεσης της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι αμφιλεγόμενα. Οι αναλύσεις μπορεί λοιπόν να γίνονται πιο σίγουρες για τους επενδυτές, ελοχεύει όμως πάντα η απειλή του ηθικού κινδύνου. Τέλος ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο σε τέτοια ζητήματα παίζει και το νομοθετικό πλαίσιο που εφαρμόζεται.

2.3.3 Πληροφορία και διασπορά αναλύσεων.

Η χρήση της απόκλισης των προβλέψεων των αναλυτών σαν μέτρο εκτίμησης του κινδύνου των αξιογράφων, είναι αρκετά διαδεδομένη. Δεν λείπουν όμως και τα μειονεκτήματα από αυτή την προσέγγιση. Η απόκλιση των προβλέψεων διαφοροποιείται ανάλογα την πληροφόρηση και ακόμα αν αυτή η πληροφόρηση είναι ιδιωτική ή δημόσια. Παρατηρείται το φαινόμενο η διασπορά των αναλύσεων να αυξάνεται ακόμα και με την αύξηση της ιδιωτικής πληροφορίας προκαλώντας ασυνέπεια στην εκτίμηση του κινδύνου.

Ο κίνδυνος είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει την αβεβαιότητα που διακατέχει τις παραμέτρους ενός μοντέλου αποτίμησης. Αν όλα τα αξιόγραφα έχουν ίση ποσότητα πληροφορίας τότε ο εκτιμημένος κίνδυνος έχει μικρή επίδραση στα μοντέλα ισορροπίας. (Barry 1978, Brown 1979). Η πληροφορία όμως ποικίλει και το ίδιο συμβαίνει και με τον κίνδυνο. Επειδή η επίδραση του εκτιμημένου κινδύνου είναι δύσκολα παρατηρήσιμη, χρησιμοποιούνται διάφορα μέτρα για τον προσδιορισμό

της. Τέτοια μέτρα είναι το μέγεθος της εταιρίας, η ηλικία της, ο αριθμός των αναλυτών που την παρακολουθούν, η απόκλιση των αναλύσεων. (Barry and Jennings R 1992)

Ο λόγος που χρησιμοποιούνται οι διαφωνίες των αναλυτών για τον προσδιορισμό του κινδύνου εξηγείται από την τάση που έχουν οι γνώμες να συγκλίνουν με την αύξηση της πληροφορίας. Η συναίνεση στις απόψεις αποτελεί ένδειξη αύξησης της πληροφόρησης που με την σειρά της αποτελεί μέτρο μείωσης του ρίσκου. Επιπρόσθετα αν οι πληροφορίες κοινοποιούνται σε όλους η τάση για συναίνεση (consensus) αυξάνεται ραγδαία. (Barry and Jennings R 1992). Ακόμα οι εμπειρικές έρευνες (Barry and Brown 1985) κατέδειξαν ότι υπάρχει σαφής σχέση μεταξύ του εκτιμημένου κινδύνου και της απόκλισης των χρηματοοικονομικών αναλύσεων μετά την ενσωμάτωση και την χρήση νέων δημόσιων πληροφοριών.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι πέρα από την δημόσια πληροφορία, που είναι κοινή για όλους, υπάρχει και η ιδιωτική πληροφορία του κάθε αναλυτή. Όταν στην αγορά υπάρχει περισσότερη δημόσια πληροφόρηση έναντι της ιδιωτικής, τότε η παραγωγή επιπρόσθετης ιδιωτικής πληροφορίας από τους αναλυτές οδηγεί τις προβλέψεις σε αποκλίσεις και υπερεκτιμά το ρίσκο. Αυτό γιατί οι αγοραίες τιμές των αξιογράφων αντανακλούν αθροιστικά τις πληροφορίες των αναλυτών ενώ οι προβλέψεις του κάθε αναλυτή δεν αντανακλούν αυτές τις αθροιστικές πληροφορίες και έτσι η αγορά αντιλαμβάνεται ένα μικρό μέγεθος εκτιμώμενου κινδύνου ενώ η διασπορά στις αναλύσεις θα σήμαιναν υπό κανονικές συνθήκες υψηλότερο κίνδυνο.

Πότε όμως στην πραγματικότητα η απόκλιση μεταξύ των προβλέψεων είναι μικρή? Συνήθως όταν υπάρχει μόνο δημόσια πληροφορία και καθόλου ιδιωτική τότε όλοι οι αναλυτές βρίσκονται σε συμφωνία. Ακόμα όταν η ποσότητα της ιδιωτικής πληροφορίας είναι απεριόριστη όλοι οι αναλυτές επιτυγχάνουν τέλεια γνώση και πάλι δεν εμφανίζονται διαφωνίες.

Οι έρευνες έχουν δείξει ότι ο αυξανόμενος ρυθμός δημόσιας πληροφορίας οδηγεί τους αναλυτές σε αυξητική τάση για ταύτιση απόψεων. Όπως όμως προαναφέραμε η ιδιωτική πληροφόρηση μπορεί να προκαλέσει αντίθετο αποτέλεσμα. Σε αγορές που υπάρχουν μερικοί πολύ καλά ενημερωμένοι αναλυτές και μερικοί λιγότερο, εμφανίζεται υψηλή διασπορά στις προβλέψεις. Ταυτόχρονα αυτές οι διαφορές στις απόψεις μαρτυρούν δομικά διαφορετική μέτρηση του κινδύνου ακόμα και αν η αθροιστική πληροφόρηση είναι ίδια μεταξύ των αξιογράφων. Δηλαδή η διασπορά των προβλέψεων δεν είναι απλά μια συνάρτηση της ποσότητας της ολικής διαθέσιμης πληροφορίας αλλά συνάρτηση και της κατανομής αυτής της πληροφορίας. Γι αυτό

είναι πιθανό να δούμε αύξηση της εκτίμησης του κινδύνου παράλληλα με την αύξηση της ιδιωτικής πληροφορίας. Συνοψίζοντας η διασπορά των απόψεων των αναλυτών εξαρτάται από τον συνδυασμό δημόσιας και ιδιωτικής πληροφορίας αλλά και από την κατανομή της ιδιωτικής πληροφορίας. Μάλιστα η απόκλιση αυξάνεται αν η ιδιωτική πληροφορία κατανέμεται άνισα ακόμα και αν το συνολικό μέγεθος της πληροφορίας μένει σταθερό. Συνεπώς η διασπορά των αναλύσεων δεν είναι πάντα ένα αξιόπιστο μέτρο εκτίμησης κινδύνου.

Στις αγορές συνήθως ο ανταγωνισμός μεταξύ των επενδυτών οδηγεί σε μια τιμή ισορροπίας και περιλαμβάνει όλες τις διαφορετικές απόψεις στις προβλέψεις αθροίζοντας έτσι την ιδιωτική πληροφορία. Έτσι η διασπορά στις γνώμες η οποία παρατηρείται πριν την επενδυτική δραστηριότητα καταλήγει σε λανθασμένα συμπεράσματα ως προς την εκτίμηση του κινδύνου που ανατικατοπτρίζεται πλήρως στην τιμή ισορροπίας. Οι αναλύσεις λοιπόν που γίνονται πριν την εμπορική δραστηριότητα και την εμπέδωση της τιμής ισορροπίας είναι ατελής ένδειξη εκτίμησης κινδύνου. Πολλές φορές ένα πιο απλό μέτρο, όπως ο αριθμός των αναλυτών, είναι καλύτερος εκτιμητής κινδύνου κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις. Επίσης σε συνθήκες αγοράς είναι δύσκολο να ταυτίσουμε την μείωση στην διασπορά των προβλέψεων με την αύξηση της ιδιωτικής πληροφορίας και αυτό γιατί όσο περνάει ο χρόνος ο ορίζοντας της πρόβλεψης μειώνεται και περισσότερη δημόσια πληροφορία είναι διαθέσιμη.

Εμπειρικά αποτελέσματα (Barry and Jennings 1992) των παραπάνω θεωρητικών προσεγγίσεων έδειξαν ότι υπάρχει μεγάλος αριθμός περιπτώσεων όπου ο εκτιμημένος κίνδυνος μειώνεται ενώ η διασπορά των αναλύσεων αυξάνεται. Ακόμα οι παρατηρήσιμες αποδόσεις μπορεί να μειώνονται προμηνύοντας μικρότερο ρίσκο κάτι που είναι συνεπές με τον αυξανόμενο αριθμό των αναλυτών, αλλά ασύμβατο με το μέτρο της διασποράς των αναλύσεων.

Εν κατακλείδι είδαμε ότι η διασπορά των προβλέψεων μπορεί να αυξηθεί με την αύξηση της ποσότητας της πληροφορίας. Αιτία είναι η κατανομή και η χρήση της ιδιωτικής πληροφορίας. Σημαντικό ρόλο σε αυτό παίζει και η αποτελεσματικότητα της αγοράς, αφού αγορές με υψηλή συναλλακτική κίνηση εμφανίζουν υψηλότερη διακύμανση στις απόψεις των αναλυτών. Η χρήση λοιπόν της διασποράς των αναλύσεων για την εκτίμηση του κινδύνου είναι περισσότερο ένα σταυρόλεξο για δυνατούς λύτες παρά ένα σίγουρο στοίχημα.

2.3.4 Πληροφόρηση και ισορροπία στην αγορά αξιόγραφων

Στις αγορές επικρατούν διάφορα εμπειρικά και ακαδημαϊκά μοντέλα αποτίμησης αξιόγραφων, που περιγράφουν την ισορροπία. Έχει αρχίσει να γίνεται φανερό όμως ότι αυτή η ισορροπία διαταράσσεται με την ύπαρξη διαφοροποιημένης πληροφόρησης για το κάθε αξιόγραφο. Το ίδιο συμβαίνει και με την διαφοροποίηση στην ποσότητα της διαθέσιμης πληροφορίας. Έτσι κάτω από φυσιολογικές συνθήκες, τα αξιόγραφα που έμφανίζουν σχετικά μικρότερη διαθέσιμη πληροφορία, παρουσιάζουν υψηλότερο συστηματικό κίνδυνο ανατρέποντας την κατάσταση ισορροπίας που διαμορφώνει ένα συγκεκριμένο μοντέλο αποτίμησης στην αγορά. Τα μέτρα αβεβαιότητας μπορεί να είναι ο αριθμός των παρατηρήσιμων αποδόσεων ή η απόκλιση τις απόψεις των αναλυτών.

Το πιο διαδεδομένο μοντέλο αποτίμησης αξιόγραφων είναι το CAPM (υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων) στο οποίο θεωρείται ότι οι παράμετροί τους είναι γνωστοί με βεβαιότητα. Μελέτες(Reinganum and Smith) κατέδειξαν ότι οι λιγότερο πλήρεις ή ακριβείς πληροφορίες που περικλείουν οι μικρές εταιρίες, σε σχέση με τις μεγαλύτερες, μπορούν να δικαιολογήσουν τις υπερβολικές αποδόσεις στα μικρά χαρτοφυλάκια, που ανατρέπουν την ισορροπία του υποδείγματος. Η διαφοροποίηση της πληροφορίας από εταιρία σε εταιρία είναι ο καταλυτικός παράγοντας εξήγησης των διαφορετικών αποδόσεων αλλά και της μεταβλητότητας του ρίσκου. Αν θεωρήσουμε ότι για 2 αξιόγραφα έχουμε παρόμοιες διαθέσιμες πληροφορίες τότε ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο θα προτιμήσει το αξιόγραφο με την περισσότερη διαθέσιμη πληροφορία. Μια τέτοια συμπεριφορά είναι συνεπής σε συνθήκες αγοράς, ανατρέπει όμως την ισορροπία, για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης με βάση τον κίνδυνο, που ένα μοντέλο αποτίμησης προκρίνει (Brown, Barry, and Bawa). Παραδειγματικά ένα μέτρο της ποσότητας της πληροφορίας, αποτελεί το χρονικό διάστημα που καταγράφεται ιστορικά η τιμή ενός αξιόγραφου. Έτσι όσο λιγότερο διάστημα είναι στην λίστα η μελετώμενη εταιρία, τόσο μεγαλύτερες απαιτούμενες αποδόσεις αναμένουμε. Άλλα ποσοτικά μέτρα πληροφορίας αποτελούν ο αριθμός των αναλύσεων ή ο αριθμός των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της κάθε επιχείρησης. Μπορούμε να γενικεύσουμε αυτή την διαπίστωση αν μεταβάλλουμε εκτός από την ποσότητα της πληροφορίας και την ποιότητά της. Έτσι η εκτίμηση του κινδύνου δεν μεταβάλλεται κατα τον ίδιο βαθμό

μεταξύ των αξιογράφων αφού πλέον δεν μιλάμε για ταυτόσημες πληροφορίες που μεταβάλλονται μόνο στον αριθμό, αλλά για ποιοτικά διαφορετικές πληροφορίες. Οι επενδυτές λοιπόν εκεί που έχουν λιγότερες πληροφορίες απαιτούν μεγαλύτερες αποδόσεις σαν ανταμοιβή για το υψηλότερο συστηματικό ρίσκο που αντιλαμβάνονται.

Όσον αφορά τις αποκλίσεις που παρατηρούνται στις προβλέψεις των αναλυτών, αποδεικνύεται ότι μειώνονται σε συνάρτηση με την ποσότητα της πληροφορίας που είναι αμοιβαία διαθέσιμη. Η απόκλιση των απόψεων μετρίεται με βάση την διακύμανση των προβλέψεων μεταξύ των αναλυτών. Φυσικά αυτές οι προβλέψεις διαφωνούν εντονότερα μεταξύ τους όταν η πληροφορία είναι μικρότερη ποσοτικά. Είναι φανερό λοιπόν ότι από την στιγμή που η απόκλιση των αναλύσεων συνδέεται με την διαθέσιμη πληροφόρηση, τότε συνδέεται και με την εκτίμηση του κινδύνου του κάθε αξιογράφου.

Συνοψίζοντας λοιπόν μπορούμε να αναφέρουμε 3 μέτρα υπολογισμού της ποσότητας της διαθέσιμης πληροφορίας που συνδέονται με την εκτίμηση του ρίσκου. Το πρώτο μέτρο αναφέρεται στην ποσότητα των παρατηρούμενων αποδόσεων όπου με την αύξησή τους, αυξάνεται η διαθέσιμη πληροφορία και ο εκτιμώμενος κίνδυνος μειώνεται. Το δεύτερο μέτρο αναφέρεται στην περίοδο που ένα αξιόγραφο περιλαμβάνεται σε ένα δείκτη συναλλαγής (πχ χρηματιστήριο). Βέβαια σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να τονίσουμε ότι όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρία τόσο λιγότερο έχει σημασία αυτό το μέτρο, εξαιτίας της μεγαλύτερης πηγής πληροφορίας που προσφέρει το μεγάλο μέγεθος. Τέλος, τρίτο μέτρο αποτελεί η απόκλιση των απόψεων των αναλυτών. Όσο μειώνονται οι αποκλίσεις τόσο οι διαθέσιμες πληροφορίες αυξάνονται και το εκτιμώμενο ρίσκο μειώνεται.

2.3.5 Ασυμμετρία πληροφόρησης και κεφαλαιακή διάρθρωση.

Οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις για την αγορά αξιογράφων λαμβάνονται μέσα σε ένα περιβάλλον με ασύμμετρη πληροφόρηση. Ποιές όμως πρέπει να είναι αυτές οι αποφάσεις μέσα σε ένα τόσο δυναμικό περιβάλλον και ποιά κεφαλαιακή διάρθρωση επιλέγει μια εταιρία κάθε χρονική στιγμή;

Ο στόχος είναι η επιλογή αξιογράφων να μην γίνεται μόνο υπό το πρίσμα του κόστους της δυσμενούς επιλογής αλλά με βάση τις μελλοντικές πληροφορίες και της ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε εταιρίας. Πρέπει να επιλεχθεί ο καταλληλότερος συνδυασμός αξιογράφων συνυπολογίζοντας το μέγεθος και την δυναμική της ασύμμετρης πληροφόρησης. Και όταν μιλάμε για ασύμμετρη πληροφόρηση εννοούμε την πληροφορία που κατέχουν τα εσωτερικά στελέχη της εταιρίας σε αντίθεση με τους εξωτερικούς επενδυτές. Αυτή η ασύμμετρη πληροφορία συνδέεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση που θα επιλέξουν τα στελέχη για την εταιρία, είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα και με την σειρά της επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επενδυτών. Σε αυτές τις αποφάσεις συμβάλλουν και οι προβλέψεις των αναλυτών όπου η διασπορά τους φαίνεται να επιδρά στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης (Halov 2006) κάτι που είναι συνεπές με την προσπάθεια των εταιριών να μειώσουν τα κόστη της δυσμενούς επιλογής γρήγορα.

Οι περισσότερες εταιρίες επιλέγουν να χρησιμοποιούν πόρους χρηματοδότησης που είναι λιγότερο ευαίσθητοι στο εσωτερικό πλεονέκτημα πληροφόρησης. Η εσωτερική πληροφόρηση οδηγεί τα διευθυντικά στελέχη να επιλέγουν σαν πρώτη επιλογή την χρηματοδότηση από εσωτερικά κεφάλαια, σαν δεύτερη την επιλογή του δανεισμού και σαν τελευταία την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου. Αυτή η επιλογή όμως βασίζεται κυρίως σε βραχυπρόθεσμες χρονικές περιόδους. Σε ένα δυναμικό περιβάλλον πληροφόρησης όμως υπάρχει περίπτωση η πληροφορία να μην είναι γνωστή στον διευθυντή λίγο πριν την επιλογή της επένδυσης και να προκύψει χρηματοοικονομική χαλάρωση (απόρροια της λάθους επιλογής κεφαλαιακής διάρθρωσης) και δυσμενής επιλογή.

Στην αρχή της λειτουργίας της μια εταιρία αντιμετωπίζει μεγαλύτερο πρόβλημα ασυμμετριών πληροφόρησης και δυσμενούς επιλογής το οποίο με την πορεία της στις κεφαλαιαγορές μειώνεται λόγω των πληροφοριών που παράγουν όλο και περισσότεροι επενδυτές. Εντούτοις λόγοι για τους οποίους μια εταιρία μπορεί να είναι λιγότερο διαυγής είναι οι απότομες αυξήσεις στις τιμές των εισερχομένων, οι αλλαγές στην διευθυντική ομάδα, οι αλλαγές στην εταιρική διακυβέρνηση, οι αλλαγές στην επενδυτική στόχευση.

Αν φανταστούμε ένα δυναμικό μοντέλο χρηματοοικονομικών αποφάσεων στην πορεία του χρόνου, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η έκδοση κεφαλαίου αποτελεί την καλύτερη επιλογή χρηματοδότησης με αναμενόμενη αύξηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης στο μέλλον. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την επιλογή της μίας

περιόδου όπου ο δανεισμός προκρίνεται σαν καλύτερη λύση. Σε αυτό το συμπέρασμα καταλήγουμε κυρίως γιατί η χρηματοδότηση με χρέος σχετίζεται με υψηλότερα μελλοντικά κόστη δυσμενούς επιλογής ενώ τα πιο επικίνδυνα αξιόγραφα της μοχλευμένης εταιρίας τείνουν αν είναι πιο ευαίσθητα στην ιδιωτική πληροφορία των εσωτερικών στελεχών, κάτι που είναι απευκταίο.

Το μέτρο της ασύμμετρης πληροφόρησης έχει φανεί εμπειρικά ότι προσεγγίζεται από την διασπορά των προβλέψεων των αναλυτών. Η διασπορά μειώνεται όταν τα στελέχη αποκαλύψουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη. Ένα ακόμα πλεονέκτημα που προσφέρει η διασπορά των προβλέψεων είναι ότι προβάλλει μια εκτίμηση του μεγέθους των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στο κοινό.

Οι έρευνες (Nikolay Halov 2006) δείχνουν ότι η αναλογία χρέους είναι αρνητικά συσχετισμένη με τα κόστη της δυσμενούς επιλογής στο μέλλον και θετικά συσχετισμένη στο παρόν. Ακόμα, εταιρίες με αναμενόμενη υψηλή μελλοντική ασυμμετρία πληροφόρησης διατηρούν υψηλά επίπεδα μετρητών και διαπραγματευόμενων αξιογράφων όντας συνεπής με αυτό που ειπώθηκε παραπάνω, δηλαδή την προτίμηση στην έκδοση κεφαλαίου αντί του δανεισμού σε τέτοιες περιπτώσεις. Έτσι σε αντίθεση με τον δανεισμό οι εταιρίες που εκδίδουν κεφάλαιο παρουσιάζουν υψηλότερο κόστος δυσμενούς επιλογής στην μία περίοδο και χαμηλότερο σε πολλές περιόδους. Παρατηρούμε λοιπόν την σχέση της ασύμμετρης πληροφόρησης με τις επιλογές κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ένα βασικό πρόβλημα είναι ότι ο τρόπος προσδιορισμού της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι έμμεσος. Μπορούμε να ξεχωρίσουμε τρεις τρόπους αναγνώρισης εταιριών με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης. Ο πρώτος χαρακτηρίζεται από την απόκλιση μεταξύ προβλέψεων κερδών και αναλύσεων. Ο δεύτερος από την λογιστική δυσκολία προσδιορισμού περιουσιακών στοιχείων όπως δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, διαφημιστικές δαπάνες, ρυθμός ανάπτυξης. Ο τρίτος είναι η διαφορά μεταξύ τιμή πώλησης και αγοράς (spread) που προκύπτει από την αγορά. Όλα αυτά τα μέτρα επηρεάζουν την χρηματοοικονομική επιλογή της εταιρίας.

Εκτός από ένδειξη ασυμμετρίας πληροφόρησης οι προβλέψεις των αναλυτών μπορούν να αποτελέσουν και προπομπό δυσμενούς επιλογής. Υπάρχει ακόμα σαφής ένδειξη ότι εκτός από την διασπορά των αναλύσεων και η αβεβαιότητα ή το προβλεπτικό λάθος, αποτελούν ένδειξη ασυμμετρίας, αφού σε μια τέτοια περίπτωση υπάρχει έλλειμμα πληροφορίας και οι αναλύσεις προκύπτουν πλασματικές. Επίσης είναι εύλογο ότι μεγαλύτερη διασπορά σημαίνει και μεγαλύτερη αβεβαιότητα σχετικά

με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Άρα μιλάμε για πιο επικίνδυνη εταιρία η οποία θα προτιμήσει να μειώσει το δανεισμό στην κεφαλαιακή της διάρθρωση για να αποφύγει την χρεοκοπία. Ο αντίλογος αυτής της πρότασης όμως υποστηρίζει ότι η υψηλή διασπορά στις αναλύσεις δημιουργεί καχυποψία στην αγορά για το πια εταιρία είναι πράγματι αξιόπιστη και έτσι οι εταιρίες θα προτιμήσουν να εκδώσουν χρέος το οποίο καθιστά τα αξιόγραφα λιγότερο ευαίσθητα στην ιδιωτική πληροφορία. Αυτό φυσικά ισχύει για το σήμερα γιατί όπως αναφέρθηκε και παραπάνω η διατήρηση της διασποράς των αναλύσεων και σε μελλοντικές περιόδους, στρέφει την εταιρία σε έκδοση κεφαλαίου και όχι χρέους για να αποφύγει μελλοντικής αύξησης του κόστους της δυσμενούς επιλογής.

Συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε ότι το κόστος της δυσμενούς επιλογής ποικίλει μέσα στον χρόνο. Ο ιδανικός συνδυασμός αξιογράφων είναι αυτός που ελαχιστοποιεί αυτό το κόστος χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες μορφές χρηματοδότησης. Η έκδοση χρέους συστήνεται με την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης κατά την τρέχουσα περίοδο. Μελλοντικά η ασύμμετρη πληροφόρηση ευνοεί την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου. Θεωρούμε ότι δεν υπάρχουν φόροι και κόστη χρεοκοπίας. Η διασπορά των προβλεπτικών αναλύσεων αποτελεί την καλύτερη ένδειξη ασυμμετρίας πληροφόρησης και διαβάθμισης των επιπέδων της δυσμενούς επιλογής βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

2.4 Τελικά επηρεάζουν οι αναλύσεις την τιμή μιας μετοχής;

Στο τελευταίο μέρος του κεφαλαίου 2 εξετάζεται το κατά πόσο τελικά επηρεάζεται η μετοχική τιμή από τις ανακοινώσεις των αναλυτών με βάση την διεθνή βιβλιογραφία. Παρατίθενται δύο περιπτώσεις. Στην πρώτη περίπτωση μελετάται τι συμβαίνει στην τιμή μετά από τις ανακοινώσεις κερδοφορίας των αναλυτών. Στην δεύτερη περίπτωση εξετάζεται η επίπτωση της απελευθέρωσης πληροφορίας (από τους αναλυτές) στην τιμή αλλά και στον όγκο των συναλλαγών

2.4.1 Η τάση της τιμής μετά την ανακοίνωση των προβλέψεων κερδοφορίας

Στις αγορές παρατηρείται μια τάση για μεταβολή της τιμής της μετοχής μιας εταιρίας μετά την ανακοίνωση των εταιρικών της κερδών. Η τιμή μεταβάλλεται ανάλογα αν τα πραγματικά αποτελέσματα είναι χειρότερα ή καλύτερα από τις εκτιμήσεις που προέκυψαν πριν από τις ανακοινώσεις κερδών. Όσο μεγαλύτερη είναι η έκπληξη των εκτιμητών μετά την ανακοίνωση κερδών, τόσο μεγαλύτερη ροπή μεταβολής της τιμής της μετοχής προκύπτει.

Σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την τάση αυτή, αποτελούν η υπερεμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στην ιδιωτική τους πληροφορία αλλά και η εγκυρότητα των ανακοινώσεων κερδοφορίας. Επίσης υπάρχει σύνδεση αυτής της ροπής με την διασπορά των αναλύσεων που αποτελεί μέτρο αβεβαιότητας για τις προβλέψεις.

Είναι σαφές ότι η τάση μεταβολής της μετοχικής τιμής μετά τις εταιρικές ανακοινώσεις κερδοφορίας αποτελεί ένα είδος λανθασμένης αποτίμησης της αγοράς. Εξηγείται από το γεγονός ότι οι τιμές δεν αντανakλούν όλη την δημοσιευμένη πληροφορία (όπως είναι οι προβλέψεις των αναλυτών) και φυσικά υπολείπονται ισχυρής αποτελεσματικότητας.

Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες (Liang 2003) η λανθασμένη αποτίμηση προκαλείται εξαιτίας 2 ειδών μεροληψίας. Στην πρώτη περίπτωση παρατηρείται ιδιαίτερα μεγάλη εμπιστοσύνη εκ μέρους των επενδυτών στην ιδιωτική τους πληροφορία σε αντίθεση με την δημόσια δημοσιευμένη πληροφορία. Η ύπαρξη λοιπόν μεγάλου αριθμού ετερογενών πληροφοριών σχετίζεται με το μεγάλο εύρος της ροπής που παρατηρείται στην τιμή μετά από τα εταιρικά αποτελέσματα.

Η δεύτερη περίπτωση μεροληψίας εμφανίζεται λόγω της αποδοχής που εκφράζουν οι επενδυτές σε λιγότερο έγκυρες πληροφορίες έναντι πιο φερέγγυων πηγών όπως αποδεικνύεται εκ των υστέρων. Στην σφαίρα της ψυχολογίας μπορούμε να αναζητήσουμε τα αίτια αυτής της συμπεριφοράς. Οι επενδυτές φαίνεται να αποδέχονται πληροφορίες που τους εξυπηρετούν καλύτερα σε σχέση με πιο αξιόπιστες, αλλά ίσως και δυσάρεστες, πηγές. Έτσι εξηγείται και το φαινόμενο της υποαντίδρασής τους σε πιο λογικές εκτιμήσεις.

Για να μετρήσουμε ποσοτικά τροποντινά αυτά τα στοιχεία της ιδιωτικής πληροφορίας και της εγκυρότητας των δημοσιευμένων πληροφοριών, χρησιμοποιούμε σαν μέσο τις

προβλέψεις των αναλυτών, ουτοσώστε να εξηγήσουμε αυτή την επακόλουθη τάση μεταβολής στην μετοχική τιμή. Η χαμηλή συσχέτιση των προβλέψεων λοιπόν σημαίνει περισσότερες ετερογενείς πληροφορίες και κατ'επέκταση περισσότερη ιδιωτική πληροφορία ανάμεσα στους επενδυτές. Ακόμα η μείωση της αβεβαιότητας μεταξύ των ανακοινώσεων κερδοφορίας υποδηλώνει την μεγαλύτερη αξιοπιστία των πληροφοριών.

Παρατηρήθηκε λοιπόν (Liang 2003) θετική σχέση της τάσης μεταβολής της τιμής της μετοχής μετά τις εταιρικές ανακοινώσεις κερδοφορίας με την ποσότητα των ετερογενών πληροφοριών και αρνητική σχέση με την μεταβολή της αβεβαιότητας σχετικά με τις ανακοινώσεις κερδών. Σημαντικό ρόλο σε αυτή την τάση μεταβολής της μετοχικής τιμής που παρατηρούμε δείχνει να παίζει και η διασπορά των αναλύσεων. Η διασπορά στις αναλύσεις αποτελεί ταυτόχρονα ένα μέτρο αβεβαιότητας και διαφωνίας των αναλυτών. Εμπειρικές μελέτες (Alford and Berger (1999)) βρήκαν αρνητική σχέση μεταξύ διασπορά και ροπής μεταβολής της μετοχικής τιμής. Επειδή η διασπορά αποτελεί συνάρτηση και της αβεβαιότητας και της διαφωνίας των αναλυτών το πιθανότερο είναι ότι αυτή η αρνητική σχέση είναι κυρίως προσδιοριστική από το μέγεθος της αβεβαιότητας.

Πολλές μελέτες κατέδειξαν αυτή την ροπή στην μετοχική τιμή τις τελευταίες δεκαετίες. Οι τελευταίες έρευνες απέδειξαν ότι υπερκανονικές απδόσεις στις μετοχές παρατηρούνται μέχρι και 2 μήνες μετά τις εταιρικές ανακοινώσεις (Liang 2003). Οι περισσότερες από αυτές τις έρευνες δείχνουν υπεραντίδραση σε μη αναμενόμενες ανακοινώσεις κερδοφορίας αλλά δεν μπορούν να δώσουν καλή εξήγηση.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ένας βασικός λόγος που προκαλεί αυτή την μετοχική μεταβολή είναι η υπερβολική εμπιστοσύνη στις ιδιωτικές ετερογενείς πληροφορίες. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό ενσχύπτεται λόγω της παρουσίας ενός είδους ψυχολογικής μεροληψίας (Liang 2003). Ένας υπερβολικά σίγουρος για τις δικές του πληροφορίες επενδυτής δεν εμπιστεύεται ιδιαίτερα τις δημοσιευμένες δημόσιες πληροφορίες. Συνεπακόλουθα και οι μετοχές (που υποκρύπτουν συμπεριφορές ανθρώπων) υποτιμούν τις δημόσιες πληροφορίες όπως είναι τα κέρδη.

Επίσης οι τιμές τείνουν να υποαντιδρούν σε περισσότερο έγκυρες πληροφορίες (όπως είναι οι ανακοινώσεις κερδοφορίας) επειδή η σιγουριά των επενδυτών για τις δικές τους πληροφορίες μετριάζεται από μια κεντρική πηγή πληροφοριών, κάτι που δεν αντηχεί καλά στην ψυχολογία τους (Bloomfield et al (2000)). Η αβεβαιότητα των επενδυτών μετά από τέτοιες ανακοινώσεις μειώνεται σε σχέση με πριν. Έτσι η

μεγαλύτερη μεταβλητότητα των μετοχικών τιμών σχετίζεται με τις περισσότερο έγκυρες πληροφορίες και τέτοιες προφανώς είναι οι εταιρικές ανακοινώσεις.

Οι προβλέψεις των αναλυτών αποτελούν τον καλύτερο τρόπο μέτρησης τόσο του βαθμού ετερογένειας των πληροφοριών όσο και της εγκυρότητας των πληροφοριών κερδοφορίας.

2.4.2 Η απελευθέρωση της πληροφορίας και η επιρροή της στην τιμή και στον όγκο συναλλαγών

Η απελευθέρωση πληροφοριών, η οποία σε δημόσια μορφή γίνεται κυρίως μέσω των εταιρικών ανακοινώσεων κερδοφορίας, προκαλεί μεταβολές, πολλές φορές απρόβλεπτες, στην μετοχική τιμή αλλά και στην συναλλακτική δραστηριότητα.

Οι περισσότεροι εμπειρικοί ερευνητές παραδοσιακά χρησιμοποιούν τις μη αναμενόμενες μεταβολές στις τιμές των μετοχών, σαν δείκτη μέτρησης της ποιότητας των πληροφοριών που δημοσιοποιούνται (Holthausen, Verrecchia 1990). Η διακύμανση των απρόβλεπτων μετοχικών μεταβολών αυξάνεται τη στιγμή των εταιρικών ανακοινώσεων και είναι θετικά συσχετισμένη με το μη αναμενόμενο περιεχόμενο αυτών των ανακοινώσεων κερδοφορίας. Γενικά οι απρόβλεπτες μεταβολές στις τιμές των μετοχών μαρτυρούν ότι οι ανακοινώσεις εμπεριέχουν πληροφορίες οι οποίες μεταβάλλουν τις πεποιθήσεις των επενδυτών.

Επίσης οι εμπειρικές αναλύσεις (Holthausen, Verrecchia 1990) καταδεικνύουν την ένταση της συναλλακτικής δραστηριότητας σαν μέτρο της συναίνεσης (consensus) που προκύπτει μεταξύ των αναλυτών βάσει της διαθέσιμης πληροφορίας. Έτσι η συναλλακτική δραστηριότητα αυξάνεται την στιγμή των εταιρικών ανακοινώσεων και είναι θετικά συσχετισμένη με τις απρόβλεπτες «εκπλήξεις» που προκύπτουν από αυτές τις ανακοινώσεις.

Μπορούμε βάση των ερευνητικών μελετών (Holthausen and Bavaria 1990) να αναγνωρίσουμε 2 επιδράσεις της πληροφορίας. Η μια έχει να κάνει με την μεγαλύτερη γνώση πληροφορίας που μπορεί να αποκτούν οι αναλυτές και η άλλη με το φαινόμενο της συμφωνίας επί της αρχής μεταξύ τους. Οι μεταβολές στις μετοχικές τιμές και στην ένταση της συναλλακτικής δραστηριότητας επηρεάζονται ταυτόχρονα και από τις δύο παραπάνω επιδράσεις. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης έδειξαν ότι μια αύξηση στην πλεονάζουσα πληροφορία καθώς και στα επίπεδα συναίνεσης

μεταξύ των αναλυτών προκαλεί αύξηση στην διακύμανση της μετοχικής τιμής. Αντίθετα το μέγεθος συναλλαγών κινείται προς αντίθετες κατευθύνσεις. Δηλαδή σε περίπτωση αύξησης της γνώσης έχουμε και αύξηση στις συναλλαγές, ενώ σε αύξηση της συναίνεσης έχουμε μείωση στον αριθμό των συναλλαγών. Το αποτέλεσμα που υπερισχύει εξαρτάται απο την αντιστάθμιση που προκαλεί η μια επίδραση στην άλλη.

Είναι λοιπον σαφές οτι η ανακοίνωση εταιρικών κερδών και το περιεχόμενο αυτών των ανακοινώσεων μπορεί να αλλάξει τις απόψεις των επενδυτών και να προκαλέσει μεταβολές στις τιμές των μετοχών αλλά και στην ένταση των συναλλαγών. Από την παραπάνω έρευνα φαίνεται ακόμα οτι μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα μέσω της αυξομείωσης της διακύμανσης των τιμών αλλά και της συναλλακτικής δραστηριότητας, για το πόσο καλά πληροφορημένοι είναι οι αναλυτές καθώς επίσης και για το πόσο συναινούν μεταξύ τους.

ΣΥΝΟΨΗ

Η Ασυμμετρία πληροφόρησης και η μεροληπτική διάθεση είναι προβλήματα που στρεβλώνουν το αξιόπιστο μιας πρόβλεψης. Η αβεβαιότητα των αναλυτών πολλές φορές πηγάζει από αυτές τις εν γένει αδυναμίες που χαρακτηρίζουν τις προβλέψεις. Η χρήση της διασπορά των αναλύσεων σαν μέτρο της αβεβαιότητας είναι διαδεδομένη και αυτήν θα χρησιμοποιήσουμε και στο υπόδειγμα της παρούσης έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτή την ενότητα θα διερευνήσουμε την οικονομετρική σχέση που προκύπτει μεταξύ της τυπικής απόκλισης των προβλέψεων (εξαρτημένη μεταβλητή) και των εμφανών τραπεζικών χαρακτηριστικών (ανεξάρτητες μεταβλητές), έτσι όπως αποτυπώνονται από διάφορους αριθμοδείκτες του ισολογισμού των τραπεζών.

3.1 Δεδομένα

Η μελέτη γίνεται σε 56 εμπορικές τράπεζες (παράρτημα 1) από τις χώρες της ευρωζώνης, την Σκανδιναβία την Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι η περίοδος 1994-2006. Τα στοιχεία εξετάζονται σε ετήσια βάση. Αφήσαμε ενσυνείδητα έξω τα έτη 2007 και 2008 λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης η οποία θα στρέβλωνε όλα τα στοιχεία εξαιτίας των ακραίων τιμών και της αβεβαιότητας που παρατηρείται. Στοιχεία δεν ευρέθησαν σε 3 χώρες της ευρωζώνης, στην Μάλτα, το Λουξεμβούργο και την Σλοβενία.

Η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος μας είναι η διασπορά των αναλύσεων (dispersion). Αυτή η μεταβλητή εκφράζεται ως η τυπική απόκλιση των προβλέψεων για τα κέρδη ανα μετοχή (earnings per share) της κάθε τράπεζας σε ορίζοντα ενός έτους (FY1). Ο μέσος των προβλέψεων, από τον οποίο ορίζεται η τυπική απόκλιση αποτελείται από το consensus των προβλέψεων των αναλυτών. Ουσιαστικά, όπως αναφέρθηκε και στην ενότητα 2, η διασπορά των αναλύσεων αποτελεί το πιο αξιόπιστο μέτρο αβεβαιότητας των προβλέψεων. Δείχνει δηλαδή το πόσο επίφοβες είναι οι αναλύσεις (για τα κέρδη ανα μετοχή στην παρούσα μελέτη) την συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η αβεβαιότητα μπορεί να προέρχεται, όπως προαναφέρθηκε, από την ασυμμετρία πληροφόρησης και τις μεροληψίες που διακατέχουν τους αναλυτές, μπορεί όμως να προέρχεται και από τα μηνύματα (πολλές φορές αντιφατικά) που εκπέμπουν τα δημοσιευμένα εσωτερικά χαρακτηριστικά των τραπεζών. Αυτό προσπαθεί να μελετήσει αυτή η έρευνα, δηλαδή το κατά πόσο και προς ποιά κατεύθυνση επηρεάζουν τα τραπεζικά χαρακτηριστικά την αβεβαιότητα των προβλέψεων. Τα στοιχεία για την τυπική απόκλιση των προβλέψεων πάρθηκαν από την βάση δεδομένων I/B/E/S Thomson Financial Limited.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος αποτελούνται από μια σειρά αριθμοδεικτών, προερχόμενων από τους ισολογισμούς των τραπεζών. Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Bankscope για την χρονική περίοδο 1994-2006. Οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν βασίζονται στο σύστημα CAMELS το οποίο χρησιμοποιούν οι εποπτικές αρχές των ΗΠΑ για να κρίνουν την κατάσταση μιας τράπεζας. Τα γράμματα της λέξεως CAMELS αντιστοιχούν στους όρους.

Capital (κεφάλαιο)

Assets (Στοιχεία ενεργητικού)

Management (Διοίκηση)

Earnings (Κέρδη)

Liquidity (ρευστότητα)

Sensitivity (ευαισθησία)

Η λογική η οποία διέπει τις παραπάνω κατηγορίες εν συντομία έχει ως εξής:

- 1) Το κεφάλαιο αντανakλά την ικανότητα απορροφήσεως ζημιών
- 2) Η ποιότητα του ενεργητικού είναι δείκτης μελλοντικών ζημιών
- 3) Τα αδιανέμητα κέρδη αυξάνουν το κεφάλαιο των τραπεζών και συνεπώς την ικανότητά τους να απορροφήσουν μελλοντικές ζημιές
- 4) Η αποτελεσματική διοίκηση απαιτείται για κερδοφορία
- 5) Η έλλειψη ρευστότητας μπορεί να οδηγήσει μια φερέγγυα τράπεζα σε πτώχευση
- 6) Η ευαισθησία σε μεταβολές των επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών αντανakλά την επίδραση τέτοιων μεταβολών στην κατάσταση μιας τράπεζας.

Παρακάτω παρατείνονται οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν σαν εξαρτημένες μεταβλητές στο υπόδειγμα από την καθεμία από τις έξι παραπάνω κατηγορίες. Η επιλογή των δεικτών έγινε κατά κύριο λόγο από την διαθεσιμότητα στοιχείων που μας παρείχε η βάση δεδομένων bankscope.

Από την κατηγορία κεφάλαιο επιλέγησαν οι δείκτες εποπτικό κεφάλαιο/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού, εποπτικό κεφάλαιο πυλώνα 1/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού και δανειακές απώλειες/στοιχεία ενεργητικού. Τα εποπτικά κεφάλαια σύμφωνα με την συνθήκη της Βασιλείας χωρίζονται σε 2 κατηγορίες. Τα συνολικά εποπτικά κεφάλαια είναι το άθροισμα των δύο. Το σταθμισμένο στον κίνδυνο ενεργητικό, είναι το ενεργητικό σταθμισμένο ανάλογα με τον δείκτη επικινδυνότητας (πιθανότητα μη αποπληρωμής) κάθε στοιχείου του ενεργητικού. Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής παρέχουν ενδείξεις για το κατά πόσο η εξεταζόμενη τράπεζα έχει επάρκεια κεφαλαίων. Δηλαδή κατά πόσο έχει αρκετά κεφάλαια για να απορροφήσει πιθανές ζημιές από μη εξυπηρετούμενα δάνεια και άλλες επενδύσεις. Ο δείκτης των απωλειών δανειακών αποθεμάτων, κάνει προβλέψεις για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

Από την κατηγορία της ποιότητας του ενεργητικού χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες, δάνεια/στοιχεία ενεργητικού και δάνεια/ίδια κεφάλαια. Για την ακρίβεια οι δείκτες αυτοί περιγράφουν τον ρυθμό αύξησης των στοιχείων του ενεργητικού. Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής παρέχουν ενδείξεις για την ποιότητα του ενεργητικού και συνεπώς και του κατά πόσο μια φερέγγυα (και πιθανόν επικερδής) σήμερα τράπεζα θα συνεχίσει να είναι και στο μέλλον.

Μια τράπεζα για να είναι επικερδής πρέπει να έχει καλή διοίκηση. Οι περισσότεροι σχετικοί δείκτες είναι ποιοτικοί. Στο οικονομετρικό υπόδειγμα της παρούσας μελέτης χρησιμοποιούνται οι εξής δύο ποσοτικοί δείκτες που καταδεικνύουν την αποτελεσματική διοίκηση :δαπάνες/έσοδα και μη επιτοκιακά έξοδα/εισόδημα

Οι δείκτες κερδοφορίας είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για μία εταιρία αλλά και για μια τράπεζα. Θα χρησιμοποιήσουμε τους εξής δείκτες:απόδοση ενεργητικού=Καθαρό εισόδημα/στοιχεία ενεργητικού(ROA), απόδοσηκεφαλαίου=καθαρόεισόδημα/μετοχικό κεφάλαιο(ROE), περιθώριο επιτοκίου/συνολικά στοιχεία ενεργητικού και συνολικά έσοδα/συνολικά στοιχεία ενεργητικού

Τέλος θα χρησιμοποιήσουμε και τον αριθμοδείκτη ρευστότητας, ρευστά στοιχεία ενεργητικού/ συνολικά στοιχεία ενεργητικού

Συγκεντρωτικά οι εξαρτημένες μεταβλητές του υποδείγματος αποτελούνται από 12 αριθμοδείκτες οι οποίοι αντιπροσωπεύουν τις κατηγορίες του κεφαλαίου, της ποιότητας του ενεργητικού, της αποτελεσματικής διοίκησης, της κερδοφορίας και της ρευστότητας μιας τράπεζας. Όπως προαναφέραμε κριτήριο επιλογής των παραπάνω αριθμοδεικτών (ενώ υπάρχουν αρκετοί ακόμα που χρησιμοποιούνται) αποτελεί η διαθεσιμότητα με βάση τα στοιχεία που αντλήθηκαν από την bankscore. Είναι σαφές ότι σε πολλές κατηγορίες δεικτών τα στοιχεία ήταν ελλιπή ενώ και πολλές τράπεζες αποκλείστηκαν λόγω έλλειψης στοιχείων έως ότου φτάσουμε στον τελικό αριθμό των 56 τραπεζών. Ίσως αυτή η έλλειψη στοιχείων να αποτελεί και ένδειξη αδιαφάνειας των τραπεζών (Bank opaqueness)

3.2 Εκτιμώμενη εξίσωση και αναμενόμενα αποτελέσματα

Η εκτιμώμενη εξίσωση θα είναι της μορφής:

$$\text{ΔΙΑΣΠΟΡΑ} = C + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + \alpha_6 X_6 + \alpha_7 X_7 + \alpha_8 X_8 + \alpha_9 X_9 + \alpha_{10} X_{10} + \alpha_{11} X_{11} + \alpha_{12} X_{12} + \varepsilon_t$$

Όπου:

Δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας

X1 : εποπτικό κεφάλαιο/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού

X2 : εποπτικό κεφάλαιο πυλώνα 1/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού

X3 : δανειακές απώλειες/στοιχεία ενεργητικού

Δείκτες ποιότητας ενεργητικού

X4 : δάνεια/στοιχεία ενεργητικού

X5 : δάνεια/ίδια κεφάλαια

Δείκτες αποτελεσματικότητας διοίκησης

X6 : δαπάνες/έσοδα

X7 : μη επιτοκιακά έξοδα/εισόδημα

Δείκτες κερδοφορίας

X8 : ROAA(Χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος 2 χρονικών περιόδων)

X9 : ROAE(Χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος 2 χρονικών περιόδων)

X10 : περιθώριο επιτοκίου/συνολικά στοιχεία ενεργητικού

X11 : συνολικά έσοδα/συνολικά στοιχεία ενεργητικού

Δείκτες ρευστότητας

X12 : ρευστά στοιχεία ενεργητικού/ συνολικά στοιχεία ενεργητικού

Η διασπορά των αναλύσεων αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματός μας και όπως προαναφέρθηκε εκφράζεται σαν η τυπική απόκλιση των προβλέψεων σε ορίζοντα ενός έτους. Αύξηση στο μέγεθος της διασποράς, σημαίνει και αύξηση της αβεβαιότητας στις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών

Με βάση την οικονομική λογική περιμένουμε κάποια αναμενόμενα αποτελέσματα στα πρόσημα των ανεξάρτητων μεταβλητών και στην σχέση δηλαδή που φαίνεται να έχουν με την εξαρτημένη μεταβλητή της διασποράς. Στις περισσότερες περιπτώσεις

δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τα πρόσημα και αυτό εξαιτίας της έντονης αμφισημίας η οποία παρατηρείται στην επεξήγηση των αριθμοδεικτών.

Ξεκινώντας από τους αριθμοδείκτες της κεφαλαιουχικής επάρκειας και συγκεκριμένα από τους αριθμοδείκτες των εποπτικών κεφαλαίων, μπορούμε να πούμε τα εξής :Μια αύξηση αυτών των δεικτών μπορεί να θεωρείται θετικός οίωνός για μια τράπεζα και αυτό γιατί οι πιθανές ζημιές αυξάνονται ανάλογα με το σταθμισμένο ενεργητικό, δεδομένου του παρονομαστού του κλάσματος, οπότε περισσότερο κεφάλαιο (μεγαλύτερος αριθμητής και υψηλότερη τιμή του κλάσματος) σημαίνει μεγαλύτερη ικανότητα απορροφήσεως ζημιών. Συνεπώς αυτός ο θετικός οίωνός, μειώνει την αβεβαιότητα των αναλυτών άρα οι αύξηση των δεικτών της κεφαλαιουχικής επάρκειας μειώνει την διασπορα και αναμένουμε αρνητικό πρόσημο, στις 2 ερμηνευτικές μεταβλητές, που υποδηλώνει αυτή την αρνητική σχέση. Από την αρνητική πλευρά βέβαια, η υψηλότερη τιμή αποτελεί ένδειξη αναποτελεσματικής τράπεζας καθώς δεν αξιοποιούνται στο έπακρο τα ακριβά τραπεζικά κεφάλαια. Πρέπει λοιπόν να είμαστε επιφυλακτικοί ως προς το πρόσημο.

Για την ερμηνευτική μεταβλητή απώλειες δανειακών αποθεμάτων/στοιχεία ενεργητικού του υποδείγματός μπορούμε να πούμε τα εξής. Αυτή η μεταβλητή, καταδεικνύει τις προβλέψεις για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μιας τράπεζας. Περισσότερες προβλέψεις σημαίνουν μεγαλύτερη δυνατότητα απορροφήσεως ζημιών και έγκαιρη προνοητικότητα από την πλευρά της τράπεζας. Εξαγεται λοιπόν το συμπέρασμα ότι το μεγάλο μέγεθος αυτού του δείκτη αποτιμάται θετικά για τις προοπτικές μιας τράπεζας και συνεπώς μειώνει την αβεβαιότητα των αναλυτών. Η αρνητική σχέση της διασποράς των προβλέψεων με αυτή την ερμηνευτική μεταβλητή αποτυπώνεται με το αρνητικό πρόσημο μπροστά από αυτή την μεταβλητή. Εντούτοις πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί και με αυτόν τον δείκτη αφού το μεγάλο μέγεθός του μπορεί να υπονοεί περισσότερα προβληματικά δάνεια για μια τράπεζα κάτι που βέβαια υποσκάπτει τις προοπτικές της.

Όσων αφορά τώρα τους δείκτες που περιγράφουν τον ρυθμό ανάπτυξης του ενεργητικού, η λογική της αμφισημίας παραμένει.

Για τον δείκτη δάνεια/στοιχεία ενεργητικού, η αύξησή του υποδηλώνει υψηλό ρυθμό δείχνοντας μια ταχύτατα αναπτυσσόμενη τράπεζα. Συνεπώς στο παρόν οι αναλύσεις θα είναι θετικές και η αβεβαιότητα μικρότερη βλέποντας έναν μεγάλο τέτοιο δείκτη. Η σχέση λοιπόν με την διασπορά των προβλέψεων θα είναι αρνητική και το πρόσημο θα είναι αρνητικό αφού η αύξηση του δείκτη μειώνει την απόκλιση. Με μια πιο προσεκτική

ματιά όμως μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η ταχεία ανάπτυξη μπορεί να είναι εις βάρος της ενδελεχούς αναλύσεως της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων, κάτι το οποίο προοιωνίζει μελλοντικές ζημιές.

Ο υψηλός δείκτης δάνεια/ ίδια κεφάλαια σημαίνει αυξημένη πιθανότητα εξανεμίσεως των ιδίων κεφαλαίων από ζημιές λόγω μη εξυπηρετούμενων δανείων. Αύξηση λοιπόν αυτού του δείκτη αυξάνει την αβεβαιότητα των προβλέψεων άρα αναμένουμε θετικό πρόσημο που εξηγεί αυτή την θετική σχέση. Δεν πρέπει να παραβλέψουμε όμως ότι τελικά ο υψηλός αυτός δείκτης μπορεί να αποτελεί ένδειξη μιας καλής οργανωμένης τράπεζας η οποία εστιάζεται σε παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες.

Μελετώντας τώρα τους αριθμοδείκτες αποτελεσματικής διοικήσεως (δαπάνες/έσοδα και μη επιτοκιακά έξοδα/εισόδημα) μπορούμε να πούμε ότι οι υψηλοί δείκτες αποτελούν ένδειξη αναποτελεσματικής λειτουργίας, χαμηλής κερδοφορίας και πιθανων μελλοντικών προβλημάτων κερδοφορίας και επιβιώσεως. Είναι σαφές λοιπόν πως η αύξηση αυτών των δεικτών προμηνύει αρνητικά νέα στους αναλυτές και μεγαλώνει την αβεβαιότητά τους για τις προοπτικές της τραπεζής. Αναμένουμε θετικό πρόσημο.

Οι υψηλοί δείκτες κερδοφορίας (ROA,ROE) αποτελούν ξεκάθαρες ενδείξεις υψηλότερης κερδοφορίας. Οι αποκλίσεις στις προβλέψεις θα πρέπει να μειώνονται και τα πρόσημα αυτών των ερμηνευτικών μεταβλητών θα πρέπει να είναι αρνητικά, μαρτυρώντας την αρνητική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή της απόκλισης. Μοναδική επιφύλαξη που ίσως αυξήσει την αβεβαιότητα των αναλυτών, είναι ο πειρασμός στον οποίο μπαίνουν πολλές φορές οι τράπεζες να ομαλοποιούν τα λογιστικά κέρδη τους στρεβλώνοντας την πραγματική εικόνα.

Όσον αφορά τον άλλο δείκτη κερδοφορίας (περιθώριο επιτοκίου/συνολικά στοιχεία ενεργητικού) περιμένουμε αρνητικό πρόσημο αφού ο υψηλός δείκτης σημαίνει υψηλό περιθώριο επιτοκίου το οποίο κερδίζει η τράπεζα από παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες. Μπορεί όμως να προέρχεται από επικίνδυνα δάνεια των οποίων τα προβλήματα θα εμφανιστούν στο μέλλον.

Για τον επόμενο δείκτη κερδοφορίας (συνολικά έσοδα/συνολικά στοιχεία ενεργητικού) ,η αύξηση του σημαίνει αποδοτικότερη χρήση των στοιχείων ενεργητικού και υψηλότερη κερδοφορία.Άρα και εδώ αρνητικό πρόσημο. Εν τούτοις το πρόσημο μπορεί να αλλάξει και η αβεβαιότητα των αναλυτών να αυξηθεί, αν τα υψηλά έσοδα προέρχονται από δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, όπως π.χ η διαπραγμάτευση παράγωγων αξιογράφων.

Τέλος για τον δείκτη ρευστότητας (ρευστά στοιχεία ενεργητικού/ συνολικά στοιχεία ενεργητικού), η υψηλή τιμή του σημαίνει λιγότερα στοιχεία του ενεργητικού ενέχοντα κίνδυνο, όμως αυτό πιθανόν να είναι συνέπεια αδυναμίας ευρέσεως καλών δανειοληπτών η αναποτελεσματικής διοικήσεως. Περιμένουμε πάντως καλή αποτίμηση της ρευστότητας εκ μέρους των αναλυτών, άρα και αρνητικό προσημο (αύξηση του δείκτη, οδηγεί σε μείωση της αβεβαιότητας).

Είναι προφανές πως δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τα πρόσημα των ερμηνευτικών μεταβλητών μας. Η διαίσθησή μας για το κατά πόσο επηρεάζεται η αβεβαιότητα των αναλυτών με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία (που μεταφράζονται με αριθμοδείκτες) δεν μπορεί να γίνει βεβαιότητα. Η αμφισημία των δεικτών είναι χαρακτηριστική ενώ οι προβλέψεις επηρεάζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση και μεροληψίες. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δεν μπορούν να προβλεφθούν με βεβαιότητα.

3.3 Οικονομετρική τεχνική

Η οικονομετρική τεχνική που χρησιμοποιήσαμε για τον υπολογισμό του γραμμικού υποδείγματός μας βασίζεται στην μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Συνδυάζουμε στοιχεία χρονολογικών σειρών με διαστρωματικές παρατηρήσεις (cross-sectional time series analysis). Εξετάζουμε την στατιστική σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής της τυπικής απόκλισης των προβλέψεων με ορίζοντα το ένα έτος, με τους αριθμοδείκτες των τραπεζών που έχουν τον ρόλο των ανεξάρτητων μεταβλητών. Εξετάζουμε λοιπόν τον τραπεζικό κλάδο με δείγμα 56 εμπορικών τραπεζών (παρατηρήσεις) και για κάθε τράπεζα έχουμε παρατηρήσεις για 13 χρονικές περιόδους (1994-2006). Γι αυτό χρησιμοποιούμε διαστρωματικά στοιχεία που συνδυάζονται με στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data).

Ο υπολογισμός έγινε με την βοήθεια του οικονομετρικού υπολογιστικού πακέτου Eviews και ακολουθήθηκε, μετά τον αρχικό υπολογισμό της παλινδρόμησης, η μέθοδος προσδιορισμού από το γενικό υπόδειγμα στο ειδικό (general to specific). Δηλαδή η απόρριψη των ερμηνευτικών μεταβλητών οι οποίες θεωρήθηκαν στατιστικά μη σημαντικές μέχρις ότου απομείνουν οι στατιστικά σημαντικές. Κριτήριο στατιστικής σημαντικότητας ήταν η τιμή της στατιστικής πιθανότητας (τιμή πάνω από 0,05 κάνει την μεταβλητή στατιστικά μη σημαντική).

3.4 Αποτελέσματα-στατιστικοί έλεγχοι

Το τελικό γραμμικό υπόδειγμα λοιπόν παίρνει την εξής μορφή:

$$\text{Διασπορά} = 0,38 - 1,27X_2 + 6,68X_3 - 0,50X_4 + 1,17X_{12}$$

$$(2,01) \quad (-2.38) \quad (2.85) \quad (3.74) \quad (-1.72)$$

Adj. R-squared= 0,563 Durbin-Watson stat=1,835 AR(1)= 0,499

Όπου:

X₂: εποπτικό κεφάλαιο πυλώνα 1/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού

X₃: δανειακές απώλειες/στοιχεία ενεργητικού

X₄: δάνεια/στοιχεία ενεργητικού

X₁₂: ρευστά στοιχεία ενεργητικού/ συνολικά στοιχεία ενεργητικού

Στα τελικά αποτελέσματα λοιπόν παρατηρούμε αρνητική σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις μεταβλητές X₂ και X₄ και θετική σχέση με τις μεταβλητές X₃ και X₁₂. Η περαιτέρω ανάλυση αυτής της σχέσης θα εξεταστεί στην ενότητα 3.5- συμπεράσματα. Οι μεταβλητές μας είναι στατιστικά σημαντικές (αφού prob<0,05).

Πριν την έκδοση του τελικού αποτελέσματος έγινε έλεγχος στασιμότητας για όλες τις μεταβλητές (εξαρτημένες και ανεξάρτητες) αφού η ύπαρξη μη στάσιμης μεταβλητής δεν θα βοηθούσε στην συνολοκλήρωση της παλινδρόμησης.

Με την βοήθεια του E VIEWS πραγματοποιήθηκαν οι έλεγχοι στασιμότητας χρησιμοποιώντας 2 διαδεδομένες μεθόδους (μέθοδος Levin, Lin & Chu t και μέθοδος Im, Pesaran and Shin W-stat). Οι έλεγχοι κατέδειξαν πως όλες οι μεταβλητές είναι στάσιμες (αφού prob<0,05). Τα αποτελέσματα αυτού του ελέγχου παρατίθενται στο παράρτημα 2.

Ακόμα έγινε έλεγχος αυτοσυσχέτισης. Στο κλασικό γραμμικό υπόδειγμα υποθέτουμε ότι η συνδιακύμανση των διαταρακτικών όρων είναι μηδέν δηλ E (ε_t, ε_s)=0 t≠s. Η παραπάνω υπόθεση σημαίνει πως οι διάφορες τιμές του διαταρακτικού όρου δεν σχετίζονται. Με άλλα λόγια ο διαταρακτικός όρος της περιόδου t δεν σχετίζεται με το διαταρακτικό όρο μιας οποιασδήποτε άλλης περιόδου s. Αν αυτή η υπόθεση δεν

ικανοποιείται, τότε έχουμε το φαινόμενο της αυτοσυσχέτισης ή αυτοπαλινδρόμησης. Η αυτοσυσχέτιση είναι συνηθισμένο φαινόμενο όταν χρησιμοποιούνται στοιχεία χρονολογικών σειρών, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση όταν χρησιμοποιούνται διαστρωματικά στοιχεία.

Οι περισσότεροι από τους διαθέσιμους τρόπους διαπιστώσεως και ελέγχου της αυτοσυσχέτισης αναφέρονται σε αυτοσυσχέτιση πρώτης τάξεως και βασίζονται στα κατάλοιπα που προκύπτουν από την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων αφού τα κατάλοιπα αυτά είναι εκτιμήσεις των τιμών του διαταρακτικού όρου.

Με την βοήθεια του E VIEWS εφαρμόζουμε στο υπόδειγμά μας το αυτοπαλινδρομο σχήμα πρώτου βαθμού που συμβολίζεται με AR(1). Το AR(1) έχει την μορφή για τον διαταρακτικό όρο $\epsilon_t = \rho \epsilon_{t-1} + u_t$ και μας λέει ότι η τιμή του διαταρακτικού όρου την περίοδο t εξαρτάται από την τιμή του στην περίοδο $t-1$, δηλαδή έχουμε αυτοσυσχέτιση πρώτης τάξεως που είναι και η πιο διαδεδομένη μορφή αυτοσυσχέτισης όταν χρησιμοποιούμε ετήσια δεδομένα (όπως στο υπόδειγμά μας). Μετά την εφαρμογή του AR(1) στα κατάλοιπά μας παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα για προηγούμενα έτη πέραν του ενός βάση του κριτηρίου Durbin-Watson. Το κριτήριο Durbin-Watson είναι ένας διαδεδομένος τρόπος ελέγχου της αυτοσυσχέτισης. Αν η τιμή του κριτηρίου προσεγγίζει το 2 τότε δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση. Στο υπόδειγμά μας είναι περίπου 1,83 που σημαίνει ότι υπάρχει ένας μικρός βαθμός θετικής αυτοσυσχέτισης (και μετά το AR(1)) ο οποίος όμως δεν στρεβλώνει τα αποτελέσματά μας. Το κριτήριο Durbin-Watson βασίζεται στην κατανομή δειγματοληψίας $d = \frac{\sum(\epsilon_t - \epsilon_{t-1})^2}{\sum \epsilon_t^2}$. Όταν $0 < d < 2$ τότε υπάρχει κάποιος βαθμός θετικής αυτοσυσχέτισης και όταν $2 < d < 4$ τότε υπάρχει κάποιος βαθμός αρνητικής αυτοσυσχέτισης.

3.5 Συμπεράσματα-Οικονομική λογική

Αυτές είναι οι τέσσερις ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές μετά την οικονομετρική επεξεργασία των δεδομένων του υποδείγματός μας. Θα προσπαθήσουμε να αποκρυπτογραφήσουμε τα οικονομετρικά αποτελέσματα και έπειτα θα προχωρήσουμε σε μια συμπερασματική οικονομική ανάλυση για το πόσο εύκολη τελικά είναι η εκτίμηση της καταστάσεως και των προοπτικών μιας τραπέζης, ειδικά υπό το πρίσμα των αριθμοδεικτών.

Η αύξηση του δείκτη κεφαλαιουχικής επάρκειας, εποπτικό κεφάλαιο πυλώνα 1/προσαρμοσμένα στον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού, προκαλεί μείωση της διασποράς των αναλύσεων και άρα της αβεβαιότητας. Σύμφωνα με αυτά που αναμέναμε στην παράγραφο 2 της παρούσης ενότητας, το πρόσημο μπροστά από αυτή την ερμηνευτική μεταβλητή μοιάζει λογικό. Η αυξητική τάση που παρουσιάζει αυτός ο δείκτης, αποτελεί ένδειξη περισσότερου κεφαλαίου (σαν αριθμητής μεγαλώνει την τιμή του κλάσματος) κάτι που συνεπάγεται μεγαλύτερη ικανότητα απορροφήσεως ζημιών. Η αρχική επιφύλαξη που είχαμε διατυπώσει για αυτόν τον δείκτη-ότι δηλαδή μπορεί να αποτελεί ένδειξη μη αξιοποίησης των ακριβών τραπεζικών κεφαλαίων- δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από αυτή την έρευνα. Προκύπτει λοιπόν ότι οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αντιλαμβάνονται θετικά την αύξηση αυτού του δείκτη κεφαλαιουχικής επάρκειας και μειώνουν την αβεβαιότητά τους για τα κέρδη ανα μετοχή της τράπεζας, αφού μειώνεται η διασπορά των προβλέψεών τους (οριζόμενη ως η τυπική απόκλιση)

Για τον έτερο δείκτη κεφαλαιουχικής επάρκειας (δανειακές απώλειες/στοιχεία ενεργητικού) όμως τα πράγματα είναι διαφορετικά. Έχει αναφερθεί ότι αυτός ο δείκτης αποτελεί ουσιαστικά μια πρόβλεψη για μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Πιθανολογούσαμε ότι μια αύξηση του δείκτη θα σημαίνει και την μείωση της διασποράς των προβλέψεων άρα και της αβεβαιότητας εξαιτίας του γεγονότος ότι οι περισσότερες προβλέψεις για επισφάλειες πιθανόν να σημαίνουν μεγαλύτερη δυνατότητα απορροφήσεως ζημιών. Εντούτοις η θετική σχέση που αναπτύσσεται στο παρόν υπόδειγμα μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η αβεβαιότητα μεγαλώνει με την αύξηση αυτού του δείκτη. Το μήνυμα που φαίνεται να προσλαμβάνουν οι αγορές και οι αναλυτές με την ανακοίνωση αύξησης αυτού του δείκτη από μια τράπεζα, είναι η πιθανή αύξηση των προβληματικών δανείων και άρα των επισφαλειών στον ισολογισμό της τράπεζας. Αυτό φυσικά αποτελεί κακό οίονό για τα κέρδη ανα μετοχή (για τα οποία γίνονται προβλέψεις στο υπόδειγμά μας) και φαίνεται να επηρεάζει προς αυτή την κατεύθυνση την αβεβαιότητα των αναλυτών.

Όσων αφορά τώρα τον δείκτη ποιότητας ενεργητικού, δάνεια/στοιχεία ενεργητικού, παρατηρείται αρνητική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι η αύξηση αυτού του αριθμοδείκτη μειώνει την αβεβαιότητα των αναλυτών οι οποίοι φαίνεται να τον αποτιμούν σαν μια ένδειξη ταχύτατης ανάπτυξης, τουλάχιστον σε παρόντα χρόνο. Η τράπεζα φαίνεται λοιπόν να κάνει καλά την παραδοσιακή δουλειά της και να δίνει δάνεια σε υψηλούς ρυθμούς, κάτι το οποίο προοιωνίζει αυξημένα κέρδη. Οι αναλυτές σε αυτό το σημείο δείχνουν να ενδιαφέρονται περισσότερο για το παρόν και η αβεβαιότητά τους

να μειώνεται. Όμως η ταχεία ανάπτυξη μπορεί να είναι σε βάρος της ενδελεχούς αναλύσεως της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων, κάτι το οποίο προοιωνίζει μελλοντικές ζημιές. Οι τράπεζες στα πλαίσια ενός αδηφάγου ανταγωνισμού προσπαθούν να κερδίσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερα μερίδια στην αγορά των δανείων για το παρόν. Οι αναλυτές, όπως θα δούμε και παρακάτω, μας δίνουν την εντύπωση ότι δυσκολεύονται να προβούν σε πιο μακροπρόθεσμες και δυναμικές προβλέψεις για τα κέρδη μιας τράπεζας

Η τελευταία ερμηνευτική μεταβλητή αντιπροσωπεύει την ρευστότητα (ρευστά στοιχεία ενεργητικού/ συνολικά στοιχεία ενεργητικού). Η τελική εξίσωση φανερώνει θετική σχέση μεταξύ αυτού του αριθμοδείκτη και της διασποράς των αναλύσεων. Αύξηση λοιπόν του δείκτη δείχνει και αύξηση της αβεβαιότητας σύμφωνα με την παρούσα έρευνα. Το αποτέλεσμα αυτού του προσήμου αποτελεί μια μικρή ανατροπή με βάση αυτά που περιμέναμε. Ο υψηλός αυτός δείκτης συνήθως δείχνει πλεόνασμα ρευστότητας και πιθανόν την εντύπωση ότι λιγότερα στοιχεία του ενεργητικού ενέχουν κίνδυνο. Τελικά όμως με βάση το αποτέλεσμα αποδεικνύεται αμφίσημη η επεξήγησή του. Οι αναλυτές λοιπόν φαίνεται να αμφισβητούν την ύπαρξη μεγάλης ρευστότητας αφού η υψηλή τιμή αυτού του δείκτη πιθανόν να τους φανερώνει αδυναμία ευρέσεως καλών δανειοληπτών ή αναποτελεσματική διοίκηση.

Οι αριθμοδείκτες λοιπόν δεν έχουν μονοσήμαντα πρόσημα και οι ασφαλείς αναλύσεις μέσω της αποκρυπτογράφησης αυτών των δεικτών δεν αποτελούν σίγουρα στοιχήματα. Εύλογα λοιπόν τα πρόσημα των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι διαφορετικά από τα διαιθητικώς αναμενόμενα ενώ και πολλοί αριθμοδείκτες κρίθηκαν στατιστικά μη σημαντικοί ως προς την διασπορά των αναλύσεων βάση των τελικών αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης.

Είναι λοιπόν προφανές ότι και στις τράπεζες εμφανίζεται το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτό το φαινόμενο εμφανίζεται ανεξάρτητα του πολύ περιοριστικού θεσμικού πλαισίου που διέπει τις τράπεζες αλλά και της πληθώρας στοιχείων που παρέχουν οι τράπεζες στις εποπτικές αρχές και ως εκ τούτου δύσκολα θα έκρυβαν την πιθανή κακή τους κατάσταση. Επιπλέον οι τράπεζες στα πλαίσια της προσπάθειας διατήρησης της φήμης και φερεγγυότητάς τους έχουν κάθε κίνητρο να είναι ειλικρινείς. Παρόλαυτα είναι εξαιρετικά δύσκολο λόγω της φύσεως της τραπεζικής διαμεσολάβησης (βλεπε ενότητα 1) να εκτιμηθεί η παρούσα κατάσταση και οι προοπτικές μιας τράπεζας. Ακόμα σε μια δύσκολη κατάσταση οι διοικούντες και οι μέτοχοι μιας τράπεζας έχουν ισχυρότατο κίνητρο να ωραιοποιούν την κατάσταση και τις προοπτικές της.

Η βασική δυσκολία εκτίμησης της κατάστασης μίας τράπεζας έγκειται στην δυσκολία εκτίμησης της παρούσας καθαρής θέσης και στην ακόμα μεγαλύτερη δυσκολία εκτίμησης της μελλοντικής κερδοφορίας της. Υπάρχει αντικειμενική δυσκολία στην αποτίμηση της πραγματικής αξίας των δανείων και των επενδύσεων και άρα της καθαρής θέσης της τράπεζας. Ο λόγος αδυναμίας αποτίμησης συνοψίζεται στα παρακάτω.

Η πραγματική αξία για όσες επενδύσεις είναι σε αξιόγραφα τα οποία διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές ,π.χ μετοχές, αντανακλάται στην αξία διαπραγματεύσεώς τους. Επιπλέον,αυτή η αξία πιθανόν να διαφέρει από την αξία κτήσεως των αξιογράφων. Πολλές όμως επενδύσεις, όπως σε ακίνητα και ομόλογα, όπως επίσης και τα δάνεια, δεν διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη αγορά. Ως συνέπεια υπάρχει αντικειμενική δυσκολία αποτιμήσεως της αξίας τους. Ένα δάνειο το οποίο δεν εξυπηρετείται έχει πραγματική αξία μικρότερη της ονομαστικής . Η πραγματική αξία είναι ίση με τα χρήματα τα οποία μπορεί να ελπίζει η τράπεζα οτι θα πάρει μετά από επαναδιαπραγμάτευση του δανείου ή σε περίπτωση πτώχευσης του δανειζόμενου, όταν ρευστοποιηθούν τα περιουσιακά του στοιχεία.

Είναι λοιπόν δύσκολο και για την ίδια την τράπεζα να αποτιμήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της, πόσο μάλλον για τους εξωτερικούς αναλυτές. Έτσι πολλοί από τους αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήσαμε σαν ερμηνευτικές μεταβλητές έχουν είτε στον αριθμητή είτε στον παρονομαστή, στοιχεία του ενεργητικού (πχ. δάνεια) τα οποία παρουσιάζουν πρόβλημα στην αποτίμησή τους και ουσιαστικά είναι πομπόι ασύμμετρης πληροφόρησης για τους αναλυτές. Αυτό λοιπόν μπορεί να εξηγή την αμφισημία των δεικτών.

Την αδιαφάνεια των τραπεζών αυξάνουν ο υψηλός πληθωρισμός,τα εκτός ισολογισμού στοιχεία και το ασταθές οικονομικό περιβάλλον.

Ο πληθωρισμός δυσκολεύει την αποτίμηση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Όταν ο πληθωρισμός είναι υψηλός αυξάνεται η δυσκολία εκτιμήσεως της κατάστασης και των προοπτικών των δανεισθέντων εταιριών. Σαν αποτέλεσμα αυξάνεται η δυσκολία εκτίμησης της πιθανότητας αποπληρωμής και της πραγματικής αξίας των χορηγηθέντων δανείων

Τα εκτός ισολογισμού παράγωγα αξιόγραφα ενέχουν τον κίνδυνο μεγάλων πληρωμών και ζημιών οι οποίες δεν μπορούν να προβλεφθούν εκ των προτέρων. Πρέπει να έχουμε υπ όψιν μας οτι οι τράπεζες χρησιμοποιούν πολλές φορές τις εκτός ισολογισμού συναλλαγές για να ξεφύγουν από την μέγγενη της κεφαλαιακής επάρκειας

χρησιμοποιώντας τα κεφάλαιά τους για πιο επικίνδυνους σκοπούς. Έτσι ένας υψηλός δείκτης κεφαλαιουχικής επάρκειας μπορεί να κρύβει κίνδυνο. Στο υπόδειγμά μας βέβαια οι αναλυτές αποτιμούν μάλλον καλά τον υψηλό δείκτης κεφαλαιουχικής επάρκειας για το εποπτικό κεφάλαιο του πυλώνα ένα .

Τέλος σε ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον η κατάσταση όλων των οικονομικών παραγόντων, των τραπεζών συμπεριλαμβανομένων, μπορεί να περιπέσει σε άσχημους ατραπούς σε σύντομο χρονικό διάστημα. Μια απότομη πτώση της ζήτησης θα οδηγήσει πολλές εταιρίες σε πτώχευση και σε αύξηση των επισφαλειών των τραπεζών. Οι τράπεζες σχηματίζουν προβλέψεις για τις ζημιές από μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Πρέπει όμως να ελέγξουμε κατα πόσο είναι τελικά σωστές οι επισφάλειες και αν έχουν πραγματικά κίνητρα οι διοικούντες να εμφανίσουν τις πραγματικές επισφάλειες. Αυτό πιθανόν είναι κάτι που αποτιμούν οι αναλυτές γιατί όπως αποδείχθηκε και στο υπόδειγμα η υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη δανειακές απώλειες/στοιχεία ενεργητικού συνδυάζεται με αύξηση της διασποράς δηλαδή της αβεβαιότητας στις αναλύσεις. Είναι σαφές ότι οι αναλυτές εκτιμώντας τον σύνθετο οικονομικό κόσμο που ζούμε, πιστεύουν πως μια τράπεζα με υψηλό αυτό τον δείκτη μάλλον έχει περισσότερα προβληματικά δάνεια, παρά είναι υπερ το δέον προνοητική. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν αυτή την άποψη.

Εάν είναι τόσο δύσκολη η εκτίμηση της παρούσης καθαρής θέσης μιας τράπεζας, είναι πολύ δυσκολότερη η εκτίμηση της μελλοντικής, καθότι κανείς δεν μπορεί να προβλέψει όλες τις πιθανές εξελίξεις οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν την οικονομία τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και τις τράπεζες. Γι αυτό πιθανόν και τα οικονομετρικά αποτελέσματα για τον αριθμοδείκτη δάνεια/στοιχεία ενεργητικού που αντικατοπτρίζει τον ρυθμό αύξησης του ενεργητικού, έδειξαν σαφή προτίμηση των αναλυτών να επιβεβαιώσουν ότι ο υψηλός ρυθμός δείχνει ταχύτατα αναπτυσσόμενη τράπεζα και μάλλον επέδειξαν μικρή σπουδή στο να εκτιμήσουν ότι αυτή η ανάπτυξη μπορεί να βασίζεται σε <<βρώμικα>> δάνεια που πιθανόν να προμηνύουν μελλοντικές ζημιές.

Μια επιπλέον ποιοτική παράμετρος σε όλα τα παραπάνω που δείχνει αδιαφάνεια και ασύμμετρη πληροφόρηση είναι φυσικά το κίνητρο για ανειλικρίνεια.

Οι διοικούντες μια τράπεζα-και όχι μόνο- έχουν κίνητρο να προβούν σε επικίνδυνες επενδύσεις των οποίων η απόδοση αναμένεται να είναι υψηλή εάν πετύχουν, αλλά η πιθανότητα αυτό να συμβεί είναι πολύ μικρή. Η δυσκολία αποτιμήσεως της κατάστασης μιας τράπεζας αυξάνει το κίνητρο οι διοικούντες και οι μέτοχοι να προβούν σε τέτοιες επενδύσεις οι οποίες πιθανότατα θα είναι εις βάρος των καταθετών και των

χρηματοδοτών. Η δημιουργική λογιστική και το μαγείρεμα των στοιχείων τους δίνουν ένα καλό άλλοθι σε αυτή την πολιτική τους. Ιδιαίτερα ευαίσθητοι σε τέτοιου είδους μαγειρέματα είναι οι δείκτες κερδοφορίας (roa, roe).

Όλοι αυτοί οι αριθμοδείκτες που συμπεριλάβαμε στο υπόδειγμά μας είναι δημοσιοποιημένοι από τις τράπεζες. Βάση αυτών των στοιχείων κάνουν και οι αναλυτές τις προβλέψεις τους. Τα λογιστικά στοιχεία που δημοσιεύουν όμως οι τράπεζες δεν είναι πάντα κατατοπιστικά. Έχει μεγάλη σημασία επι παραδείγματι αν τα δάνεια που χορηγεί μια τράπεζα είναι διασπαρμένα (γεωγραφικά κ σε τομείς οικονομικής δραστηριότητας) ή κατευθύνονται προς μια εταιρία. Η διαφοροποίηση δηλαδή του δανειακού χαρτοφυλακίου μιας τράπεζας παίζει σημαντικό ρόλο στην κερδοφορία της και την βιωσιμότητά της αφού η επένδυση σε μια ή λίγες εταιρίες είναι αρκετά επικίνδυνη. Τι θα γίνει άμα πτωχεύσει η εταιρία; Προφανώς θα ακολουθήσει και η τράπεζα. Αυτή η πληροφορία δεν εμπεριέχεται όμως στα δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία. Έτσι οι αριθμοδείκτες που εμπεριέχουν δάνεια ή στοιχεία ενεργητικού δεν μπορούν να αποκρυπτογραφήσουν αυτή την ποιοτική μεταβλητή.

Στο υπόδειγμά μας ο δείκτης που περιέχει δάνεια (δάνεια/στοιχεία ενεργητικού) εμφανίζει αρνητική σχέση με την διασπορά των προβλέψεων. Προαναφέραμε ότι αντικατοπτρίζει ταχεία ανάπτυξη που την επικροτούν οι επενδυτές. Πέρα από το γεγονός όμως πως δεν γνωρίζουν αν μιλάμε για χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας δανεισθέντες, δεν γνωρίζουν αν αυτή η τράπεζα έχει διαφοροποιημένο δανειακό χαρτοφυλάκιο. Η προβλεψή τους βλέπει πιο πολύ παρόν.

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο μια τράπεζα μπορεί να αποκρύψει λογιστικά την πραγματική κατάσταση μιας τράπεζας, είναι η αναχρηματοδότηση δανείων για τα οποία η πιθανότητα εξοφλήσεως είναι μικρή. Με αυτό τον τρόπο οι επισφάλειες εμφανίζονται μικρότερες. Πιθανόν και ο δείκτης δανειακών απωλειών/στοιχεία ενεργητικού να εμφανίζεται μικρότερος. Η στατιστική σχέση που φανερώνει το υπόδειγμά μας με την διασπορά των προβλέψεων έχει ενδιαφέρον. Οι αναλυτές φαίνεται να υποψιάζονται αυτή την πρακτική των τραπεζών που ρίχνει τις επισφάλειες. Έτσι η άνοδος ενός τέτοιου δείκτη τους δείχνει αύξηση των προβληματικών δανείων παρά δυνατότητα απορρόφησης ζημιών. Αυτό το λογιστικό τρικ της αναχρηματοδότησης (που δεν φαίνεται στα δημοσιευμένα στοιχεία όπως είπαμε) εμφανίζει καλύτερους και τους αριθμοδείκτες κερδοφορίας.

Κλείνοντας τα συμπεράσματα της ανάλυσης μπορούμε να πούμε ότι τα αμφίσημα μηνύματα που εκπέμπουν οι αριθμοδείκτες των τραπεζών μας κάνουν επιφυλακτικούς

για τα προσημα που αναμένουμε μετά την ποσοτική ανάλυση των δεδομένων μας. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα δίνουν μια αίσθηση για την τάση της αβεβαιότητας χωρίς όμως να λείπουν και οι ανατροπές.

5. ΣΥΝΟΨΗ

Προσπαθήσαμε, με την βοήθεια της οικονομετρίας, να εντοπίσουμε την επίδραση των δημοσιοποιημένων λογιστικών στοιχείων των τραπεζών στην αβεβαιότητα των αναλυτών για τα κέρδη ανα μετοχή τους. Μέσα από τα τρία κεφάλαια καταλήξαμε στο συμπέρασμα πως η ανάλυση των αριθμοδεικτών ενέχει έντονα στοιχεία τέχνης, εκτός από την επιστήμη και τους αριθμούς. Οι αριθμοδείκτες δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται μόνο σαν ποσοτικά στοιχεία αλλά και σαν ποιοτικές οικονομικές μεταβλητές που εμφανίζουν αμφισημία και διπτές απαντήσεις.

Είναι σαφές ότι η λειτουργία της τραπεζικής διαμεσολάβησης αλλά και η εν γένει λειτουργία μιας τραπεζικής επιχείρησης, προκαλεί ασυμμετρίες πληροφόρησης οι οποίες επηρεάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Μέσα από την σχετική βιβλιογραφία αποκρυσταλλώθηκε βέβαια και η άποψη ότι πολλές από τις αναλύσεις τείνουν να είναι μεροληπτικές είτε λόγω υψηλής αυτοπεποίθησης, είτε λόγω δόλου, είτε λόγω τελικά χαμηλής ικανότητας του αναλυτή. Έχοντας υπ όψιν αυτές τις αδυναμίες των αναλυτών και συνυπολογίζοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης που διέπει τα τραπεζικά ιδρύματα, αντιληφθήκαμε πόσο σύνθετη διαδικασία είναι η παραγωγή μιας αξιόπιστης πρόβλεψης. Τα μαθηματικά εντόπισαν κάποιες στατιστικές σχέσεις άλλοτε αναμενόμενες και άλλοτε όχι. Το σίγουρο είναι ότι μια αξιόπιστη πρόβλεψη οφείλει να λάβει σοβαρά υπ όψιν της, πολλές ποιοτικές μεταβλητές που έχουν να κάνουν με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, την συμπεριφορά των ανθρώπων μέσα σε αυτό, αλλά και την μεροληπτική διάθεση των οικονομικών παραγόντων. Ακόμα και στην πιο τεχνική ανάλυση τα στοιχεία της τέχνης φαίνεται να υπερισχύουν.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

Πίνακας αποτελεσμάτων(E-VIEWS)

Dependent Variable: DIS?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 12/21/09 Time: 17:04
 Sample (adjusted): 1995 2006
 Included observations: 12 after adjustments
 Cross-sections included: 35
 Total pool (unbalanced) observations: 311
 Convergence achieved after 15 iterations
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.389403	0.193135	2.016226	0.0447
LOANS/ASSETS? LOSS	-0.507706	0.212616	-2.387908	0.0176
LOANS/ASSETS? LIQUID ASSETS/TOT ASSETS?	6.681393	2.342721	2.851979	0.0046
TIER 1?	1.174174	0.313191	3.749073	0.0002
AR(1)	-1.278661	0.740381	-1.727030	0.0452
	0.499090	0.055531	8.987611	0.0000
R-squared	0.570261	Mean dependent var		0.148129
Adjusted R-squared	0.563216	S.D. dependent var		0.327106
S.E. of regression	0.216183	Akaike info criterion		-0.206277
Sum squared resid	14.25423	Schwarz criterion		-0.134127
Log likelihood	38.07608	F-statistic		80.94648
Durbin-Watson stat	1.835437	Prob(F-statistic)		0.000000

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

ΠΑΝΟΡΑΜΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

- 1 Nordea Bank Sweden AB (publ)
- 2 Skandinaviska Enskilda Banken AB
- 3 Svenska Handelsbanken
- 4 Swedbank AB
- 5 BKS Bank AG
BTV (3 Banken Gruppe)-Bank für Tirol und Vorarlberg
- 6 AG
- 7 Oberbank AG
- 8 Dexia Bank-Dexia Bank Belgium
- 9 KBC Bank NV
- 10 Danske Bank A/S
- 11 Jyske Bank A/S
- 12 Spar Nord Bank
- 13 Sydbank A/S
- 14 Pohjola Pankki Oyj-Pohjola Bank plc
- 15 Banque CIC Est
- 16 BNP Paribas
- 17 Natixis
- 18 Société Générale
- 19 Commerzbank AG
- 20 Deutsche Bank AG
- 21 IKB Deutsche Industriebank AG
- 22 LBB Holding AG-Landesbank Berlin Holding AG
- 23 Banco BPI (old)
- 24 Millennium bcp-Banco Comercial Português, SA
- 25 Banco de Sabadell SA
- 26 Credit Suisse (Old)
- 27 1st Source Bank
- 28 Amcore Bank NA
- 29 Associated Bank NA
- 30 BancFirst
- 31 BancorpSouth Bank
- 32 Bank of America, National Association (USA)
- 33 Bank of Hawaii
- 34 Bank of the Ozarks
- 35 Boston Private Bank & Trust Company
- 36 Brookline Co-operative Bank
- 37 Capitol Bank
- 38 Fidelity Bank
- 39 Fifth Third Bank NA
- 40 FirstFed Trust Company, National Association
- 41 FirstMerit Bank NA
- 42 FNB Bank
- 43 Fulton Financial Advisors, N. A.
- 44 Glacier Bank
- 45 Horizon Bank
- 46 MB Financial Bank, NA
- 47 NBT Bank, National Association

- 48 PNC Bank, National Association
- 49 Regions Bank
- 50 Seacoast National Bank
- 51 Whitney National Bank
- 52 Bank Rhode Island
- 53 Banner Bank
- 54 BB&T Financial FSB
- 55 First Midwest Bank
- 56 First Niagara Commercial Bank

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ROAA

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	14.9733	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	6.85720	0.0000

ROAE

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	6.16438	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	14.7517	0.0000

NET

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	5.41402	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	2.23762	0.0126

LOSS

Method	Statistic	Prob. **
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	18.1443	0.0000

Method	Statistic	Prob. **
	-	
Levin, Lin & Chu t*	19.4355	0.0000

LIQUID

Method	Statistic	Prob. **
	-	
Levin, Lin & Chu t*	6.41496	0.0000

Method	Statistic	Prob. **
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	3.14889	0.0008

NON

Method	Statistic	Prob. **
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	2.54284	0.0055

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	10.1834	0.0000

REVENUE

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	29.3142	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	8.26939	0.0000

LOANS

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	3.13578	0.0009

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	3.28489	0.0005

EXPENSES

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	36.81 14	0.00 00

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	8.2735 3	0.0000

TIER

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	11.569 7	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	72.18 01	0.00 00

CAPITAL

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	58.03 40	0.00 00

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	11.0937	0.0000

DISPERSION

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	10.8007	0.0000

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	17.3824	0.0000

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

ΑΡΘΡΑ

Antzoulatos,Kyriazis,Tsoumas."Financial Development and Asymmetric Information"

Clarke,J. Shastri,K 2001. On information asymmetry metrics.Unpublished working paper, University of Pittsburg.

Antia,M.Pantzalis,C. 2006. Security analyst incentives and quality of analyst generated information. The Journal of Investing, Spring

Barry,C.B. Brown,S.J.,1985. Differential information and security market equilibrium. Journal of Financial and Quantitative Analysis 20,407-422

Barry,C., Jennings,R.,1992. Information and diversity of analyst opinion. Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 169-183

Chang,J.J., Khanna,T.,Palepu,K., 2000. Analyst activity around the world. Unpublished working paper. Harvard Business School.

Chen,Q.,Jiang,W., 2006. Analysts weighting of private and public information. Review of Financial Studies 19, 319-355

Cooper,R.A.,Day,T.E. Lewis,C.M. 2001. Following the leader: A study of individual analysts earnings forecasts. Journal of Financial Economics 61,383-416

Friesen,G., Weller,P.A.,2006. Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts. Journal of Financial Markets 9,333-365.

Halov,N., 2006. Dynamics of Asymmetric Information and Capital structure. Unpublished working paper. New York University.

Holthausen,R.W.,Verrecchia,R.E.,1990. The effect of informedness and consensus on price and volume behavior. The Accounting Review 65,191-208.

Liang,L. 2003. Post-earnings announcement drift and market participants information processing biases. Review of Accounting Studies 8,321-345.

Lim,T.,2001. Rationality and analysts forecast bias. Journal of Finance 56,369-385.

Franklin Allen, Anthony Santomero 2001. What do financial intermediaries do? Journal of Banking and Finance 271-294.

Robert De Young and Tara Rice 2004. How do Banks make money? The fallacies of Fee income.Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago.

Robert De Young and Tara Rice 2004. How do banks make money? A variety of business strategies. Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago.

Scharfstein and Stein 1990. Herd behaviour and Investment. American Economic Review, p 465-479

Rajan and Zingales 1995. What do we know about capital structure. Some evidence from international data. Journal of Finance.

Lang and Lundholm 1996. Corporate disclosure policy and analyst behaviour. The Accounting Review, p 467-492

Alford and Berger 1999. A simultaneous equations analysis of forecast Accuracy, Analyst Following and Trading Volume. Journal of Accounting, Auditing and Finance

La porta et al(1998). Corporate ownership around the world.

Trueman(1994). Analyst forecasts and herding behaviour. Review of Financial Studies p. 97-124.

ΒΙΒΛΙΑ

Bank Soundness and Macroeconomic Policy. Carl-Johan Lindgren, Gillian Garcia, and Matthew I. Saal: International Monetary Fund 1996

Emerging Financial Markets By David O. Beim and Charles W. Calomiris, McGraw-Hill Irwin, 2001

Γεωργιος Κ. Χρηστου(2006). Εισαγωγή στην Οικονομετρία. Αθήνα.

Σημειώσεις τραπεζικής καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιά Α. Αντζουλάτου