

Α.Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια
Holdings
Leasing

«Η κερδοφορία στο Ελληνικό τραπεζικό
περιβάλλον και τα νέα προϊόντα που
χρησιμοποιούνται μέσα σε αυτό»

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια
Holdings
Leasing

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΓΑΚΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΚΑΤΣΑΡΑ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΑ

Holdings
Leasing

ΚΑΛΑΜΑΤΑ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.Εισαγωγή	σελ.4
2. Η κερδοφορία των τραπεζών – Θεωρία	σελ.6
2.α. Η θεωρία του κόστους συναλλαγών	σελ.6
2.β. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης.....	σελ.12
2.γ. Η θεωρία της παραγωγής πληροφόρησης	σελ.22
2.δ. Η θεωρία του λειτουργικού ρόλου των τραπεζών.....	σελ.26
3. Η κερδοφορία των τραπεζών – Εμπειρικές έρευνες	σελ.36
3.α. Αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών για την Ελληνική τραπεζική αγορά.....	σελ.36
3.β. Η κερδοφορία των Ελληνικών τραπεζών – Εμπειρική διερεύνηση	σελ.48
4. Τα νέα προϊόντα που δραστηριοποιούνται στην τραπεζική αγορά	σελ.55
4.α. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια	σελ.55
4.α.1. Ορισμός	σελ.55
4.α.2. Ιστορική αναδρομή	σελ.56
4.α.2.1. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα	σελ.56
4.α.2.2. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ευρωπαϊκή Ένωση	σελ.59
4.α.3. Τα χαρακτηριστικά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	σελ.61
4.α.4. Τα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	σελ.62
4.α.5. Τα πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	σελ.65
4.β. Το Leasing.....	σελ.67
4.β.1. Ορισμός	σελ.67
4.β.2. Ιστορική αναδρομή	σελ.69
4.β.3. Ειδικές κατηγορίες της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	σελ.71
4.β.4. Τα πλεονεκτήματα του Leasing	σελ.76
4.γ. Τα Holdings	σελ.77
4.γ.1. Ορισμός	σελ.77
4.γ.2. Ιστορική αναδρομή	σελ.78
4.γ.3. Τα κύρια χαρακτηριστικά των Εταιριών Χαρτοφυλακίου	σελ.79
4.γ.4. Τα πλεονεκτήματα των Holding Companies	σελ.80
4.γ.5. Τα Τραπεζικά Holdings	σελ.80

5. Άλλες μορφές νέων προϊόντων που δραστηριοποιούνται στην τραπεζική αγορά	σελ.81
5.α. Το Factoring	σελ.81
5.β. Το Forfaiting.....	σελ.82
5.γ. Το Franchising	σελ.82
5.δ. Το Venture Capital.....	σελ.83
6. Σύντομη παρουσίαση της πορείας της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και ανάλυση βασικών οικονομικών μεγεθών της από το έτος 1997 έως και το έτος 2004.....	σελ.84
6.α. Η ταυτότητα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος	σελ.84
6.β. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη	σελ.85
6.γ. Η ανάλυση βασικών οικονομικών μεγεθών	σελ.87
7. Επίλογος	σελ.96
8. Βιβλιογραφία	σελ.98

1.Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία σκοπό έχει να συνεισφέρει στην έρευνα για τον προσδιορισμό εκείνων των παραγόντων που επιδρούν στο ύψος της κερδοφορίας των τραπεζικών ιδρυμάτων, γενικά, καθώς επίσης και να διερευνήσει ποιοι από αυτούς έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα στη διαμόρφωση του επιπέδου των κερδών ειδικά στο Ελληνικό τραπεζικό περιβάλλον. Επίσης, αναφέρονται τα νέα προϊόντα που δραστηριοποιούνται στην τραπεζική αγορά, των οποίων η παρουσία προκάλεσε αύξηση των αποδόσεων, αύξηση των δυνατοτήτων επιλογής των επενδυτών και μείωση των κινδύνων των επενδύσεων.

Βασικό κίνητρο αποτέλεσε το γεγονός ότι η Ελληνική τραπεζική αγορά έχει γνωρίσει μια σειρά από πολύ σημαντικές αλλαγές, κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα περίπου χρόνων, και γι' αυτό κρίνεται σκόπιμη και αναγκαία η διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κερδοφορίας μέσα σ' αυτό το νέο περιβάλλον.

Η Ελλάδα χαρακτηριζόταν στο πρόσφατο παρελθόν από αυστηρό έλεγχο των χρηματοπιστωτικών αγορών και άμεση κρατική ανάμειξη στην ιδιοκτησία τραπεζών και τις τραπεζικές εργασίες. Συγκεκριμένα, είχε επιβληθεί ένα πλέγμα ποσοτικών και ποιοτικών διοικητικών κανόνων όπως ο εξωγενής καθορισμός των επιτοκίων, οι υποχρεωτικές δεσμεύσεις στις καταθέσεις, οι δεσμεύσεις – αποδεσμεύσεις στις χορηγήσεις, ο καθορισμός του περιθωρίου κέρδους των τραπεζών, οι ειδικοί πιστωτικοί έλεγχοι, όλα αυτά σε συνδυασμό με την κατά γενική ομολογία ελλιπή ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίων.

Ενδεικτικό της μεγάλης διείσδυσης του κράτους αποτελεί το γεγονός ότι, στο πρόσφατο παρελθόν, η συνολική δανειακή απαίτηση του δημοσίου τομέα αποτελούσε τον κύριο προσδιοριστικό παράγοντα των κινήσεων στα νομισματικά μεγέθη. Εξαιτίας της μικρής ανάπτυξης της αγοράς κεφαλαίων οι αποταμιεύσεις των πλεονασμάτων οικονομικών μονάδων απορροφώνται αποκλειστικά από το τραπεζικό σύστημα. Έτσι, τόσο το κράτος καταφεύγει στο τραπεζικό σύστημα για την κάλυψη των ελλειμμάτων του δημοσίου τομέα

αλλά και ιδιωτικές επιχειρήσεις για την χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων.

Στον χρηματοοικονομικό τομέα έχουν συντελεστεί σε διεθνές επίπεδο και ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια σημαντικές τεχνολογικές αλλαγές, με επίκεντρο την ανάπτυξη νέων αγορών και την παραγωγή και προσφορά μιας μεγάλης ποικιλίας χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να γίνεται πλέον λόγος για χρηματοοικονομική και επενδυτική επανάσταση, με επίκεντρο τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τις αγορές τους. Τα προϊόντα αυτά έχουν εισέλθει βαθμιαία στον τρόπο της ζωής μας και προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία από επιλογές και δυνατότητες για επιλογή των κατάλληλων επενδύσεων.

Οι σημαντικότεροι παράγοντες της ταχείας ανάπτυξης των χρηματιστηριακών προϊόντων είναι η ραγδαία πρόοδος της τεχνολογίας, η τάση για απελευθέρωση, η διεθνοποίηση και η δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών αγορών. Παράλληλα, όμως, υπάρχει και μία σειρά από ειδικότερους παράγοντες όπως είναι ο πληθωρισμός, οι μεταβολές των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η διαφοροποίηση της γεωγραφικής κατανομής του όγκου των αποταμιεύσεων και των επενδύσεων, η αλλαγή της νοοτροπίας των Κεντρικών Τραπεζών στην άσκηση του εποπτικού τους ρόλου, καθώς και άλλοι παράγοντες.

2. Η κερδοφορία των τραπεζών – Θεωρία

Τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν ως κύριο ρόλο τη διοχέτευση μέρους των αποταμιεύσεων των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων, το οποίο δεν είναι δυνατόν να απορροφηθεί από την αγορά, σε ελλειμματικές ιδιωτικές επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την χρηματοδότηση των επενδύσεών τους μέσω δανεισμού ή σε νοικοκυριά, τα οποία μέσω δανεισμού επίσης, καλύπτουν βασικές και λοιπές ανάγκες τους.

Για τους λόγους ύπαρξης των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς και του ευεργετικού τους διαμεσολαβητικού ρόλου έχουν αναπτυχθεί αρκετές θεωρίες.

Οι πλέον σπουδαίες από αυτές είναι οι ακόλουθες τέσσερις:

1. Θεωρία του κόστους συναλλαγών.
2. Θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης.
3. Θεωρία της παραγωγής πληροφόρησης.
4. Θεωρία του λειτουργικού ρόλου των τραπεζών.

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τις τέσσερις αυτές θεωρίες, ώστε να γίνουν αντιληπτές και ικανές προς αξιολόγηση.

2.α. Η θεωρία του κόστους συναλλαγών

Ως κόστος συναλλαγών ορίζεται ο χρόνος και τα χρήματα που ξοδεύονται προκειμένου να πραγματοποιηθεί για χρηματοοικονομική συναλλαγή και που αποτελούν σημαντικό πρόβλημα για όσους έχουν πλεονάζοντα κεφάλαια προς δανεισμό.

Τα σοβαρότερα προβλήματα κάποιου μεμονωμένου ατόμου ή οικονομικής μονάδας που έχει διαθέσιμα χρηματικά κεφάλαια προς δανεισμός και επιθυμεί να τα δανείσει, είναι ο σημαντικός χρόνος που απαιτείται έως ότου έρθει σε επαφή με τους υποψήφιους δανειολήπτες και το υψηλό κόστος που απαιτούν οι αναγκαίες ενέργειες που πρέπει να γίνουν, ώστε να προφυλάξει την

επένδυσή του. Κόστος για τη σύνταξη του συμβολαίου – συμφωνητικού με τους όρους του δανεισμού, κόστος για τον προσδιορισμό του τόκου, τον καθορισμό του χρόνου καταβολής των τοκομεριδίων και αποπληρωμής του δανείου, κόστος παρακολούθησης της πορείας του δανείου, πιθανό κόστος νομικών διαδικασιών που απαιτούνται στην περίπτωση ασυνεπών και επισφαλών δανειοληπτών και άλλα πολλά. Όλα αυτά τα αυξημένα κόστη έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση των κερδών του δανειστή και ως εκ τούτου, μικροί αποταμιευτές, είναι πολύ δύσκολο να επωφεληθούν ιδιαίτερα από το δανεισμό των χρημάτων τους.

Η διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος έχει αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους των συναλλαγών δανεισμού. Αυτό επιτυγχάνεται με τη συγκέντρωση κεφαλαίων πολλών αποταμιευτών συγχρόνως. Με αυτόν τον τρόπο, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν τις οικονομίες κλίμακας, με βάση τις οποίες, το συνολικό κόστος διεκπεραίωσης των συναλλαγών αυξάνει. Οι οικονομίες κλίμακας στις αγορές χρήματος εξηγούν πλήρως το φαινόμενο της αύξησης των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, οι οποίοι αποτελούν σημαντικό κομμάτι στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η μείωση του κόστους εξασφαλίζει υψηλότερη κερδοφορία. Αυτό το φαινόμενο είναι συνδεδεμένο με το μέγεθος των συναλλαγών και των προς δανεισμό κεφαλαίων. Γενικά, μια μεγάλη επιχείρηση μπορεί να παράγει την ίδια ποσότητα προϊόντων και υπηρεσιών με χαμηλότερο κόστος από ότι μια μικρή επιχείρηση ονομάζεται οικονομία κλίμακας. Οι οικονομίες κλίμακας ορίζουν ότι το μέγεθος αυξάνει το μέσο κόστος παραγωγής της μονάδας προϊόντος φθίνει. Στην περίπτωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όσο μεγαλύτερη εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας γίνεται, τόσο περισσότερο κερδοφόρα χαρακτηρίζεται η λειτουργία της. Επομένως, το μέγεθος μιας τράπεζας αποτελεί καθοριστικό παράγοντα του ύψους της κερδοφορίας της.

Μια βασική αρχή της θεωρητικής οικονομικής είναι αυτή που αναφέρει πως η καμπύλη μακροχρόνιου κόστους μιας επιχείρησης έχει σχήμα **U**. Αυτό σημαίνει πως όσο αυξάνει το μέγεθος μιας μικρής εταιρίας, τόσο το κόστος

παραγωγής κάθε μονάδας προϊόντος μειώνεται. Έτσι, η επιχείρηση οδηγείται σε οικονομία κλίμακας. Εάν όμως ο όγκος παραγωγής συνεχίζει να αυξάνει εμφανίζεται αδυναμία ως προς την απορρόφηση του και επομένως αναποτελεσματικότητα, η οποία φέρνει σταδιακή αύξηση στο κόστος παραγωγής κάθε μονάδας προϊόντος.

Η εξειδίκευση που αναπτύσσουν οι μεγάλες επιχειρήσεις σε κάθε τομέα των δραστηριοτήτων τους, καθώς και η δυνατότητα λόγω οικονομικής άνεσης να χρησιμοποιούν κεφαλαιουχικό εξοπλισμό μη ποσοστό στις οικονομικές δυνατότητες των μικρών επιχειρήσεων, είναι οι δύο κύριοι λόγοι που οδηγούν τις μεγάλες επιχειρήσεις στις οικονομίες κλίμακας. Για το λόγο αυτό, επανδρώνουν τους παραγωγικούς τομείς τους με ειδικά καταρτισμένο και κατάλληλα εκπαιδευμένο προσωπικό προκειμένου να επιτυγχάνουν συνεχή μείωση του κόστους παραγωγής.

Σύμφωνα με τον Hadjimichalaki et al (1995), οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες που εισάγουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί με στόχο την άντληση και χρήση περισσοτέρων κεφαλαίων, καθώς και τη μείωση του κόστους διαμεσολάβησης, διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

1. Εργαλεία σχεδιασμένα να προσελκύσουν καταθέσεις, όπως π.χ. οι συμφωνίες επαναγοράς.
2. Νέα στοιχεία ενεργητικού, όπως π.χ. δάνεια μεταβλητού (κυμαινόμενου) επιτοκίου.
3. Νέες τεχνολογικές μεθόδους για διευκόλυνση της παροχής νέων υπηρεσιών συναλλαγών και μείωση του κόστους τους.

Πολύ μεγάλη σημασία δίνεται, κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, στο κόστος των εισροών για την παραγωγή των τραπεζικών υπηρεσιών. Οι σημαντικότερες από αυτές είναι η εργασία (πωλητές, υπάλληλοι γραφείου) και το κεφάλαιο (κτίρια, μηχανολογικός εξοπλισμός, έπιπλα). Εξίσου σημαντική όμως με την αποτελεσματική διαχείριση και το συνδυασμό των εισροών που θα παράγουν το προϊόν στο χαμηλότερο κόστος είναι και η τεχνολογία. Ο όρος τεχνολογία περιλαμβάνει ηλεκτρονικούς υπολογιστές, οπτικοακουστικά συστήματα επικοινωνίας και άλλη τεχνολογία πληροφόρησης. Η

αποτελεσματική τεχνολογική βάση ενός διαμεσολαβητή μπορεί να οδηγήσει, κατά τον Saunders et al (1997), σε: α) χαμηλότερα κόστη, συνδυάζοντας κεφάλαιο και εργασία σε ένα πιο αποτελεσματικό μίγμα και β) μεγαλύτερες προσόδους, επιτρέποντας την παραγωγή και πώληση ενός ευρύτερου φάσματος χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Ο παράγοντας των τεχνολογικών καινοτομιών είναι σημαντικός, καθώς καλά επιλεγμένες επενδύσεις σε τεχνολογία είναι πιθανό να αυξήσουν τόσο το καθαρό περιθώριο επιτοκίου όσο και το καθαρό εισόδημα ενός διαμεσολαβητή. Επομένως, μπορεί να αυξήσουν την κερδοφορία με τους εξής παρακάτω τρόπους:

- 1) Αύξηση των εσόδων από τόκους αν οι τράπεζες πωλούν ένα ευρύτερο φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει σταυροειδείς πωλήσεις προϊόντων, καθώς οι υπολογιστές έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιούν δεδομένα πελατών και να επιχειρούν τηλεπώληση χρηματοοικονομικών υπηρεσιών όπως ασφαλειών ζωής και άλλων τραπεζικών προϊόντων, π.χ. δανείων.
- 2) Μείωση των εξόδων για τόκους, αν η πρόσβαση στις αγορές στοιχείων του παθητικού εξαρτάται άμεσα από την τεχνολογική ικανότητα της τράπεζας. Η ικανότητα μιας τράπεζας να παράγει και να πωλεί εμπορικά γραμμάτια είναι σε μεγάλο βαθμό τεχνολογικά ελεγχόμενη. Επομένως, αδυναμία επένδυσης στην κατάλληλη τεχνολογία ίσως αποκλείσει μια τράπεζα από μια χαμηλού κόστους αγορά κεφαλαίων.
- 3) Αύξηση των εσόδων εκτός τόκων όταν οι προμήθειες για τις παρεχόμενες υπηρεσίες, ειδικά των δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, συνδέονται με την ποιότητα της τεχνολογίας. Για παράδειγμα, οι πιστώσεις παρέχονται ηλεκτρονικά στους πελάτες, τα swaps, options και άλλα περίπλοκα παράγωγα διαπραγματεύονται μπροστά στην οθόνη του ηλεκτρονικού υπολογιστή και αποτιμώνται με τη βοήθεια λογαρίθμων και πανίσχυρων υπολογιστών.

- 4) Μείωση των εξόδων εκτός τόκων αν η συλλογή και αποθήκευση πληροφοριών πελατών δεν παίρνει τη μορφή έντυπου υλικού αλλά ηλεκτρονικών αρχείων.

Ο παράγοντας του μεγέθους μιας τράπεζας είναι καθοριστικός ως προς το ύψος των επενδύσεων σε τεχνολογία. Αναμφισβήτητα, η τεχνολογία των δορυφόρων και των σούπερ-κομπιούτερ είναι διαθέσιμη μόνο στις ιδιαίτερα μεγάλες τράπεζες. Και το αποτέλεσμα της συνεχούς τεχνολογικής βελτίωσης στο χρόνο είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και η μείωση του μέσου κόστους αυτών των τραπεζών. Από την πλευρά όμως του κόστους, υψηλές τεχνολογικές επενδύσεις ίσως οδηγήσουν σε προβλήματα υπερβάλλουσας παραγωγικότητας και ελέγχου του κόστους. Σε μια τέτοια περίπτωση οι μικρές τράπεζες με απλά συστήματα υπολογιστών που δεν επιβαρύνονται με το κόστος της εγκατάστασης και συντήρησης ίσως αποκτούν ένα πλεονέκτημα μέσου κόστους.

Οι τεχνολογικές αλλαγές που σημειώθηκαν τις τελευταίες δεκαετίες έχουν μειώσει κατακόρυφα τα κόστη συναλλαγής αλλά και προώθησης των τραπεζικών προϊόντων. Η εισαγωγή των ηλεκτρονικών υπολογιστών στις τραπεζικές εργασίες επιτρέπει την αποθήκευση τεράστιου όγκου πληροφοριών, την αυτόματη πληροφόρηση για το ύψος των υποχρεώσεων αλλά και των απαιτήσεων των πελατών, τη διενέργεια πληρωμών. Η χρήση περισσότερο ανεπτυγμένης τεχνολογίας δίνει σ' αυτούς που την κατέχουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, καθώς χαμηλότερα κόστη συναλλαγών καθιστούν ακόμη πιο κερδοφόρα και την παραγωγή νέων, καινοτόμων προϊόντων.

Σαν οι πιο χαρακτηριστικές τεχνολογικές καινοτομίες θα μπορούσαν να αναφερθούν οι εξής:

Οι *Αυτόματες ταμειολογιστικές μηχανές (ATM)*. Επιτρέπουν στους πελάτες των τραπεζών εικοσιτετράωρη πρόσβαση στους λογαριασμούς τους, την εξόφληση λογαριασμών και την ανάληψη χρημάτων. Επιπλέον, αν τα ATM αποτελούν μέρος ενός ολοκληρωμένου δικτύου οι καταθέτες αποκτούν εθνική

και σε πολλές περιπτώσεις διεθνή πρόσβαση στους καταθετικούς τους λογαριασμούς.

Οι *Χρεωστικές κάρτες*. Για τους πελάτες που επιλέγουν να μην χρησιμοποιούν μετρητά, επιταγές ή πιστωτικές κάρτες, η χρήση χρεωστικών καρτών τους επιτρέπει τη διενέργεια αγορών χωρίς να γίνεται έλεγχος υπολοίπου ή καθυστερήσεων, όπως συμβαίνει με τις πιστωτικές κάρτες, καθώς η τράπεζα που εκδίδει την χρεωστική κάρτα αυτομάτως μεταφέρει χρήματα από τον λογαριασμό του πελάτη στον λογαριασμό του πωλητή του προϊόντος, σε χρόνο όσο απαιτείται για τη χρήση της κάρτας.

Το *Home Banking* συνδέει τους πελάτες με τους καταθετικούς τους λογαριασμούς και τους λογαριασμούς των επενδύσεών τους και ταυτόχρονα παρέχει τη δυνατότητα εξόφλησης λογαριασμών, όλα μέσω προσωπικών υπολογιστών. Οι *προκαθορισμένες χρεώσεις / πιστώσεις* περιλαμβάνουν άμεση καταβολή σε τραπεζικούς λογαριασμούς επιταγών πληρωμών καθώς και καταβολή δόσεων στεγαστικών δανείων, ενώ η *τηλεφωνική πληρωμή λογαριασμών* επιτρέπει την άμεση μεταφορά χρημάτων από τους καταθετικούς λογαριασμούς των πελατών προς τρίτους.

Εδώ, όμως, θα πρέπει να παρατηρήσουμε και δύο βασικά αρνητικά σημεία και τους κινδύνους που κρύβουν. Το πρώτο είναι αυτό που μας επισημαίνει ότι η επένδυση σε νέα καινοτόμα – πρωτοποριακά προϊόντα πιθανόν να μην κατορθώσει να προσελκύσει τον αναμενόμενο όγκο αύξησης των εργασιών σε σχέση με τον ήδη υπάρχοντα πριν από την επένδυση όγκο εργασιών. Είναι εξακριβωμένο πως ένας αριθμός καινοτόμων προϊόντων βασισμένων στην τεχνολογία καταλήγουν σε επενδυτικά προγράμματα αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας, λόγω της αβεβαιότητας ως προς τα κόστη και τις προσόδους, καθώς και στο πόσο γρήγορα οι ανταγωνιστές αντιγράφουν κάθε καινοτομία.

Το δεύτερο αρνητικό σημείο είναι η ποιότητα των νέων προσφερόμενων υπηρεσιών. Για παράδειγμα, οι ATM μπορεί να μειώνουν το λειτουργικό κόστος της τράπεζας, αφού αντικαθιστούν το ανθρώπινο δυναμικό, όμως

απλά εκτελούν ψυχρά κάποιες συγκεκριμένες εργασίες αδυνατώντας να δώσουν απαντήσεις σε πιθανές ερωτήσεις. Επομένως, προκαλείται απομάκρυνση αριθμού πελατών λιανικής τραπεζικής με αποτέλεσμα, οι απώλειες εσόδων ίσως εκμηδενίζουν κάθε εξοικονόμηση κόστους. Αυτό το σημείο αποτελεί προς το παρόν σανίδα σωτηρίας προς τις μικρές τράπεζες, οι οποίες προβάλλουν το σλόγκαν ότι η ποιότητα υπηρεσιών συνολικά είναι υψηλότερη όταν υπάρχει η ανθρώπινη επαφή με το προσωπικό, παρά με την ψυχρή εξυπηρέτηση των ΑΤΜ.

2.β. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης

Το κόστος συναλλαγών στην αγορά χρήματος αποτελεί έναν μόνο από τους λόγους που η διαμεσολάβηση και η έμμεση χρηματοδότηση αποτελούν σημαντικό κεφάλαιο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έναν άλλο βασικό λόγο αποτελεί το γεγονός ότι στην αγορά χρήματος, τόσο ο δανειστής, όσο και ο δανειολήπτης έχουν πληροφόρηση σχετικά με τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις της επένδυσης, στην οποία συμμετέχουν. Κυρίως όμως, ο βασικός αυτός λόγος αποκτά ιδιαίτερη σημασία αφού, εκ των πραγμάτων, είναι αδύνατον και οι δύο να έχουν την ίδια πληροφόρηση. Κι η διαφορά στην πληροφόρηση συνήθως έχει να κάνει με το γεγονός ότι, ο μεν δανειολήπτης γνωρίζει καλύτερα την πιθανή απόδοση μα και το ρίσκο της επένδυσης που σχεδιάζει να κάνει, τα δε όργανα των δανειστικών οργανισμών (μάντζερς επιχειρήσεων π.χ.) γνωρίζουν πολύ καλύτερα κατά πόσον είναι αληθείς τα στοιχεία των επιχειρήσεων που αντιπροσωπεύουν και την πραγματική απόδοσή τους από ότι οι επενδυτές των.

Εάν οι δανειστές αναλάμβαναν απευθείας να διαπραγματευθούν με τους δανειολήπτες, το κόστος θα ήταν αρκετά υψηλό. Αντιθέτως, οι τράπεζες επιτρέπουν στους δανειστές να χορηγούν δάνεια αναλαμβάνοντας οι ίδιες το κόστος απόκτησης πληροφόρησης με το μικρότερο δυνατό κόστος. Επομένως, το υψηλό κόστος απόκτησης πληροφόρησης, αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς λόγους ύπαρξης των τραπεζών.

Τα προβλήματα της *δυσμενούς επιλογής* και του *ηθικού κινδύνου* στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, δημιουργούνται από την ελλιπή πληροφόρηση.

Η *δυσμενής επιλογή* είναι ένα πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης που προκύπτει πριν από την πραγματοποίηση της συναλλαγής. Η φερεγγυότητα του δανειολήπτη εκτιμάται από τους δανειστές πριν από τη σύναψη της συμφωνίας και προσαρμόζουν ανάλογα το ύψος του επιτοκίου. Οι υποψήφιοι δανειολήπτες που είναι έτοιμοι να δεχθούν ιδιαίτερα υψηλό επιτόκιο, δημιουργούν υποψίες με αποτέλεσμα οι δανειστές να αρνούνται να τους χρηματοδοτήσουν. Αντίθετα, συνάπτουν συμφωνίες μικρού ρίσκου μόνο, περιορίζοντας όμως αρκετά την αποδοτικότητα και τα κέρδη της επιχείρησής τους.

Παραθέτουμε δύο απλά παραδείγματα, ώστε να γίνουν κατανοητά τα παραπάνω.

Ας υποθέσουμε ότι ένας υποψήφιος αγοραστής χρεογράφων, όπως είναι οι κοινές μετοχές, δεν μπορεί να διακρίνει μεταξύ των καλών επιχειρήσεων με μεγάλες αναμενόμενες αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο και των κακών, με μικρές αναμενόμενες αποδόσεις και μεγάλο κίνδυνο. Σε μια τέτοια περίπτωση ο υποψήφιος αγοραστής θα είναι πρόθυμος να πληρώσει μια τιμή που αντικατοπτρίζει τη μέση ποιότητα των επιχειρήσεων που εκδίδουν χρεόγραφα, μια τιμή μεταξύ της αξίας των χρεογράφων των καλών επιχειρήσεων και της αξίας των χρεογράφων των κακών επιχειρήσεων. Αν οι ιδιοκτήτες ή οι μάνατζερ μιας καλής επιχείρησης έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τον υποψήφιο δανειολήπτη και ξέρουν ότι αποτελούν μια καλή επιχείρηση αντιλαμβάνονται ότι τα χρεόγραφα τους είναι υποτιμημένα και δεν δέχονται να πουλήσουν στον υποψήφιο δανειολήπτη στην τιμή που αυτός είναι πρόθυμος να πληρώσει. Αντιθέτως, πρόθυμες να πουλήσουν θα είναι οι κακές επιχειρήσεις καθώς η προσφερόμενη τιμή είναι μεγαλύτερη της πραγματικής αξίας των χρεογράφων τους. Όμως ο υποψήφιος αγοραστής σαφώς δεν θέλει να κρατά χρεόγραφα κακών επιχειρήσεων και συνεπώς δεν θα αγοράσει καθόλου χρεόγραφα από την αγορά. Σαν τελικό συμπέρασμα, η

συγκεκριμένη αγορά χρεογράφων δεν θα λειτουργεί αποτελεσματικά καθώς πολύ λίγες επιχειρήσεις θα μπορούν να πωλούν χρεόγραφα προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια.

Η παραπάνω διαδικασία δεν αλλάζει σημαντικά αν ο υποψήφιος αγοραστής προτιμήσει ένα εταιρικό ομόλογο αντί μετοχικού μεριδίου. Θα αγοράσει ένα ομόλογο μόνο αν το επιτόκιο του είναι αρκετά υψηλό ώστε να τον αποζημιώσει για τον μέσο κίνδυνο που ενέχουν οι καλές και κακές επιχειρήσεις που προσπαθούν να πουλήσουν χρέος. Οι ενγνώμονες ιδιοκτήτες μιας καλής επιχείρησης αντιλαμβάνονται ότι θα πληρώνουν μεγαλύτερο επιτόκιο από ότι θα έπρεπε με αποτέλεσμα να μην επιθυμούν να δανειστούν μέσα από αυτή την αγορά. Μόνο οι κακές επιχειρήσεις θα είναι πρόθυμες να δανειστούν, επειδή όμως οι επενδυτές δεν θέλουν την αγορά τέτοιων ομολόγων πιθανό είναι να μην αγοράσουν καθόλου ομόλογα. Σαν τελικό αποτέλεσμα, πολύ λίγα εταιρικά ομόλογα θα πωληθούν και η έκδοση χρέους θα αποτελεί μια καθόλου καλή πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις.

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις – εταιρίες συγκεντρώνουν και αξιολογούν πληροφορίες για επιχειρήσεις και στη συνέχεια πωλούν αυτές τις πληροφορίες σε υποψήφιους αγοραστές χρεογράφων. Αυτή η δραστηριότητα προσπαθεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής στις χρηματαγορές και να περιορίσει την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Ένα νέο πρόβλημα προέκυψε όμως σχεδόν ταυτόχρονα με την εμφάνιση των ιδιωτικών επιχειρήσεων συλλογής και πώλησης πληροφόρησης το οποίο δεν επιτρέπει την εξάλειψη του φαινομένου της δυσμενούς επιλογής. Είναι το πρόβλημα που δημιουργείται όταν επενδυτές δεν φροντίζουν να αγοράσουν επενδυτικές πληροφορίες που αγόρασε κάποιος άλλος επενδυτής και αντιγράφουν τις κινήσεις του. Σε πολύ λαϊκή έκφραση, οι επενδυτές που επενδύουν συλλέγοντας λαθραία πληροφορίες, δημιουργούν το πρόβλημα του «ελεύθερου καβαλάρη». Έτσι, η ιδιωτική πώληση πληροφόρησης δεν δίνει οριστική λύση στο πρόβλημα διαχωρισμού των επιχειρήσεων σε καλές ή κακές.

Το παραπάνω συμπέρασμα μπορεί να δικαιολογηθεί ως εξής: ας υποθέσουμε ότι κάποιος μόλις έχει αγοράσει την πληροφόρηση που του λέει ποιες είναι οι καλές επιχειρήσεις και ποιες όχι. Εκτιμά ότι η συγκεκριμένη αγορά άξιζε να γίνει καθώς με την αγορά των χρεογράφων των καλών επιχειρήσεων που είναι υποτιμημένα καλύπτεται το κόστος απόκτησης της πληροφόρησης ενώ προκύπτει και κάποιο κέρδος. Όμως, όταν ο ελεύθερος καβαλάρης - επενδυτής βλέπει τον προηγούμενο να αγοράζει συγκεκριμένα χρεόγραφα κάνει ακριβώς το ίδιο, αν και δεν έχει πληρώσει για καμιά πληροφόρηση. Αν το παράδειγμα αυτό ακολουθηθεί από πολλούς άλλους επενδυτές η αυξημένη ζήτηση για τα υποτιμημένα καλά χρεόγραφα θα προκαλέσει αυτόματα αύξηση της χαμηλής τιμής τους ώστε να αντικατοπτρίζεται η αληθινή αξία των χρεογράφων. Σαν αποτέλεσμα όλων αυτών των ελεύθερων καβαλάρηδων κανείς δεν μπορεί να αγοράσει χρεόγραφα σε τιμή μικρότερη της πραγματικής τους αξίας. Αυτός που αρχικά αγόρασε την πληροφόρηση αντιλαμβάνεται ότι δεν μπορεί να αποκομίσει επιπλέον κέρδη από αυτή την αγορά και ότι δεν θα έπρεπε να έχει πληρώσει για την απόκτηση πληροφόρησης. Όταν όλοι αντιλαμβάνονται ότι δεν συμφέρει η αγορά πληροφόρησης οι ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν μπορούν να πωλήσουν τέτοια ποσότητα πληροφόρησης που να τους αποζημιώνει για τη συλλογή και παραγωγή της. Η μικρή δυνατότητα για, κέρδη των ιδιωτικών εταιριών που συνεπάγεται μικρότερη παραγωγή πληροφόρησης στην αγορά, εξέρχονται της αγοράς η μέση ποιότητα πέφτει περισσότερο και η επερχόμενη ισορροπία ταυτίζεται περισσότερο με χαμηλής ποιότητας πληροφόρηση.

Και αυτό το πρόβλημα που σχετίζεται με την απόδοση της αγορασθείσας πληροφόρησης μπορεί να ξεπεραστεί αν η επιχείρηση που συλλέγει τις πληροφορίες γίνεται διαμεσολαβητής που αγοράζει και πουλά στοιχεία του ενεργητικού βασιζόμενος στην εξειδικευμένη πληροφόρηση του. Βέβαια η όποια πληροφόρηση έχει καλύτερη απόδοση όταν οι πελάτες- αγοραστές χρεογράφων του διαμεσολαβητή πιστεύουν ότι η ποιότητα των πληροφοριών που ο διαμεσολαβητής χρησιμοποιεί είναι υψηλή, ενώ χωρίς κάποια ένδειξη - σινιάλο της ποιότητας του επενδυτικού σχεδίου η μέση απόδοση ίσως είναι χαμηλή.

Οι Leland και Pyle (1977) αναπτύσσουν ένα μοντέλο σινιάλου με έναν επιχειρηματία με συγκεκριμένο επενδυτικό πρόγραμμα του οποίου τη μέση αναμενόμενη απόδοση γνωρίζει μόνο ο ίδιος. Ο επιχειρηματίας καθώς και όλοι οι επενδυτές της αγοράς έχουν απόλυτη αποστροφή στον κίνδυνο και οι προτιμήσεις του είναι γνωστές σε όλους. Τα διαπραγματευόμενα χρεόγραφα αποτιμώνται στην αγορά με τη βοήθεια του Capital Asset Pricing Model και της δημόσιας πληροφόρησης. Αυτό σημαίνει ότι ναι μεν αποτιμάται ο κίνδυνος αγοράς, ο εξειδικευμένος όμως κίνδυνος που ενέχει κάθε χρεόγραφο όχι. Ο επιχειρηματίας δίνει ένα σινιάλο της αξίας και της αναμενόμενης απόδοσης του επενδυτικού του σχεδίου με την έκδοση μετοχών και ομολόγων σε τιμές που καθορίζονται από την αγορά, ενώ το σινιάλο γίνεται ακόμη εντονότερο με την διατήρηση από τον επιχειρηματία μέρους των μετοχών και του ρίσκου που αυτές φέρουν. Οι δανειστές με τη σειρά τους κάνουν μια εκτίμηση της αξίας του σχεδίου, η οποία αντισταθμίζει την πληροφόρηση που μεταφέρεται μέσω του σινιάλου. Η αξία της επιχείρησης και του σχεδίου αυξάνει με το μέρος του μετοχικού κεφαλαίου που ανήκει στον επιχειρηματία και με τον τρόπο αυτό ο ίδιος έχει περισσότερα κίνητρα για κατοχή μεγαλύτερου μέρους της επιχείρησης. Το κόστος της αποκάλυψης στην αγορά της πραγματικής αξίας του επενδυτικού σχεδίου μέσω του μεριδίου της επιχείρησης που κατέχει ο επιχειρηματίας είναι η απώλεια που προέρχεται από το να επενδύει στο συγκεκριμένο σχέδιο πέρα από αυτό που θα θεωρούσε άριστο και θα επένδυε αν αυτή η πραγματική αξία γινόταν γνωστή χωρίς κανένα κόστος.

Οι Leland και Pyle υποθέτουν ότι οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές μπορούν να δαπανούν για την παρακολούθηση της πληροφόρησης που δίνουν οι επιχειρηματίες πριν τη σύναψη της συμφωνίας χρηματοδότησης και να πωλούν την πληροφόρηση που συλλέγουν, διευκολύνοντας έτσι την επιλογή και αγορά χρεογράφων και προσφέροντας αυξημένη διαφοροποίηση κινδύνου. Μέσω των διαμεσολαβητών προκύπτει εξοικονόμηση κόστους σε σχέση με την απευθείας συλλογή πληροφόρησης από μέρους των επενδυτών και λύνονται προβλήματα περιορισμένης παραγωγής πληροφόρησης.

Το πρόβλημα του *ηθικού κινδύνου* εμφανίζεται μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Ο δανειολήπτης συχνά πραγματοποιεί επενδύσεις από τις

οποίες αναμένει ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις. Ταυτόχρονα όμως, οι επενδύσεις είναι και ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, γεγονός, το οποίο προβληματίζει τον δανειστή, ο οποίος θεωρεί ότι οι κινήσεις αυτές κάνουν την αποπληρωμή του δανείου λιγότερο βέβαιη. Σαν αποτέλεσμα αυτού του προβλήματος ηθικού κινδύνου που αυξάνει τις πιθανότητες μη αποπληρωμής των δανείων είναι ο δισταγμός των δανειστών να προχωρήσουν σε συνάψεις δανείων.

Παράδειγμα ηθικού κινδύνου αποτελεί το φαινόμενο της ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μάνατζερς (agents) των επιχειρήσεων και των μετοχών (principals), στις περιπτώσεις συμφωνιών αγοράς μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό γίνεται υπό τη μορφή κοινών μετοχών, οι οποίες αποτελούν είδος δικαιώματος επί των αποδόσεων και των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Οι μάνατζερς, οι οποίοι συνήθως είναι και μικρομέτοχοι των επιχειρήσεων που εκπροσωπούν γνωρίζουν πολλά περισσότερα για τις επιχειρήσεις από ότι οι μέτοχοι και οι ενέργειες και οι αποφάσεις τους κινούνται κυρίως με στόχο το προσωπικό τους συμφέρον παρά προς το συμφέρον των μετόχων – ιδιοκτητών. Το πρόβλημα agent – principal δεν θα προέκυπτε αν οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες, είχαν πλήρη πληροφόρηση για τις ενέργειες των μάνατζερ, πράγμα σχεδόν αδύνατον και μπορούσαν να αποτρέψουν περιπτώσεις αποφάσεων ενάντια στο συμφέρον τους και το συμφέρον της επιχείρησης.

Αντίθετα, στη σύναψη ομολογιακού δανείου κατά την οποία ο δανειολήπτης υποχρεούται να καταβάλει στο δανειστή του ένα σταθερό χρηματικό ποσό σε τακτά χρονικά διαστήματα, η απόδοση της επένδυσης είναι αποδεσμευμένη από την πορεία της επιχείρησης. Το μόνο που ενδιαφέρει τον δανειστή είναι η ικανότητα της επιχείρησης για έγκαιρη καταβολή των δόσεων. Η μόνη περίπτωση ύπαρξης ηθικού κινδύνου σε ένα ομολογιακό δάνειο είναι όταν ο δανειολήπτης έχοντας συμφωνήσει την καταβολή σταθερών ποσών, αναλαμβάνει επενδυτικά σχέδια υψηλού ρίσκου, κάτι που όπως είναι φυσικό δεν επιθυμούν οι δανειστές του.

Η ύπαρξη της τράπεζας σαν χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής λύνει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου περιορίζοντας ταυτόχρονα τη δράση του «ελεύθερου καβαλάρη», αφού με ελάχιστο κόστος, ελέγχει τις επενδύσεις των χρημάτων συνάπτοντας εξατομικευμένα δάνεια με ύπαρξη ρητρών, οι οποίες αποθαρρύνουν ανεπιθύμητες συμπεριφορές και ενέργειες.

Ο Diamond (1984) αναπτύσσει ένα μοντέλο ασύμμετρης πληροφόρησης, μετά την πραγματοποίηση της συναλλαγής, μεταξύ δανειστών και ενός επιχειρηματία που επιζητά την άντληση κεφαλαίου για την χρηματοδότηση ενός σχεδίου που φέρνει κάποιο βαθμό ρίσκου. Αποδεικνύει ότι η έκδοση χρέους είναι η άριστη αμφίπλευρη χρηματοοικονομική συμφωνία μεταξύ του επιχειρηματία και των δανειστών. Επειδή ο επιχειρηματίας δεν μπορεί να έχει αρνητική κατανάλωση (να πληρώνει στους δανειστές περισσότερα από όσα έχει) το ομολογιακό δάνειο με το οποίο ο επιχειρηματίας αντλεί κεφάλαια εμπεριέχει κάποια κόστη. Σαν εναλλακτική του να υφίστανται αυτά τα κόστη οι δανειστές (που συναλλάσσονται απευθείας με τον δανειολήπτη) μπορούν να προβούν σε δαπάνες για τον έλεγχο των ενεργειών του. Στην περίπτωση της απευθείας συναλλαγής δανειστών - δανειολήπτη το λιγότερο δαπανηρό εκ των δύο είναι και το άριστο.

Δεν πρέπει όμως να ξεχνάει κανείς ότι το κόστος παρακολούθησης είναι αθροιστικά ιδιαίτερα υψηλό όταν υπάρχουν πολλοί δανειστές. Αν υπάρχουν m κάτοχοι χρεογράφων μιας επιχείρησης και κοστίζει $k > 0$ η παρακολούθηση του καθενός, το συνολικό κόστος της απευθείας επιτήρησης ανέρχεται σε mk . Η συγκεκριμένη περίπτωση ενέχει και το πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη όπου κανένας κάτοχος χρεογράφων δεν πληρώνει για έλεγχο των ενεργειών του δανειολήπτη καθώς το κέρδος που θα του επέφερε θα ήταν μικρό. Συνεπώς, λογική κίνηση θα ήταν η παροχή κινήτρων για δια-αντιπροσώπου έλεγχο και παρακολούθηση του δανειολήπτη.

Η ανάλυσή του εστιάζει σε ένα χρηματοοικονομικό διαμεσολαβητή που συγκεντρώνει τα χρηματικά κεφάλαια των δανειστών (καταθετών) στους οποίους υπόσχεται συγκεκριμένη απόδοση, δανείζει στους επιχειρηματίες και δαπανά για την παρακολούθηση των συμβολαίων τα οποία κοστίζουν

λιγότερο από τα αντίστοιχα που ελέγχονται απευθείας από τους δανειστές. Ο χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής ελέγχει την πληροφόρηση που του παρέχει ο δανειολήπτης και λαμβάνει πληρωμές από αυτόν οι οποίες δεν γίνονται γνωστές στους δανειστές που επίσης αγνοούν την απόδοση του επενδυτικού σχεδίου αλλά και τις δαπάνες του διαμεσολαβητή για έλεγχο - παρακολούθηση των αποδόσεων του δανειολήπτη.

Ο Diamond δείχνει ότι το αναμενόμενο κόστος παρακολούθησης κάθε δανειολήπτη τείνει προς το μηδέν καθώς αυξάνει ο αριθμός των επιχειρηματιών - δανειοληπτών με ανεξάρτητα επενδυτικά σχέδια. Η πρόταση αυτή αναδεικνύει το ρολό - κλειδί της διαφοροποίησης στην πραγματοποίηση ελέγχου δια αντιπροσώπου. Δεν υπάρχει ανάγκη ελέγχου του διαμεσολαβητή καθώς αυτός φέρει όλη την ευθύνη όλα τα βάρη για κάθε καθυστέρηση των πληρωμών ή κάνει την πιθανότητα των επιβαρύνσεων πολύ μικρή και επιτρέπει την επεξεργασία της πληροφόρησης μόνο από αυτόν.

Σχετικά με το ερώτημα ποιες τράπεζες επιτυγχάνουν μεγαλύτερη εξοικονόμηση κόστους, η ορθότερη απάντηση θα μπορούσε να είναι αυτή που θεωρεί ότι οι τράπεζες, οι οποίες παράγουν την άριστη ποσότητα προϊόντων και υπηρεσιών που ελαχιστοποιεί το κόστος παραγωγής της μονάδας προϊόντος, αλλά και αυτές που παράγουν τους άριστους συνδυασμούς και εύρος προϊόντων με στόχο το παραπάνω αποτέλεσμα. Εμπειρικές έρευνες που πραγματοποιήθηκαν σχετικά με την αποτελεσματικότητα κλίμακας - κόστους κατέληξαν στο συμπέρασμα, όσον αφορά μεν σε στοιχεία της δεκαετίας του '80 οι μεσαίου μεγέθους τράπεζες ήταν οι περισσότερο αποτελεσματικές, όσον αφορά δε σε στοιχεία της δεκαετίας του '90 οι μεγάλες τράπεζες επιτυγχάνουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας - κόστους αποδεικνύοντας για μια ακόμη φορά πως η επίδραση της τεχνολογικής προόδου καθιστά το μέγεθος των τραπεζών καθοριστικό παράγοντα στη διαμόρφωση του ύψους των κερδών.

Ένας παράγοντας που σχετίζεται με την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας μιας τράπεζας είναι και το ιδιοκτησιακό της καθεστώς. Πολλές εργασίες έχουν προσπαθήσει να απαντήσουν στο ερώτημα αν και με ποιο τρόπο το

ιδιοκτησιακό καθεστώς επιδρά στην κερδοφορία μιας τράπεζας. Κάποιες από αυτές καταλήγουν στην ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δύο όταν μια τράπεζα βρίσκεται υπό κρατικό έλεγχο. Οι εξηγήσεις που δίνονται είναι: α) η μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα κόστους στις ιδιωτικές τράπεζες και β) η επιδίωξη από μέρους των ιδιωτικών τραπεζών άλλων στόχων και όχι της μεγιστοποίησης των κερδών. Σαν τέτοιοι αναφέρονται η μεγιστοποίηση των εσόδων ή της επιρροής των διευθυντικών στελεχών τους και η επιτέλεση ενός κοινωνικού ρόλου που υπαγορεύεται από πολιτικές επιλογές. Ένα άλλο, όμως, μέρος αυτών βρίσκει θετική σχέση που εξηγείται μέσω της διαδικασίας της τραπεζικής φιλελευθεροποίησης που βελτιώνει την ποιότητα των χαρτοφυλακίων των υπό κρατικό έλεγχο τραπεζών.

Αναφερόμενοι ειδικά στην Ελληνική πραγματικότητα, οι Hardy και Συμιγιάννης (1998) αναφέρουν ότι κατά το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα αφότου ιδρύθηκαν, οι υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες δεν είχαν απόλυτο εμπορικό προσανατολισμό, είτε ως προς την πολιτική χορηγήσεων που ακολουθούσαν είτε ως προς τις πρακτικές που εφαρμόζαν για τη διαχείριση του κόστους. Τα υπό κρατικό έλεγχο ιδρύματα επιτελούσαν και οιονεί δημοσιονομικές λειτουργίες, όπως η διοχέτευση χορηγήσεων προς ορισμένους ευνοούμενους τομείς, ενώ σκοπός τους ήταν επίσης να διατηρούν εκτεταμένα δίκτυα υποκαταστημάτων σε απομακρυσμένες περιοχές, προσφέροντας και θέσεις εργασίας.

Δύο άλλοι προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας των τραπεζών είναι η αποτελεσματικότητα της διοίκησης των εξόδων, καθώς και η πρόσβαση της τράπεζας σε κεφάλαια, αλλά και στους συντελεστές παραγωγής. Στην πρώτη περίπτωση, η αύξηση των εξόδων φαινομενικά μειώνει τα κέρδη πράγμα όμως που στην πραγματικότητα δεν ισχύει αφού συνήθως τα υψηλότερα έξοδα συνδυάζονται με μεγαλύτερο όγκο επιχειρηματικής δραστηριότητας και επομένως μεγαλύτερα έσοδα. Επομένως, προκειμένου ναδειχθεί η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των εξόδων της τράπεζας, καλό θα ήταν η αύξηση των εξόδων να προκαλεί ταυτόχρονα αύξηση στο επίπεδο των εργασιών και αυτό γίνεται κατανοητό από τη μελέτη του αριθμοδείκτη που

εμφανίζει το λόγο των εξόδων ως προς το σύνολο του ενεργητικού και υπολογίζει το κόστος κάθε χρηματικής μονάδας του ενεργητικού.

Σχετικά με τον παράγοντα της πρόσβασης κάθε τράπεζας σε κεφάλαια αλλά και στους συντελεστές παραγωγής πρέπει να παρατηρήσουμε ότι, όταν επικρατεί ατελής ανταγωνισμός στην αγορά τραπεζικών προϊόντων, το χαμηλότερο κόστος πρώτων υλών συνεπάγεται υψηλότερα κέρδη. Ασφαλώς, αυτό ισχύει σε όλες τις περιπτώσεις επιχειρήσεων, οι οποίες είναι ανταγωνίστριες στην ίδια αγορά. Το κόστος του προσωπικού αποτελεί ένα μεγάλο μέρος των συνολικών εξόδων λειτουργίας της τράπεζας και καθώς η τραπεζική είναι μια λειτουργία εντάσεως εργασίας το κόστος εργασίας επηρεάζει σημαντικά την κερδοφορία της τράπεζας. Βέβαια, όπως αναφέρεται και παραπάνω, το υψηλό κόστος προσωπικού πιθανόν συνδυάζεται με μεγαλύτερο όγκο επιχειρηματικής δραστηριότητας και επομένως μεγαλύτερα έσοδα. Σε χώρες υψηλής παραγωγικότητας της εργασίας, οι μισθοί των τραπεζικών υπαλλήλων είναι αρκετά υψηλότεροι από ότι σε χώρες με μικρότερη μέση παραγωγικότητα. Στις χώρες με μικρή παραγωγικότητα αναζητούνται τεχνολογικά υποκατάστατα της ανθρώπινης εργασίας. Παρ' όλα αυτά, η πλήρης υποκατάσταση είναι ανέφικτη, αναμένεται τα μέσα έξοδα προσωπικού να επηρεάζουν αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών.

Σε χώρες με υψηλή παραγωγικότητα της εργασίας οι τράπεζες πληρώνουν υψηλότερους μισθούς απ' ότι σε χώρες με μικρότερη μέση παραγωγικότητα. Στη δεύτερη περίπτωση οι τράπεζες είναι πιθανό να αναζητήσουν υποκατάστατα της εργασίας. Επειδή όμως οι τράπεζες είναι πιθανό να αναζητήσουν υποκατάστατα της εργασίας. Επειδή όμως η πλήρης υποκατάσταση της εργασίας από την τεχνολογία είναι περιορισμένη, κανείς αναμένει τα μέσα έξοδα για μισθούς προσωπικού να συνδέονται αρνητικά με την κερδοφορία.

Μια καλά οργανωμένη διατραπεζική αγορά βραχυχρόνιων πιστώσεων καθώς και μια ανεπτυγμένη αγορά κεφαλαίων για μακροχρόνια χρηματοδότηση μειώνει το κόστος χρηματοδότησης και επομένως συνεπάγεται υψηλότερη κερδοφορία. Θα μπορούσε ακόμη να υποτεθεί ότι κύριος παράγοντας της

κερδοφορίας μιας τράπεζας είναι η πιστωτική της κατάταξη, που καθορίζει το κόστος χρηματοδότησής της από τις προαναφερθείσες αγορές. Η πιστωτική κατάταξη τείνει να είναι μεγαλύτερη για τις μεγάλες τράπεζες παρά για τις μικρότερες, για μια σειρά από λόγους. Πρώτον, οι μεγαλύτερες τράπεζες τείνουν να εμφανίζουν μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης που μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Δεύτερο, οι μεγάλες τράπεζες αντιμετωπίζονται ως «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν» (too big to fail) με την έννοια ότι είναι πολύ πιθανό να «σωθούν» από την κυβέρνηση στην περίπτωση δυσκολιών. Επομένως, σε μια συγκεντρωμένη αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται λίγες μόνο μεγάλες τράπεζες, καθεμιά από αυτές είναι πιθανό να απολαμβάνει ευνοϊκότερες πιστώσεις απ' ό,τι σε μια περισσότερο τμηματοποιημένη αγορά. Και αναφορικά με το ζητούμενό μας, την κερδοφορία, αναμένεται θετική σχέση μεταξύ αυτής και του δείκτη πιστωτικής κατάταξης κάθε τράπεζας.

2.γ. Η θεωρία της παραγωγής πληροφόρησης

Μετά από έρευνα που πραγματοποίησαν οι Campbell και Kracaw (1980), η οποία επικεντρώθηκε στη λειτουργία της παραγωγής πληροφόρησης από τις τράπεζες, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μείωση του κόστους συναλλαγών, η εξασφάλιση εμπιστευτικής πληροφόρησης και η παραγωγή πληροφόρησης, δεν αποτελούν λόγους που θα μπορούσε ο καθένας από μόνος του να εξηγήσει την αναγκαιότητα ύπαρξης των τραπεζών. Εάν όλοι αυτοί οι λόγοι εξεταστούν συνολικά, αποτελούν συμπληρωματικές εξηγήσεις. Ένα ακόμη στοιχείο που προκύπτει από αυτή την έρευνα είναι το ότι η διαμεσολάβηση δεν είναι ικανή από μόνη της να επιλύσει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου στην αγορά πληροφόρησης. Παρ' όλα αυτά, όμως και επειδή η παροχή υπηρεσιών συναλλαγών, η παραγωγή πληροφόρησης και όλες οι άλλες διαμεσολαβητικές υπηρεσίες συμπληρώνουν η μία την άλλη, η παραγωγή πληροφόρησης αποτελεί μια πολύ σημαντική λειτουργία των τραπεζών.

Ο βασικός άξονας ανάπτυξης της έρευνας των Campbell και Kracaw είναι η αναζήτηση αποτελεσματικής ισορροπίας σε μια ασύμμετρης πληροφόρησης

για την αξία των επιχειρήσεων. Τέτοια ισορροπία είναι αυτή στην οποία προσδιορίζεται επακριβώς η αξία των επιχειρήσεων και αυτό γίνεται με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο. Μεταξύ των υποθέσεων τους δέχονται ότι οι υποψήφιοι επενδυτές γνωρίζουν μόνο τη μέση ποιότητα των επιχειρήσεων αλλά μπορούν να επενδύσουν σε πληροφόρηση για την αποκάλυψη της πραγματικής τους αξίας και ότι δεν υπάρχει χώρος για σινιάλα που αποκαλύπτουν την αξία των επιχειρήσεων στην αγορά, αφού αν υπήρχαν τέτοια αποτελεσματικά σινιάλα δεν θα γινόταν λόγος περί διαμεσολαβητών παραγωγών πληροφόρησης.

Μια άλλη υπόθεσή τους είναι ότι οι επενδυτές με πλεονεκτική πληροφόρηση δεν μπορούν να τη χρησιμοποιήσουν ιδιωτικά ώστε να αυξήσουν τα κέρδη τους καθώς αυτή αυτομάτως καθίσταται δημόσιο αγαθό μέσω της χρήσης της. Αν ένας επενδυτής διαθέτει την κατάλληλη πληροφόρηση που του επιτρέπει να διακρίνει επιτυχώς την ποιότητα των χρεογράφων, δεν θα συνεχίσει να αγοράζει ίση ποσότητα από κάθε χρεόγραφο αλλά θα προτιμά κάποια συγκεκριμένα που θα του αποφέρουν έξτρα κέρδη. Το αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών είναι να σηματοδοτείται η πραγματική αξία των υποτιμημένων χρεογράφων στους υπόλοιπους επενδυτές, οι οποίοι αντιδρούν στη γνώση αυτή αυξάνοντας την τιμή των καλών χρεογράφων, ώστε αυτός που διαθέτει την πληροφόρηση να μην μπορεί να αποκομίσει επιπλέον κέρδη. Βέβαια, όταν τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών με πλεονεκτική πληροφόρηση είναι μικρά σε σχέση με το σύνολο της αγοράς, μπορούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους βασιζόμενοι στην πληροφόρησή τους χωρίς αυτό να έχει σημαντικές επιδράσεις στην αγορά.

Αν όμως επιζητούν αύξηση των κερδών με κεφάλαια πέρα από τα δικά τους, τότε θα πρέπει να πείσουν την αγορά για την ποιότητα των πληροφοριών τους. Η έρευνα των Cambell και Kracaw αποδεικνύει ότι οι επενδυτές δεν αποκτούν κανένα πλεονέκτημα στην επίλυση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου με το να αναλάβουν ρόλο διαμεσολαβητή. Δείχνουν όμως ότι τα αρχικά χρηματικά κεφάλαια αυτού που παράγει πληροφόρηση επιλύουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, με την έννοια ότι λειτουργούν ως εγγύηση για την αξιοπιστία των πληροφοριών. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά δέχεται πως

αυτός που κατέχει μεγάλο μερίδιο της αγοράς πληροφόρησης δεν έχει κανένα κίνητρο για μετάδοση λανθασμένων πληροφοριών. Το αποτέλεσμα αυτό οδηγεί στο πολύ σημαντικό γενικό συμπέρασμα ότι τα αρχικά χρηματικά κεφάλαια λειτουργούν ως εμπόδιο εισόδου στην αγορά παραγωγής πληροφόρησης και σαν περιορισμός στην αξιοπιστία.

Αποδεικνύεται όμως ότι μια ανταγωνιστική αγορά πληροφόρησης για την αξία των επιχειρήσεων, όπου οι παραγωγοί πληροφόρησης κατέχουν ένα αρκετά μεγάλο μέρος της αξίας των πληροφοριών τους, θα λειτουργεί αλλά δεν θα φτάνει σε αποτελεσματική ισορροπία. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά παραγωγής πληροφόρησης δεν αποτυγχάνει και ότι οι επιχειρήσεις δεν αξιολογούνται σύμφωνα με τη μέση αγοραία τιμή, όμως η αποφυγή του προβλήματος του ηθικού κινδύνου δεν γίνεται χωρίς κόστος. Συγκεκριμένα, η προϋπόθεση ότι το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή – παραγωγού πληροφόρησης πρέπει να είναι αρκετά μεγάλο ώστε να αποδεικνύει την αξιοπιστία των πληροφοριών του δημιουργεί εμπόδιο εισόδου στην αγορά. Ιδιαίτερα αποτελεσματικοί παραγωγοί πληροφόρησης με μικρά χαρτοφυλάκια αδυνατούν να ανταγωνιστούν με λιγότερο αποτελεσματικούς παραγωγούς που όμως έχουν ικανό πλούτο να αποδείξει την αξιοπιστία τους. Το πρόβλημα δεν είναι ότι η αγορά αδυνατεί να παράγει την πληροφόρηση που οδηγεί στην αναγνώριση της πραγματικής αξίας αλλά ότι η παραγωγή αυτής της πληροφόρησης. Η απάντηση φαίνεται να είναι ότι οι τράπεζες προβάλλουν επικερδώς όταν μπορούν να παράγουν από κοινού πληροφόρηση και άλλα προϊόντα και υπηρεσίες, όπως είναι η παροχή ρευστότητας και υπηρεσιών συναλλαγής και η πώληση ασφαλιστικών συμβολαίων. Έτσι η εναλλακτική άποψη που παρουσιάζουν, ότι οι τράπεζες ευημερούν όταν παράγουν ταυτόχρονα πληροφόρηση και άλλες υπηρεσίες, μοιάζει περισσότερο πειστική εξήγηση της ύπαρξής τους.

Εάν κάποια επιχείρηση, κάνοντας έρευνα αγοράς, προσπαθήσει να επιτύχει το επιθυμητό ύψος κερδών μεταξύ των τραπεζών και με δεδομένη την αγορά παραγωγής πληροφόρησης, εκτός βέβαια από τα στοιχεία που έχουμε εξετάσει ως τώρα και που σχετίζονται με το ελάχιστο κόστος συναλλαγών και της προσφοράς τους σε πληροφόρηση με χαμηλό κόστος πρωτίστως θα

διαπιστώσει ότι ο ανταγωνισμός και οι δυσκολίες εισόδου στην αγορά παίζουν σημαντικό ρόλο. Το πρώτο κίνητρο που εξετάζει κάθε επιχείρηση για να μπει στην αγορά, είναι να μην παρουσιάσει αρνητικά αποτελέσματα η επένδυσή της. Τα εμπόδια εισόδου που παρουσιάζονται και που αυξάνουν το κόστος εισόδου σε μια αγορά, έχουν να κάνουν κυρίως με την νέα τεχνολογία, το ενδιαφέρον των πελατών, το ρυθμιστικό πλαίσιο. Όλα αυτά τα εμπόδια που αυξάνουν το κόστος εισόδου, μειώνουν τον αριθμό των επιχειρήσεων που εισέρχονται σε μια αγορά με αποτέλεσμα, οι ήδη υπάρχουσες σε αυτήν επιχειρήσεις, να εξασφαλίζουν μεγαλύτερο μερίδιο κερδών.

Ο βαθμός ζήτησης πληροφόρησης εκ μέρους των αποταμιευτών – επενδυτών, ίσως εξαρτάται και από το πόσο εύκολο είναι για αυτούς να αποκτήσουν τα τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες. Η πυκνότητα των υποκαταστημάτων της τράπεζας αποτελεί στοιχείο ενός δείκτη, ο οποίος αντικατοπτρίζει τη θέση της τράπεζας σε εθνικό επίπεδο, καθώς εκφράζει τον αριθμό των υποκαταστημάτων της τράπεζας ανά τετραγωνικό χιλιόμετρο. Για την τράπεζα, βέβαια, μια χαμηλή πυκνότητα υποκαταστημάτων έχει ως αποτέλεσμα λιγότερα έξοδα, καθώς και αυξημένη παραγωγική δυναμικότητα του δικτύου υποκαταστημάτων της.

Η κερδοφορία επίσης των τραπεζών επηρεάζεται σημαντικά και από τη φάση που βρίσκεται κάθε φορά ο οικονομικός κύκλος γιατί, η κάθε φάση, προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το κατά κεφαλήν εισόδημα.

Η φάση του οικονομικού κύκλου κατ' αρχήν, καθορίζει την ποιότητα του ενεργητικού της τράπεζας. Στη φάση της καθόδου για παράδειγμα, είναι αυξημένες οι προβλέψεις για επισφαλή δάνεια έναντι της φάσης της ανόδου. Σε αυτή τη φάση, έχουμε αυξημένη ζήτηση για παραγωγή πληροφόρησης, αφού θα πρέπει να αναζητηθούν πληροφορίες για την ποιότητα των εταιριών και των χρεογράφων που εκδίδουν, χωρίς βεβαίως αυτό να σημαίνει και ταυτόχρονη αύξηση της κερδοφορίας.

Από την άλλη πλευρά, το πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα, αποτελεί έναν βασικό δείκτη του μεγέθους της αγοράς που απευθύνονται οι τράπεζες. Η

φάση της ανόδου του οικονομικού κύκλου για παράδειγμα επιφέρει αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος και αυτή με τη σειρά της προκαλεί αυξημένη ζήτηση των τραπεζικών υπηρεσιών, αφού, υπάρχει μεγαλύτερη ζήτηση για τραπεζικές πιστώσεις λόγω, των περισσότερων και πιο ελκυστικών επενδυτικών ευκαιριών. Έτσι, δημιουργούνται ανάγκες παροχής πληροφόρησης στους υποψήφιους αποταμιευτές – επενδυτές. Αν ο αριθμός των τραπεζών δεν μεταβληθεί σε όλη τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου, η κερδοφορία ακολουθεί παράλληλη πορεία του μεγέθους της αγοράς, το οποίο εκφράζεται από το κατά κεφαλήν εισόδημα.



2.5. Η θεωρία του λειτουργικού ρόλου των τραπεζών

Ο Merton (1995) υποστηρίζει ότι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα επιτελεί μια σειρά από λειτουργίες οι οποίες παραμένουν οι ίδιες από το παρελθόν έως σήμερα, σε αντίθεση βέβαια με τη δομή και οργάνωση των ιδρυμάτων που μπορεί να μεταβάλλονται στη διάρκεια του χρόνου.

Κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα παρέχει:

- *ένα σύστημα πληρωμών για την ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών:* παρέχεται ένας μηχανισμός πραγματοποίησης πληρωμών με τη μορφή νομισμάτων, επιταγών και άλλων μέσων συναλλαγής. Τα τελευταία χρόνια τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει νέες υπηρεσίες πληρωμών όπως τηλεφωνική πληρωμή λογαριασμών, χρεωστικές κάρτες, ηλεκτρονικές μηχανές που δέχονται καταθέσεις και δίνουν μετρητά. Παρατηρείται η τάση απομάκρυνσης από τη διενέργεια πληρωμών που χρησιμοποιούν χαρτί (επιταγές ή χαρτονομίσματα) και επικέντρωσης σε ένα σύστημα όπου χρηματικά

ποσά διακινούνται σε κλάσματα του δευτερολέπτου μέσω υπολογιστών, δορυφόρων και άλλων μέσων.

- *Τη δυνατότητα συγκέντρωσης χρηματικών κεφαλαίων:* οι τράπεζες δέχονται τις μικρές αποταμιεύσεις των ιδιωτών τις οποίες συγκεντρώνουν και μετατρέπουν σε μεγάλα δάνεια προς ιδιώτες και επιχειρήσεις. Έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενο σημείο ότι οι τράπεζες λειτουργούν ως μια τεράστια δεξαμενή συγκέντρωσης των αποταμιευτικών πόρων με τελική συνέπεια τη μείωση του κόστους συναλλαγής για κάθε επιμέρους επενδυτή.
- *Κατανομή των οικονομικών πόρων μέσα στο χρόνο και στο χώρο:* ειδικά ως προς την κατανομή αυτών στο χρόνο, η ικανότητα των αποταμιευτών να μεταφέρουν πλούτο μεταξύ νεότητας και τρίτης ηλικίας όπως και μεταξύ διαφορετικών γενεών είναι δεσπάζουσα σημασίας για την κοινωνική ευημερία μιας χώρας. Εξαιτίας αυτού, εταιρίες ασφαλειών ζωής και συνταξιοδοτικών συμβολαίων συχνά τυγχάνουν ευνοϊκής μεταχείρισης, μέσω ειδικών φορολογικών απαλλαγών και άλλων μηχανισμών επιδότησης, ώστε να παρέχουν αυτές τους τις υπηρεσίες.
- *Τη δυνατότητα μείωσης της αβεβαιότητας και του κινδύνου:* επενδύοντας σε δάνεια και άλλα στοιχεία που φέρουν διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου και υπόσχονται διαφορετικές αποδόσεις προκύπτουν σημαντικά οφέλη από αυτή τη διαφοροποίηση, όπως μεγαλύτερη σταθερότητα στα κέρδη και στη ροή ρευστών, που αυξάνουν την ασφάλεια των κεφαλαίων των αποταμιευτών. Ενώ οι περισσότεροι μικροί αποταμιευτές δεν μπορούν να διαφοροποιηθούν ως προς τον κίνδυνο με τα περιορισμένα κεφάλαια που διαθέτουν, ένας διαμεσολαβητής που συγκεντρώνει τους πόρους των μικρών αποταμιευτών επενδύει σε μια πληθώρα στοιχείων, μειώνοντας τον κίνδυνο για όλους τους αποταμιευτές. Ταυτόχρονα, αυτή η διαφοροποίηση στον κίνδυνο επιτρέπει στον διαμεσολαβητή να εκτιμά ακριβέστερα την απόδοση του χαρτοφυλακίου του, καθώς ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μπορεί να αποφέρει σχεδόν άνευ κινδύνου απόδοση

του ενεργητικού. Σαν αποτέλεσμα, μπορεί αξιόπιστα να τηρήσει τις υποσχέσεις του προς τους ιδιώτες για χρεόγραφα υψηλής ρευστότητας και χαμηλού κινδύνου διακύμανσης των τιμών τους.

- *Πληροφόρηση τιμών.*
- *Τρόπους μετρίασης του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης:* οι τράπεζες συλλέγουν πληροφόρηση από την αγορά και τη διοχετεύουν στους αποταμιευτές οι οποίοι συχνά δεν έχουν ούτε το χρόνο αλλά ούτε και τη δυνατότητα να ενημερωθούν για τις εξελίξεις στην αγορά και τις ευκαιρίες για επενδύσεις. Και προκειμένου να συλλέξουν την ικανή πληροφόρηση για τους υποψηφίους δανειολήπτες δαπανούν σημαντικά κεφάλαια και εξειδικευμένη γνώση που οι περισσότεροι μικροί αλλά και μερικοί μεγάλοι επενδυτές δεν διαθέτουν.

Η πληθώρα και η μορφή των υπηρεσιών που προσφέρουν οι τράπεζες είναι τόσες που δεν είναι δυνατόν εξετάζοντας μόνο αυτές να αποφανθούμε στο που οφείλεται η διαφορά κερδοφορίας μεταξύ των τραπεζών. Ο τρόπος οργάνωσης και διοίκησης, η πολιτική διαχείριση των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων, η επάρκεια των κεφαλαίων, η διαχείριση των εξόδων και ο βαθμός ικανότητας μετατροπής των περιουσιακών στοιχείων σε ρευστό καθορίζουν κυρίως τις διαφορές του βαθμού κερδοφορίας.

Οι τραπεζικές εργασίες εκτίθενται σε αρκετούς κινδύνους η αντιμετώπιση, των οποίων εξαρτάται από την στρατηγική που ακολουθούν οι διοικήσεις των τραπεζών για την αντιμετώπισή τους. Οι βασικοί κίνδυνοι είναι ο κίνδυνος του επιτοκίου και ο πιστωτικός κίνδυνος και η κάθε τράπεζα, ανάλογα με την πολιτική που ακολουθεί για την αντιμετώπισή τους επιλέγει να διακρατεί ορισμένο ύψος κεφαλαίων και αποθεματικών και να τα διαχειρίζεται ανάλογα.

Όταν ο λόγος μεταξύ των διαθεσίμων κεφαλαίων και του ενεργητικού είναι υψηλή, η τράπεζα αισθάνεται ασφαλής ως προς την αντιμετώπιση ζημιών και ρευστοποίησης, κάτι όμως που επιφέρει ρίσκο. Παραδοσιακά, η σχέση κινδύνου – απόδοσης συνεπάγεται αρνητική σχέση του λόγου κεφαλαίων

προς ενεργητικό που αναφέρουμε πιο πάνω. Επίσης, η επιχείρηση που επιλέγει τον δανεισμό πιο πάνω. Επίσης, η επιχείρηση που επιλέγει τον δανεισμό από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, μειώνει τα έσοδα μετά τους φόρους, αφού το ποσό των πληρωτέων τόκων αφαιρείται από το φορολογητέο εισόδημα. Σε αυτήν την περίπτωση, όμως, επικρατεί υψηλός λόγος κεφαλαίων προς ενεργητικό κάτι που αναγκάζει τις τράπεζες να ρισκάρουν προσδοκώντας μεγαλύτερες αποδόσεις και διαμόρφωση θετικής σχέσης μεταξύ των κεφαλαίων προς το ενεργητικό.

Όσον αφορά το βαθμό ρευστότητας, καθώς οι τράπεζες συμμετέχουν στη διαδικασία μετασχηματισμού των βραχυχρόνιων καταθέσεων σε μακροχρόνιες πιστώσεις (δάνεια), έρχονται αντιμέτωπες με τον κίνδυνο της αναντιστοιχίας ληκτοτήτων. Προκειμένου να προφυλαχθούν έναντι ελλειμμάτων ρευστότητας, που μπορεί να οδηγήσουν σε προβλήματα αφερεγγυότητας και πτώχευσης, οι τράπεζες συχνά διακρατούν ρευστοποιήσιμα στοιχεία που μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητό χρήμα. Όμως, τα ρευστά διαθέσιμα έχουν συνήθως χαμηλότερα ποσοστά απόδοσης και επομένως η υψηλή ρευστότητα αναμένεται να συνδέεται με χαμηλή κερδοφορία.

Μεταξύ των παραγόντων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της διοίκησης της τράπεζας, οι πρωταρχικοί που θα έχουν επίδραση στην κερδοφορία είναι αυτοί που διαμορφώνουν τα καθαρά έσοδα από τόκους. Και ως προς αυτό το σημείο, τα επιτόκια δανείων και καταθέσεων, που σήμερα δεν καθορίζονται αποκλειστικά από την Κεντρική Τράπεζα αλλά κάθε μια τράπεζα ξεχωριστά μπορεί από μόνη της να καθορίσει δική της πολιτική επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, αναμένεται να επιδρούν στην κερδοφορία. Λόγω όμως του γεγονότος ότι στην πραγματικότητα τα επιτόκια γενικά καθορίζονται από τις δυνάμεις της αγοράς στο σύνολό της εμφανίζοντας μικρές αποκλίσεις από τράπεζα σε τράπεζα, στον παράγοντα αυτό γίνεται εκτενέστερη αναφορά αμέσως παρακάτω.

Ως μια άλλη πολύ σημαντική λειτουργία των τραπεζών εμφανίζεται πολύ συχνά στη βιβλιογραφία ο χρονικός μετασχηματισμός της ρευστότητας. Οι

τράπεζες δέχονται κεφάλαια από τους επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να δανείσουν τα χρήματά τους για μικρές χρονικές περιόδους και χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά δανείζοντας μακροχρόνια σε ιδιώτες ή επιχειρηματικές μονάδες. Οι επιχειρηματικές μονάδες αποπληρώνουν τα κεφάλαια που δανείζονται στηριζόμενες στις αναμενόμενες αποδόσεις των σχεδίων που χρηματοδότησαν με τα κεφάλαια που δανείστηκαν, αποδόσεις όμως που προκύπτουν σε χρονικές περιόδους πολύ μετά τη πραγματοποίηση της επένδυσης. Από την άλλη πλευρά, οι αποταμιευτές, που παραιτούνται από την τρέχουσα κατανάλωση θα πρέπει να αποζημιωθούν γι' αυτή τους την απόφαση. Οι τράπεζες αναλαμβάνουν να συνδυάσουν τις προτιμήσεις ενός τεράστιου αριθμού αποταμιευτών και δανειοληπτών και καλούνται να καλύψουν τις ανάγκες ρευστότητας και των δύο.

Ο κίνδυνος όμως που αναλαμβάνει μια τράπεζα που δανείζεται βραχυχρόνια και δανείζει μακροχρόνια είναι ότι τα ονομαστικά βραχυχρόνια επιτόκια μπορεί να αυξηθούν και η τράπεζα θα πρέπει να συνταιριάξει αυτά τα επιτόκια ώστε να διατηρήσει τα κεφάλαιά της. Και αν τα βραχυχρόνια επιτόκια αυξηθούν πάνω από το ποσοστό απόδοσης των μακροχρόνιων δανείων η τράπεζα έχει χρηματικές απώλειες.

Καθώς για τις τράπεζες κύρια πηγή εσόδων αποτελούν οι τόκοι από τα διάφορα στοιχεία του ενεργητικού ενώ κύρια πηγή εξόδων αποτελούν οι τόκοι επί των στοιχείων του παθητικού, αυξομειώσεις στα επιτόκια θα επηρεάσουν την κερδοφορία των τραπεζών. Για να διευκρινιστεί όμως η ακριβής σχέση μεταξύ της μεταβολής των επιτοκίων και των κερδών θα πρέπει να γνωρίζουμε σε τι βαθμό επηρεάζονται τα στοιχεία του ισολογισμού από τις μεταβολές των επιτοκίων.

Τόσο από την πλευρά του ενεργητικού όσο και από την πλευρά του παθητικού υπάρχουν στοιχεία που φέρουν κυμαινόμενο επιτόκιο. Η διαφορά μεταξύ των δύο (ΕΚΕ - ΠΚΕ) αποτελεί το άνοιγμα μιας τράπεζας και όσο μεγαλύτερο είναι αυτό, τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος επιτοκίων.

Γενικά ισχύει ότι:

- Με θετικό άνοιγμα, αύξηση των επιτοκίων συνεπάγεται αύξηση των κερδών, μείωση των επιτοκίων συνεπάγεται μείωση των κερδών
- Με αρνητικό άνοιγμα, αύξηση των επιτοκίων μείωση των κερδών, μείωση των επιτοκίων σημαίνει αύξηση των κερδών.
- Με μηδενικό άνοιγμα, μεταβολές των επιτοκίων αφήνουν το ύψος των κερδών ανεπηρέαστο.

Η μεταβολή στα κέρδη μιας τράπεζας μπορεί να υπολογιστεί πολλαπλασιάζοντας το άνοιγμα επί την ποσοστιαία μεταβολή των επιτοκίων.

Ο Diamond (1991) υποθέτει ότι τα πραγματικά επιτόκια επηρεάζουν την επιλογή μιας επιχείρησης μεταξύ σχεδίων που φέρουν ρίσκο και σχεδίων που θεωρούνται «σίγουρη επένδυση». Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια αυξάνουν την παρούσα αξία των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης. Και αφού η επιλογή σχεδίου που φέρει ρίσκο βάζει σε κίνδυνο τη μελλοντική απόδοση, καθώς η αναμενόμενη μελλοντική αξία της επιχείρησης αυξάνει, αυξάνει και το κίνητρο υιοθέτησης σχεδίων χαμηλού κινδύνου. Επομένως, χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια αναμένεται να μειώνουν τον κίνδυνο αποτυχίας των σχεδίων, που με τη σειρά του μειώνει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου των δανείων μιας τράπεζας. Βέβαια δεν είναι εύκολο να απαντήσει κανείς με ευκολία αν ο μικρότερος αυτός κίνδυνος συνεπάγεται υψηλότερα ή λιγότερα κέρδη για την τράπεζα.

Θα μπορούσε επίσης να προκύψει ο ισχυρισμός ότι μια μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη τραπεζική κερδοφορία μέσω της αύξησης του περιθωρίου μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων. Οι τράπεζες μετασχηματίζουν βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, όπως καταθέσεις, σε μακροχρόνια δάνεια και σαν συνέπεια οι υποχρεώσεις τους τείνουν να είναι βραχυχρόνιες σε σχέση με το ενεργητικό τους. Και από μια μείωση των επιτοκίων που αυξάνει τα περιθώρια κέρδους μέσω της αύξησης του περιθωρίου επιτοκίου φαίνεται να ευνοούνται ιδιαίτερα οι

τράπεζες που η ληκτότητα του ενεργητικού τους είναι πολύ μικρότερη αυτής των υποχρεώσεων τους.

Από την άλλη πλευρά, για πολύ χαμηλά επίπεδα επιτοκίων, η επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών από μια περαιτέρω μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων διαφαίνεται μάλλον δυσμενής καθώς στενεύουν τα περιθώρια χορήγησης δανείων. Όταν τα επιτόκια καταθέσεων είναι κοντά στο μηδέν, μια μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων είναι δύσκολο να συνδυαστεί με μια παρόμοια μείωση των επιτοκίων καταθέσεων και η επακόλουθη μείωση των περιθωρίων διαμεσολάβησης της τράπεζας θα οδηγήσει σε πτώση της κερδοφορίας.

Ο πληθωρισμός, επίσης, επιδρά στην κερδοφορία των τραπεζών μέσω της αύξησης των λειτουργικών εξόδων, της ανάγκης για αύξηση των προβλέψεων και της μεταβλητότητας επιτοκίων. Επίσης, η μεταβλητότητα του πληθωρισμού αποτελεί σημαντικό παράγοντα καθώς δυσκολεύει την εκτίμηση των δανειακών αποφάσεων, όπως π.χ. στην περίπτωση που ένας δανειακός διακανονισμός σε αναμενόμενα επίπεδα πληθωρισμού μπορεί να μετατραπεί σε οριακό αν ο πληθωρισμός είναι απροσδόκητα χαμηλός και τα επιτόκια υψηλά.

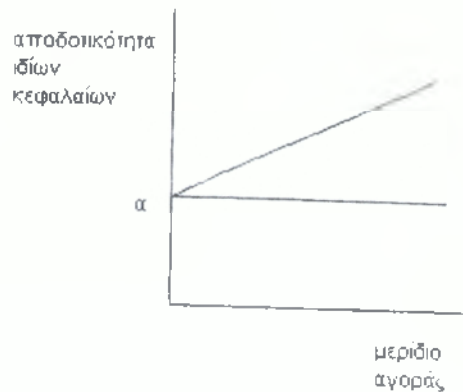
Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ο πληθωρισμός επιφέρει απώλειες πλούτου στις τράπεζες από τη στιγμή που κάθε τραπεζικός οργανισμός είναι καθαρός νομισματικός πιστωτής, δηλ τα νομισματικά στοιχεία ενεργητικού υπερέρχουν των νομισματικών υποχρεώσεων. Ο πληθωρισμός μεταβιβάζει πλούτο από τους νομισματικούς πιστωτές στους νομισματικούς χρεώστες μέσω του μηχανισμού διαμόρφωσης των ονομαστικών επιτοκίων. Η μείωση της πραγματικής αξίας των νομισματικών υποχρεώσεων αποτελεί πραγματική απώλεια για τους πιστωτές. Σε περίπτωση αύξησης του πληθωρισμού οι τράπεζες απολαμβάνουν υψηλότερα κέρδη από τις καταθέσεις των πελατών (καθώς η πραγματική τους αξία μειώνεται), αλλά χάνουν περισσότερα προς τα πρόσωπα που είναι χρεωμένα στην τράπεζα. Η αύξηση των τιμών συνεπώς οδηγεί σε μείωση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού σε μεγαλύτερο βαθμό από τη μείωση της αξίας των στοιχείων του παθητικού.

Αναμφισβήτητα, η επίδραση των επιπέδων του πληθωρισμού στην κερδοφορία εξαρτάται από τα αποτελέσματα του επί των εσόδων και εξόδων της τράπεζας. Ο Perry (1992) εξετάζοντας τα κέρδη και τις ζημιές των τραπεζών λόγω πληθωρισμού κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η επίδραση του πληθωρισμού στην εικόνα μιας τράπεζας εξαρτάται από το αν ο πληθωρισμός είναι προσδοκώμενος ή όχι.

Αν ο πληθωρισμός είναι εξ' ολοκλήρου προσδοκώμενος και τα επιτόκια προσαρμόζονται ανάλογα, οδηγώντας σε έσοδα τα οποία αυξάνουν με γρηγορότερους ρυθμούς απ' ό,τι τα έξοδα, τότε ενδέχεται να έχει θετική επίδραση στην κερδοφορία. Όμως αν ο πληθωρισμός δεν είναι προσδοκώμενος και οι τράπεζες βραδυκίνητα προσαρμόζουν τα επιτόκια τους, τότε υπάρχει η πιθανότητα τα έξοδα να αυξάνουν γρηγορότερα από τα έσοδα, δηλ αρνητική επίδραση του πληθωρισμού στην κερδοφορία.

Το μερίδιο της αγοράς που κατέχει κάθε τράπεζα μεταβάλλεται ανάλογα με την ένταση του ανταγωνισμού που επικρατεί στη συγκεκριμένη αγορά και μια τέτοια μεταβολή σίγουρα συνεπάγεται μεταβολή των κερδών αυτών των οργανισμών.

Το μερίδιο αγοράς είναι ο πιο σημαντικός δείκτης του βαθμού μονοπωλιακής δύναμης που διαθέτει μια τράπεζα. Υψηλότερο μερίδιο αγοράς σχεδόν πάντοτε οδηγεί σε υψηλότερη μονοπωλιακή δύναμη, ενώ μικρά μερίδια αγοράς οδηγούν σε μικρή ή καθόλου μονοπωλιακή δύναμη. Εντούτοις, ο ακριβής βαθμός μονοπωλιακής δύναμης εξαρτάται από την ελαστικότητα της ζήτησης προς τις παρεχόμενες από την τράπεζα υπηρεσίες. Η κερδοφορία προσδιορίζεται τόσο από τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς όσο και από το μερίδιο αγοράς. Υπάρχει λοιπόν μια γενική σχέση ανάμεσα στο μερίδιο αγοράς κάθε τράπεζας και του ύψους της κερδοφορίας της. Αυτή η σχέση αναπαρίσταται στο παρακάτω διάγραμμα για μια αντιπροσωπευτική τράπεζα.



Η τράπεζα πρέπει να έχει κέρδη (α) για να πληρώσει στους επενδυτές το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή την απόδοση που θα κέρδιζαν από την καλύτερη εναλλακτική τοποθέτηση. Η περιοχή μεταξύ των γραμμών δείχνει πόσα υπερβάλλοντα κέρδη μπορούν να πετύχουν οι τράπεζες κάτω από διαφορετικό ύψος μεριδίου αγοράς. Αν η κλίση της γραμμής είναι μεγάλη τότε το υψηλότερο μερίδιο αγοράς δίνει υψηλότερη απόδοση.

Ο βαθμός συγκέντρωσης θεωρείται ότι μετρά το βαθμό της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης του κλάδου. Οι τράπεζες σε έναν ολιγοπωλιακό κλάδο μπορούν, πρώτο, να συνεργάζονται σε τέτοιο βαθμό ώστε η αγορά να αποκτά μονοπωλιακή δομή, δεύτερο, να ανταγωνίζονται η μία την άλλη με σφοδρότητα, και τρίτο, να αγνοούν η μία την άλλη ακολουθώντας ανεξάρτητη τιμολογιακή πολιτική. Συνεπώς, η σχέση ανάμεσα στο βαθμό συγκέντρωσης και το ύψος της κερδοφορίας ενδέχεται να είναι ασθενής ή και ανύπαρκτη, αφού σε κάθε δεδομένο βαθμό συγκέντρωσης μπορεί να αντιστοιχεί μια μεγάλη ποικιλία εσωτερικών δομών της αγοράς και βαθμού αλληλεπίδρασης.

Προκειμένου να διευκρινιστεί ο ρόλος της διάρθρωσης της τραπεζικής αγοράς στην κερδοφορία αναπτύχθηκαν μια σειρά από θεωρίες οι οποίες συνοψίζονται ως εξής:

Σύμφωνα με τη *structure – conduct – performance hypothesis* οι τράπεζες μπορούν να αποκομίζουν μονοπωλιακά κέρδη σε αγορές με υψηλό βαθμό συγκέντρωσης λόγω της ικανότητας τους να καταβάλλουν μικρότερους τόκους

καταθέσεων και να χρεώνουν υψηλότερους τόκους δανείων. Η θεωρία αυτή προκύπτει από το μοντέλο της ολιγοπωλιακής συμπεριφοράς των τραπεζών και υποστηρίζει ότι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης υποβοηθά τη συμπαιγνία μεταξύ των τραπεζών και ότι οι τιμές (επί των υπηρεσιών που αυτές προσφέρουν) καθορίζονται σε μη ανταγωνιστικά επίπεδα. Μια άλλη εκδοχή, η *relative – market power hypothesis* υποστηρίζει ότι οι τράπεζες με τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς και διαφοροποίηση προσφερόμενων υπηρεσιών έχουν τη δύναμη να επιβάλλουν υψηλότερες τιμές επί των προϊόντων τους, π.χ. να ζητούν μεγαλύτερο ύψος προμηθειών, και με τον τρόπο αυτό να απολαμβάνουν υπερβάλλοντα κέρδη.

Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες θεωρίες έρχονται να προστεθούν άλλες δύο που χρησιμοποιούν σαν ερμηνευτική μεταβλητή στη θετική σχέση κερδών και συγκέντρωσης ή μεριδίου αγοράς τον βαθμό αποτελεσματικότητας κάθε τράπεζας, καθώς υποστηρίζουν ότι το μεγάλο μερίδιο αγοράς που πιθανόν να κατέχει μια τράπεζα δεν είναι τυχαίο γεγονός αλλά οφείλεται στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της.

Υπό την εκδοχή της *X-αποτελεσματικότητας της efficient – structure hypothesis*, οι τράπεζες με καλύτερο μάνατζμεντ ή τεχνολογικά συστήματα οργάνωσης και πληροφόρησης έχουν μικρότερα κόστη και συνεπώς μεγαλύτερα κέρδη. Αυτές οι τράπεζες αποκτούν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς που οδηγούν σε υψηλότερους βαθμούς συγκέντρωσης. Υπό την εκδοχή της *αποτελεσματικότητας κλίμακας της efficient – structure hypothesis*, οι τράπεζες ακολουθούν ίδιες πολιτικές διοίκησης και χρησιμοποιούν την ίδια τεχνολογία αλλά κάποιες από αυτές λειτουργούν υπό αποτελεσματικότερη κλίμακα σε σχέση με άλλες και επομένως έχουν μικρότερα ανά μονάδα κόστη και μεγαλύτερα ανά μονάδα κέρδη. Αυτές οι τράπεζες αποκτούν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς, που οδηγούν σε υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης. Τέλος, κάποιες άλλες θεωρίες βλέπουν τη θετική σχέση μεταξύ συγκέντρωσης και κερδοφορίας σαν το αποτέλεσμα των χαμηλότερων εξόδων προσωπικού και άντλησης κεφαλαίων, εξαιτίας της μονοφωνιακής δύναμης που πολύ συχνά αποκτούν οι τράπεζες σε έντονα συγκεντρωμένες αγορές.

3. Η κερδοφορία των τραπεζών – Εμπειρικές έρευνες

3.α. Αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών για την Ελληνική τραπεζική αγορά

Ο Βασιλείου (1993) εξέτασε την κερδοφορία της Ελληνικής εμπορικής τραπεζικής αγοράς κατά το διάστημα 1982-1991. Οι Ελληνικές εμπορικές τράπεζες που λειτουργούσαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν δώδεκα και τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα προήλθαν από τους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσης των τραπεζών, όπως αυτά αναγράφονταν στις επετηρίδες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η κερδοφορία των τραπεζών μετρήθηκε ως η απόδοση του ενεργητικού τους και ως η απόδοση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Για τη διερεύνηση της κερδοφορίας ολόκληρου του τραπεζικού κλάδου χρησιμοποιήθηκαν δύο μέτρα κεντρικής τάσεως ή θέσεως: ο αριθμητικός μέσος και η διάμεσος.

Σύμφωνα με τη μέθοδο του αριθμητικού μέσου το 1991 ήταν ο πιο κερδοφόρος χρόνος (ROA = 1,6%) ενώ το 1986 υπήρξε ο λιγότερο κερδοφόρος χρόνος (ROA = 0,61%). Η Ελληνική τραπεζική αγορά ακολούθησε μια μικτή πορεία από το 1982 έως το 1987, η οποία έδωσε τη θέση της σε μια ιδιαίτερη ανοδική πορεία για όλη την υπόλοιπη εξεταζόμενη περίοδο. Η εικόνα αλλάζει αν ο υπολογισμός της απόδοσης της τραπεζικής αγοράς βασισθεί στη μέθοδο της διαμέσου. Στην περίπτωση αυτή ο πιο κερδοφόρος παρέμεινε το 1991 (ROA = 1,64%), αλλά ο λιγότερο κερδοφόρος χρόνος ήταν το 1982 (ROA = 0,25%). Επιπλέον, η μέθοδος της διαμέσου έδειξε ότι η πορεία του τραπεζικού κλάδου υπήρξε ανοδική για όλα τα χρόνια, εκτός από το 1987.

Η ποσοστιαία απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου ολόκληρης της Ελληνικής τραπεζικής αγοράς υπολογιζόμενη με τα δύο μέτρα κεντρικής τάσεως έδειξε ότι το 1991 υπήρξε ο πιο κερδοφόρος χρόνος (ROE = 23,23% όταν χρησιμοποιήθηκε ο αριθμητικός μέσος και ROE = 24,85% όταν χρησιμοποιήθηκε η διάμεσος), ενώ το 1982 παρουσιάζεται ως ο λιγότερο κερδοφόρος χρόνος (ROE = 9,42% όταν χρησιμοποιήθηκε ο αριθμητικός

μέσος και ROE = 6,41 % όταν χρησιμοποιήθηκε η διάμεσος). Η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου της Ελληνικής τραπεζικής αγοράς φάνηκε πως είχε μια ανοδική τάση καθ' όλη σχεδόν την εξεταζόμενη περίοδο, εκτός από μια κάμψη η οποία παρατηρήθηκε το 1987 και το 1988.

Οι Hardy και Συμιγιάννης (1998) εξέτασαν τον ανταγωνισμό και την αποτελεσματικότητα στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Χρησιμοποίησαν τα διαθέσιμα ετήσια στοιχεία σχετικά με τα δημοσιευμένα μετά τους φόρους κέρδη, το σύνολο του ενεργητικού, τα δάνεια, τις καταθέσεις και το κεφάλαιο 16 Ελληνικών τραπεζών για το 1985 και την περίοδο 1990-1995. Έκριναν ότι μια προσέγγιση για την εξέταση των διαχρονικών διαφορών στην κερδοφορία είναι να διερευνηθεί αν οι διαφορές αυτές διατηρούνται για πολύ χρόνο και αν συνδέονται με άλλες παρατηρήσιμες διαφορές μεταξύ των αντίστοιχων ιδρυμάτων. Μ' αυτό το σκοπό η μεταβλητή ROE παλινδρομήθηκε πάνω σε μια σταθερά, μια συνάρτηση του ASTSH και σε ψευδομεταβλητές. Η προσθήκη ψευδομεταβλητών έγινε προκειμένου να ληφθούν υπόψη: α) η πολύ υψηλή ROE μιας τράπεζας για όλα τα έτη, β) οι υψηλές ζημιές ορισμένων τραπεζών σ' ένα ορισμένο έτος και γ) οι επιδράσεις που αφορούν συγκεκριμένα έτη.

Μετά από κάποιες δοκιμές διαπιστώθηκε ότι ο λογαριασμός του ASTSH και το τετράγωνο του λογαρίθμου παρείχε ένα στατιστικώς ισχυρό και ευέλικτο συναρτησιακό τύπο. Ο τύπος αυτός εκτιμήθηκε με χρονολογικές σειρές διαστρωματικών στοιχείων για το σύνολο του δείγματος, όπου θεωρήθηκε αρχικά ότι οι αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων δεν διαφοροποιούνται λόγω των παραγόντων που αφορούν μεμονωμένες τράπεζες – υπόδειγμα μη σταθερών επιδράσεων – και κατόπιν εκτιμήθηκε ένα υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, όπου θεωρήθηκε ότι οι αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων διαφοροποιούνται εξαιτίας τέτοιων παραγόντων και ως εκ τούτου τα στοιχεία ήταν διαστρωματοποιημένα κατά τράπεζα.

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, ROE, των Ελληνικών τραπεζών παρουσίασε μια ιδιαίτερα σημαντική στατιστικά, μη γραμμική, σχέση με τα μερίδια ενεργητικού, έτσι ώστε τόσο οι σχετικά μικρές όσο και οι σχετικά

μεγάλες τράπεζες πέτυχαν σχετικά χαμηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Για παράδειγμα, σε ένα τυπικό έτος η ROE φθάνει στη μέγιστη τιμή 26% για τις τράπεζες με μερίδιο επί του συνόλου του ενεργητικού λίγο πάνω από 6%. Όταν οι μέσες διαφορές μεταξύ των τραπεζών εξηγούνται με τις σταθερές επιδράσεις, καταλήγουμε σε μια ποιοτικά παρόμοια, αν και στατιστικά λιγότερο σημαντική, σχέση μεταξύ της ROE και των μεριδίων ενεργητικού, όπου η μέγιστη ROE αντιστοιχεί σε μερίδιο αγοράς περίπου 13%. Αυτό συνεπάγεται ότι, μολονότι οι διαφορές στην κερδοφορία μεταξύ των τραπεζών παραμένουν, οι τράπεζες που μπορούν να επιτύχουν ένα μέτριο μέγεθος έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν την κερδοφορία τους.

Παρόμοια αποτελέσματα προέκυψαν όταν η κερδοφορία μετρήθηκε ως ο λόγος των κερδών μιας τράπεζας προς το ενεργητικό της, τα δάνεια ή τις καταθέσεις της και όταν το μερίδιο αγοράς μετρήθηκε με βάση άλλα στοιχεία του ισολογισμού. Επιπλέον, τα αποτελέσματα αποδείχθηκαν στατιστικώς ισχυρά όταν μεταβλήθηκε ο συναρτησιακός τύπος της εξίσωσης, όταν τα μερίδια ενεργητικού χρησιμοποιήθηκαν με υστέρηση και όχι στο τέλος της περιόδου, καθώς και όταν δεν συμπεριελήφθησαν ψευδομεταβλητές. Διαπιστώθηκε ότι ορισμένες τράπεζες πέτυχαν σταθερά υψηλότερα επίπεδα κερδοφορίας από ό,τι άλλες, και συγκεκριμένα ότι οι τράπεζες μεσαίου μεγέθους που δεν ελέγχονται από το κράτος ήταν σε θέση να διατηρήσουν πολύ υψηλότερους ρυθμούς απόδοσης. Όμως, η κερδοφορία φαίνεται να ήταν πολύ μικρότερη στο δεύτερο μισό της περιόδου του δείγματος (1993-1995), ίσως λόγω του ανταγωνισμού που ενισχύθηκε με την απελευθέρωση. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες που πέτυχαν σχετικά υψηλότερη κερδοφορία εμφανίζονται να αύξησαν το μερίδιό τους στην αγορά, εις βάρος εκείνων που είχαν τη χαμηλότερη κερδοφορία. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η μέση αποτελεσματικότητα ενδέχεται να έχει βελτιωθεί μέσω της επέκτασης εκείνων των τραπεζικών ιδρυμάτων που ήταν σε θέση να προσφέρουν σταθερά καλύτερες υπηρεσίες ή να μειώσουν το κόστος τους. Τέλος, η στατιστική τους διερεύνηση έδειξε ότι το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν χαρακτηρίζεται από τον ρόλο τοπικών μονοπωλίων ή ολιγοπωλίων, αλλά μάλλον από έναν βαθμό ανταγωνισμού.

Οι Λολος, Παπαπέτρου και Χονδρογιάννης (1999) εξέτασαν τις συνθήκες και το ύψος του ανταγωνισμού στην Ελληνική τραπεζική αγορά. Τα στοιχεία χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση τους καλύπτουν 20 τράπεζες για την περίοδο 1993-1995 και προήλθαν από τις ετήσιες εκθέσεις των τραπεζών. Εφάρμοσαν την Rosse-Panzar στατιστική μεθοδολογία (1977), αργότερα γνωστή ως H-statistic, που υπολογίζεται από reduced form εξισώσεις προσόδων και μετρά το άθροισμα των ελαστικοτήτων των συνολικών προσόδων δεδομένων των τιμών των εισροών. Οι Rosse και Panzar δείχνουν (1987) ότι αυτή η στατιστική παρέχει πληροφόρηση για την αγορά ή τον κλάδο στον οποίο οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται.

Καθώς τα στοιχεία τους ήταν διαστρωματικά δυο διαφορετικές μεθόδους εκτίμησης: τα αποτελέσματα που προήλθαν από το σύνολο των στοιχείων δείχνουν ότι για την εξεταζόμενη περίοδο τα έσοδα των τραπεζών φαίνεται να κερδίζονται υπό συνθήκες μονοπωλιακού ανταγωνισμού, ενώ όταν έγιναν έλεγχοι ισορροπίας και ανταγωνιστικής θέσης για κάθε ένα από τα τρία χρόνια ξεχωριστά τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν ότι η τραπεζική βιομηχανία φαίνεται να βρίσκεται σε μονοπωλιακό ανταγωνισμό.

Ο Νούλας (1999) διερεύνησε την κερδοφορία και αποτελεσματικότητα των Ελληνικών τραπεζών για την περίοδο 1993-1998. Συγκεκριμένα, η ανάλυση του περιέλαβε 17 τράπεζες για τα έτη 1993 και 1994, 19 τράπεζες για τα έτη 1995 και 1996, 16 τράπεζες για το 1997 και 14 τράπεζες για το 1998. Τα στοιχεία προήλθαν τους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσης των τραπεζών. Η ανάλυση του ότι η συμπεριφορά της απόδοσης του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων εξεταζόμενη περίοδο ήταν η ίδια, καθώς και οι δύο δείκτες ακολούθησαν ή πορεία από το 1994 μέχρι το 1996 και αυξήθηκαν για τα έτη 1997 και 1998. Το καλύτερο έτος κερδοφορίας όπως μετρήθηκε και από τους δύο δείκτες ήταν το 1994, ενώ το 1996 εμφανίστηκε το χειρότερο.

Ο δείκτης εκμετάλλευσης του ενεργητικού ακολούθησε φθίνουσα πορεία από το 1994 (14,35%) μέχρι το 1998 (11,33%), που σημαίνει ότι κατά μέσο όρο οι διοικήσεις των τραπεζών δεν έγιναν καλύτερες στην εκμετάλλευση του ενεργητικού. Ο δείκτης του περιθωρίου κέρδους ακολούθησε πτωτική πορεία

κατά την πρώτη τριετία αλλά τα δύο τελευταία έτη αυξήθηκε και το 1998 έφθασε τη μεγαλύτερη τιμή της εξαετίας (10,74%). Δεδομένου ότι ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να ελέγχει τα έξοδα για ένα δεδομένο ύψος εσόδων, τα δύο τελευταία έτη αποτέλεσαν νότα αισιοδοξίας για το τραπεζικό σύστημα. Ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης έφθασε την υψηλότερη τιμή (15,75) το έτος 1996, ενώ το 1998 παρουσίασε τη χαμηλότερη τιμή (13,86) της εξαετίας. Από την άλλη πλευρά, η λειτουργική αποτελεσματικότητα των τραπεζών δεν παρουσίασε μια σταθερή πορεία. Μειώθηκε το 1994, παρουσίασε μια μικρή άνοδο το 1995 και μειώθηκε αισθητά το 1996. Για τα δύο τελευταία έτη η λειτουργικά αποτελεσματικότητα εμφανίστηκε ανοδική και το έτος 1998 παρουσίασε την καλύτερη αποτελεσματικότητα μετά από το 1993.

Σαν γενικό συμπέρασμα, η ανάλυση του έδειξε ότι η κερδοφορία των τραπεζών δεν ήταν καλύτερη το 1998 απ' ό τι ήταν το 1993 ή το 1994. Είναι όμως γεγονός ότι η κερδοφορία των δύο τελευταίων ετών βρέθηκε σε άνοδο, αν συγκριθεί με το 1996.

Η έρευνα των Σταϊκούρα και Στέλιου (1999) βασίστηκε στις οικονομικές εκθέσεις των εμπορικών τραπεζών όπως αυτές καταγράφονται στη βάση δεδομένων Bankscore που παρέχει η εταιρία αξιολόγησης Fitch - IBCA. Τα δεδομένα καλύπτουν τη χρονική περίοδο από το 1991-1998 σε ετήσια βάση ενώ οι λογαριασμοί χρήσεως έχουν ενοποιηθεί την τελευταία ημέρα κάθε χρόνου. Το δείγμα αποτελείται από 17 εμπορικές τράπεζες που λειτουργούσαν στην Ελλάδα το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και η επεξεργασία των στοιχείων έγινε στο στατιστικό πακέτο επεξεργασίας δεδομένων E-Views. Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης και η στοχαστικότητα του υποδείγματος, καθώς δεν μπορεί να συμπεριλάβει κανείς σε ένα υπόδειγμα όλους τους παράγοντες που εξηγούν τη συμπεριφορά ενός οικονομικού φαινομένου, καλύφθηκε με τη χρήση στοχαστικής μεταβλητής (residuals).

Στα αποτελέσματα της έρευνας τους αναφέρουν ότι στην περίπτωση του ROE το R-τετράγωνο είναι περίπου 21% ενώ για το ROA το ποσοστό αντίστοιχα

είναι 17,5%. Συνεπώς, οι χρησιμοποιούμενες ανεξάρτητες μεταβλητές ερμήνευαν ακριβέστερα τη μεταβλητότητα του ROE παρά την αντίστοιχη του ROA. Ο έλεγχος της εκτιμήσεως των παραμέτρων του δείγματος έγινε με τη βοήθεια των t - κατανομών. Και στις δύο περιπτώσεις οι μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές για την ερμηνεία της κερδοφορίας των τραπεζών ήταν ο πληθωρισμός, το ιδιοκτησιακό καθεστώς, ο λόγος των αποθεματικών για δανειακές επισφάλειες προς το σύνολο των χορηγούμενων δανείων καθώς επίσης και ο λόγος δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού. Το σημαντικό που προέκυψε από την έρευνα είναι ότι όλοι αυτοί οι παράγοντες έχουν αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία των τραπεζών. Οι μόνες μεταβλητές που έχουν θετική συσχέτιση παρά το γεγονός ότι είναι μη σημαντικές είναι ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Οι Κοσμίδου και Σπαθής (2000) εξέτασαν τις επιπτώσεις που θα επέφερε στις Ελληνικές τράπεζες η εισαγωγή του ευρώ μέσω μιας ανάλυσης κόστους-οφέλους, λαμβάνοντας το 2002 σαν το έτος βάσης. Θεώρησαν την εισαγωγή του ευρώ ως την υποτιθέμενη επένδυση, κόστη την εκροή μετρητών για την πραγματοποίηση αυτής και οφέλη τις εισροές μετρητών και / ή τη μεταβολή στα κέρδη των τραπεζών. Υπολογίζοντας την καθαρά παρούσα αξία κρίνεται αν η επένδυση είναι επικερδής ή όχι.

Όσον αφορά τα κόστη, τα έτη 1997 έως και 2002 αποτέλεσαν τη μεταβατική περίοδο για τη εισαγωγή του ευρώ. Όσον αφορά τα οφέλη, διέκριναν τις εξής δύο περιπτώσεις: αυτά που θα απολάμβαναν οι τράπεζες χωρίς την εισαγωγή του ευρώ και αυτά που προέρχονται από την εισαγωγή του. Για την εκτίμηση των τραπεζικών κερδών του 2002 επέλεξαν 22 Ελληνικές τράπεζες και ανέλυσαν τις οικονομικές εκθέσεις κάθε τράπεζας ξεχωριστά για την περίοδο 1985-1997. Προχώρησαν στην ανάλυση τους χρησιμοποιώντας Time Series Forecasting (TSFC) Decision Support System με τη βοήθεια των μεθόδων της απλής ερμηνευτικής εξομάλυνσης (single exponential smoothing) με γραμμική τάση και της μεθόδου της γραμμικής παλινδρόμησης, βασισμένη στα ιστορικά στοιχεία κάθε τράπεζας.

Οι υπολογισμοί τους οδηγούν σε αρνητική παρούσα αξία της επένδυσης, δηλαδή η εισαγωγή του ευρώ οδηγεί σε μείωση των κερδών των τραπεζών για την περίοδο 2002-2007. Αναμένεται όμως ότι η διαφορά στα κέρδη με και χωρίς την εισαγωγή θα μειωθεί κατά τα έτη μετά το 2007 και το ευρώ να αποδεικνύεται κερδοφόρο προς τις τράπεζες, τουλάχιστον μακροχρόνια.

Οι Eichengreen και Gibson et al (2001) προχώρησαν σε μια εμπειριστατωμένη ανάλυση της Ελληνικής τραπεζικής για την περίοδο 1980-1998, αντλώντας τα στοιχεία τους από το Bank Profitability, έκδοση του OECD, και τις οικονομικές εκθέσεις 26 εμπορικών τραπεζών και εξειδικευμένων πιστωτικών ιδρυμάτων. Αναπτύσσουν ένα μοντέλο ερμηνείας της τραπεζικής κερδοφορίας που μπορεί να προσφέρει στοιχεία σχετικά με το χρόνο και την έκταση διαρθρωτικών αλλαγών, καθώς συμπεριλαμβάνει σαν ανεξάρτητη μεταβλητή το ύψος των κερδών με μια χρονική υστέρηση στην παλινδρόμηση που πραγματοποιούν.

Στα συμπεράσματα τους αναφέρουν ότι η κερδοφορία είναι μια μη γραμμική συνάρτηση του μεγέθους των τραπεζών. Η σχέση είναι σχήματος «καμπάνας», υπονοώντας ότι η κερδοφορία αυξάνει και μετά μειώνεται, ενώ το σημείο καμπής είναι κοντά στο μέσο μέγεθος τράπεζας. Οι μικρότερες Ελληνικές τράπεζες θα επωφεληθούν των οικονομιών κλίμακας και θα αυξήσουν την κερδοφορία τους αν μεγαλώσουν σε μέγεθος, αλλά κάποιες από τις μεγαλύτερες τράπεζες έχουν ήδη εξαντλήσει τις οικονομίες κλίμακας και θα πρέπει να μικρύνουν σε μέγεθος για να μειώσουν τα κόστη τους. Αν και βρίσκουν μικρή στήριξη στο ότι οι τράπεζες που υιοθετούν προοδευτικές πρακτικές μάνατζμεντ ενεργητικού, όπως οι εκτός ισολογισμού δραστηριότητες, είναι περισσότερο κερδοφόρες, η παροχή μεγαλύτερου όγκου δανείων δεν βελτιώνει την κερδοφορία καθώς ο λόγος των δανείων έχει αρνητικό συντελεστή, αν και στατιστικά μη σημαντικό.

Μεταξύ άλλων βρίσκουν ότι η μόχλευση επιδρά θετικά στην κερδοφορία, ο βαθμός όμως στον οποίο οι τράπεζες αντλούν τα κεφάλαια τους μέσω της διατραπεζικής αγοράς δεν φαίνεται να έχει καμιά επίδραση. Από την άλλη πλευρά, τα λειτουργικά κόστη σχετίζονται αρνητικά με την κερδοφορία, σε

αντίθεση με τα έξοδα προσωπικού. Αυτό ίσως δείχνει ότι οι τράπεζες με καλύτερα αμειβόμενο προσωπικό προσφέρουν καλύτερη ποιότητα υπηρεσιών και αμείβονται με μεγαλύτερα κέρδη. Τίποτα επίσης δεν αποδεικνύει ότι οι τράπεζες με υψηλότερους βαθμούς ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας υστερούν σε κέρδη. Απεναντίας, και οι δύο παράγοντες συνδέονται θετικά με την κερδοφορία, ίσως λόγω του ότι οι «υγιέστερες» τράπεζες έχουν πρόσβαση σε φθηνότερες πηγές άντλησης κεφαλαίων. Τέλος, βρίσκουν μια ασθενή συσχέτιση μεταξύ του βαθμού συγκέντρωσης της αγοράς και της κερδοφορίας ενώ η μεταβλητή για το ιδιοκτησιακό καθεστώς δεν βοηθά σημαντικά στην ερμηνεία της.

Ο Καπόπουλος (2001) προσπάθησε να εξηγήσει το μέσο ποσοστό κέρδους κάθε τράπεζας ως προς το μετοχικό κεφάλαιο ή το σύνολο του ενεργητικού με τη βοήθεια κάποιων μεταβλητών που αντιπροσωπεύουν τη θέση κάθε τράπεζας στην αγορά, τις γενικές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και το μακροοικονομικό περιβάλλον. Παρουσίασε ένα γενικευμένο μοντέλο συσχέτισης κερδών - διάρθρωσης της αγοράς / αποτελεσματικότητας, σύμφωνα με αυτό του Barger (1995), προκειμένου να εξάγει μια απλή μορφή που να περιλαμβάνει όλες (SCP, RMP) τις υποθέσεις. Χρησιμοποίησε χρονολογικές σειρές διαστρωματικών στοιχείων για 19 εμπορικές τράπεζες κατά την περίοδο 1992-1999. Τα στοιχεία για τις ενδογενείς μεταβλητές κάθε τράπεζας προήλθαν από τους μη ενοποιημένους ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσης του Bankscope CD-ROM (Fitch IBCA). Τα στοιχεία για τους εξωγενείς και μακροοικονομικούς παράγοντες προήλθαν από τα monthly Statistical Bulletin (Bank of Greece), International Financial Statistic (IMF) and DataStream.

Όταν η κερδοφορία μετράται σαν η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου οι συντελεστές του βαθμού συγκέντρωσης και της αποτελεσματικότητας κόστους είναι θετικοί και στατιστικώς σημαντικοί, ενώ ο συντελεστής του μεριδίου αγοράς δεν είναι σημαντικός. Το αποτέλεσμα αυτό παρέχει στήριξη στην υπόθεση ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και συγκέντρωσης και όχι μεταξύ του μεριδίου της αγοράς που κάθε τράπεζα κατέχει. Οι υποστηρικτές της υπόθεσης της διαφορικής αποτελεσματικότητας μπορούν

να το εκλάβουν ως στοιχείο ότι οι τράπεζες με υψηλή κερδοφορία είναι περισσότερο αποτελεσματικές απ' ότι οι ανταγωνίστριες τους και ότι η συγκέντρωση της αγοράς παρέχει κίνητρα για συμπαιγνία μεταξύ των τραπεζών που οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη.

Όσον αφορά την ψευδομεταβλητή για το ιδιοκτησιακό καθεστώς, ο συντελεστής της είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός. Αυτό σημαίνει ότι η κρατική ιδιοκτησία των τραπεζών σχετίζεται αντίστροφα με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του λόγου των αποθεματικών για επισφαλή δάνεια προς το σύνολο των δανείων είναι αρνητικός και σημαντικός. Αυτό σημαίνει ότι η ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών σχετίζεται θετικά με την κερδοφορία. Ο αρνητικός συντελεστής της κεφαλαιακής επάρκειας συνεπάγεται ότι οι ρυθμιστικοί περιορισμοί προς αυτή την κατεύθυνση σχετίζονται αντιστρόφως με την κερδοφορία. Τέλος, ο συντελεστής της αύξησης του κατά κεφαλήν εισοδήματος είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός και σημαίνει ότι το κατά κεφαλήν εισόδημα θα μπορούσε να λειτουργεί και ως ένας πολύ καλός δείκτης της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα. Επιπλέον, ο συντελεστής του επιπέδου του πληθωρισμού είναι αρνητικός, ενώ ο συντελεστής του πραγματικού επιτοκίου είναι θετικός.

Στα συμπεράσματά του τονίζει ότι το κύριο κίνητρο των Ελληνικών τραπεζών που σκοπεύουν να εμπλακούν σε διαδικασίες συγχωνεύσεων θα πρέπει να είναι η εξαγωγή οικονομιών κλίμακας παρά η αύξηση του σχετικού μεριδίου αγοράς τους. Αυτό επιπροσθέτως σημαίνει ότι δεν είναι μόνο οι μεγάλες τράπεζες που μπορούν να έχουν δύναμη στην αγορά. Και παρά την υποστήριξη δύο εκ των αρχικών υποθέσεων, καμιά από αυτές δεν φαίνεται αρκετά ικανή να εξηγήσει την τραπεζική κερδοφορία. Οι μεταβλητές της αποτελεσματικότητας και του βαθμού συγκέντρωσης εξηγούν σχετικά μικρό μέρος της διακύμανσης των κερδών.

Οι Δούμπος, Κοσμίδου και Σπαθής (2002) επιχείρησαν τη διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων στην κερδοφορία του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το δείγμα τους περιελάμβανε 23 τράπεζες και συγκέντρωσαν ετήσια στοιχεία από τις οικονομικές εκθέσεις κάθε τράπεζας ξεχωριστά για την

περίοδο 1990-1999. Κατηγοριοποίησαν τις τράπεζες σε μικρές και μεγάλες σύμφωνα με το σύνολο του ενεργητικού τους και πήραν 7 μεγάλες και 16 μικρές τράπεζες. Ο αριθμός των παρατηρήσεων τους ήταν 181 συνολικά, 61 για τις μεγάλες τράπεζες και 120 για τις μικρές.

Πρωταρχικός τους στόχος ήταν ο έλεγχος για την ύπαρξη διαφορών στην αποτελεσματικότητα μικρών και μεγάλων τραπεζών και χρησιμοποίησαν το *t-test* για να δουν αν οι δείκτες αποτελεσματικότητας των μικρών τραπεζών διαφέρουν σημαντικά από αυτούς των μεγάλων. Δεύτερος τους στόχος ήταν να διερευνήσουν τους παράγοντες που επιδρούν στην κερδοφορία και που σχετίζονται με το μέγεθος των τραπεζών. Σαν τέτοιοι αναφέρονται η αποτελεσματικότητα, η ρευστότητα, το ρίσκο, η μόχλευση, η κεφαλαιακή επάρκεια. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την εξακρίβωση των δεικτών που επηρεάζουν την κατάταξη των τραπεζών σύμφωνα με το μέγεθος τους ήταν η UTADIS (Utilities Additives DIScriminatives) και η M.H.DIS (Multi-Hierarchical DIScrimination).

Η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου των μικρών τραπεζών (0,149) είναι μικρότερη αυτής των μεγάλων (0,197), όπως και η απόδοση του ενεργητικού των μικρών τραπεζών (0,008) είναι μικρότερη αυτής των μεγάλων (0,017). Η απόδοση του ενεργητικού των μεγάλων τραπεζών είναι κατά μέσο όρο διπλάσια αυτής των μικρών με σημαντική στατιστική διαφορά. Το μέσο καθαρό περιθώριο επιτοκίου των μικρών τραπεζών είναι 0,051 ενώ αυτό των μεγάλων είναι 0,030, γεγονός που δείχνει ότι κατά μέσο όρο οι μικρές τράπεζες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να δημιουργήσουν κέρδη απ' ότι οι μεγάλες, καθώς μπορούν να δημιουργήσουν υψηλότερο εισόδημα επιτοκίου. Βρίσκουν ακόμη ότι οι μικρές τράπεζες έχουν μικρότερη ρευστότητα απ' ότι οι μεγάλες, οι μεγάλες τράπεζες έχουν δανείσει περισσότερα σε μακροχρόνιες επενδύσεις καθώς και ότι έχουν μια ιδιαίτερα απροσδόκητη χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια σε σχέση με τις μικρές τράπεζες.

Τα αποτελέσματα της UTADIS ξεχωρίζουν ένα δείκτη ως τον κύριο ερμηνευτικό παράγοντα που σχετίζεται με το μέγεθος των τραπεζών. Αυτός είναι ο δείκτης των δανείων προς τις καταθέσεις, του οποίου η μέση βαρύτητα

ξεπερνά το 60%. Από τους υπόλοιπους δείκτες σημαντικοί είναι οι εξής: σύνολο ενεργητικού /συνολικό μετοχικό κεφάλαιο, κυκλοφορούν ενεργητικό /σύνολο δανείων, η απόδοση του ενεργητικού, το καθαρό περιθώριο επιτοκίου, το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου / σύνολο του ενεργητικού. Παρόμοια αποτελέσματα δίνει και η μέθοδος M.H.DIS και συγκεκριμένα, ο λόγος των δανείων προς το σύνολο των καταθέσεων, το σύνολο του ενεργητικού προς το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου, και το καθαρό περιθώριο επιτοκίου είναι σημαντικοί στην περιγραφή των μεγάλων τραπεζών. Συμπερασματικά, τα δάνεια/ καταθέσεις, η απόδοση του ενεργητικού και το ενεργητικό προς το μετοχικό κεφάλαιο είναι οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της κατάταξης των τραπεζών ως μικρές ή μεγάλες.

Οι Καπόπουλος και Σιώκη (2002) χρησιμοποίησαν στοιχεία της περιόδου 1996-1999 για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης, ενώ το δείγμα τους ήταν συνδυασμός διαστρωματικών και χρονολογικών δεδομένων (pooling data). Συγκεκριμένα, συμπεριέλαβαν 655 τράπεζες για τέσσερα χρόνια, δηλαδή 2.650 παρατηρήσεις. Τα στοιχεία για τις μεταβλητές που αφορούσαν τις τράπεζες προήλθαν από την ανάλυση ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσεως της βάσης δεδομένων της Fitch IBCA (Bankscope CD-ROM). Τα στοιχεία για τις μακροοικονομικές μεταβλητές προήλθαν από το economic Outlook του OECD. Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος του White για την εκτίμηση διορθωμένων ως προς την ετεροσκεδαστικότητα συντελεστών παλινδρόμησης.

Τα αποτελέσματα τους υποστηρίζουν την πρόταση της «διαφορικής αποτελεσματικότητας», ότι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης είναι το αποτέλεσμα της υψηλότερης αποτελεσματικότητας των ηγέτιδων τραπεζών στην αγορά οι οποίες επιτυγχάνουν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς, χωρίς να συμβαίνει όμως το ίδιο με την πρόταση της «διαφοροποίησης του προϊόντος», ότι οι τράπεζες με μεγάλο μερίδιο αγοράς μπορεί να διαθέτουν υψηλότερη ποιότητα παρεχόμενων προϊόντων και υπηρεσιών που τους δίνει τη δυνατότητα να επιβάλλουν μεγαλύτερες προμήθειες και αμοιβές και άρα μεγαλύτερα κέρδη.

Επιπλέον βρίσκουν ότι η βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας επιδρά θετικά στην αποδοτικότητα των τραπεζών. Ο συντελεστής για τη μεταβλητή του οικονομικού κύκλου έχει το αναμενόμενο πρόσημο αλλά δεν βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας, ενώ το πραγματικό επιτόκιο συνδέεται αρνητικά με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του μεριδίου αγοράς είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός ενώ ο συντελεστής του βαθμού συγκέντρωσης είναι στατιστικά ασήμαντος.

Συμπερασματικά, δεν θα μπορούσε η Ελληνική τραπεζική αγορά να αποτελεί την εξαίρεση στον κανόνα και να μπορεί κάποιος μετά ευκολίας να αποδεχθεί μια μόνο από τις θεωρίες διαμεσολάβησης, εις βάρος των άλλων. Τα αποτελέσματα των ερευνών που αναφέρονται στον Ελληνικό χώρο και που μόλις παραπάνω παρουσιάσθηκαν δεν επιτρέπουν την μη αποδοχή κάποιας εκ των θεωριών. Όλες οι παραπάνω μελέτες έχουν αναδείξει ως σημαντικούς παράγοντες που, με τη σειρά τους, ο καθένας από αυτούς στηρίζουν και διαφορετικές θεωρίες διαμεσολάβησης.

3.β. Η κερδοφορία των Ελληνικών τραπεζών – Εμπειρική διερεύνηση

Σύμφωνα με τον Boukhe (1989) αλλά και τους Στέλιανο και Σταϊκούρα (1999) γίνεται δεκτή η εκτίμηση πως ο καταλληλότερος συναρτησιακός τύπος για την περιγραφή της τραπεζικής κερδοφορίας είναι η γραμμική σχέση. Δηλαδή, τα κέρδη δίνονται από μια σχέση της μορφής $y=f(x)$, όπου y οι εξαρτημένες μεταβλητές και όπου x οι ερμηνευτικές.

Σαν εξαρτημένες μεταβλητές συμπεριλήφθησαν οι:

1) ROA = η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού κάθε τράπεζας και ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών πριν τους φόρους προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός μετρά την ικανότητα της διοίκησης της τράπεζας να χρησιμοποιεί τους πόρους για την πραγματοποίηση κερδών.

2) ROE= η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου κάθε τράπεζας και ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών πριν τους φόρους προς το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου. Ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών.

Από την άλλη πλευρά, σαν ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες:

- 1. Δείκτης του μεγέθους μιας τράπεζας:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού κάθε τράπεζας. Αν όντως προκύπτουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας μόνο για τις μεγάλες τράπεζες θα περιμένει κανείς να εμφανιστεί με θετικό πρόσημο.
- 2. Δείκτης του βαθμού συγκέντρωσης της αγοράς:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε το μερίδιο σε καταθέσεις των πέντε μεγαλύτερων για κάθε έτος τραπεζών.
- 3. Δείκτης ρευστότητας:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λόγος του συνόλου των χορηγήσεων προς το σύνολο των καταθέσεων κάθε τράπεζας. Αναμένεται να έχει αρνητικό πρόσημο, καθώς πολύ υψηλοί βαθμοί ρευστότητας μειώνουν την κερδοφορία, ίσως επειδή συνεπάγονται μικρότερες επενδύσεις.

4. **Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λόγος του μετοχικού κεφαλαίου προς το σύνολο του ενεργητικού κάθε τράπεζας. Επίσης αναμένεται να έχει αρνητικό πρόσημο, καθώς μια υψηλή τιμή του αποτελεί ένδειξη χαμηλής μόχλευσης και κατά συνέπεια χαμηλού ρίσκου και μικρών αναμενόμενων αποδόσεων.
5. **Δείκτης λειτουργικής αποτελεσματικότητας:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λόγος των εξόδων διοίκησης προς το σύνολο των εσόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο μικρότερη είναι η λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας τράπεζας. Όμως, μικρότερη λειτουργική αποτελεσματικότητα συνεπάγεται μικρότερη κερδοφορία και για το λόγο αυτό αναμένεται αρνητικό πρόσημο του δείκτη αυτού.
6. **Ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου επιτοκίου,** που ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού. Ο λόγος αυτός δείχνει την ικανότητα κάθε τράπεζας να δημιουργεί κέρδη από τόκους και αναμένεται να έχει θετικό πρόσημο.
7. **Δείκτης του μεριδίου της αγοράς:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λόγος των χορηγήσεων κάθε τράπεζας προς το σύνολο των χορηγήσεων όλων των τραπεζών του δείγματος για κάθε έτος. Προσδοκά κανείς να εμφανίζεται με θετικό πρόσημο, αν λάβουμε υπόψη την Relative Market Power Hypothesis. Βέβαια, ο λόγος αυτός μπορεί να ιδωθεί και σαν δείκτης του μεγέθους μιας τράπεζας.
8. **Μια ψευδομεταβλητή για το ιδιοκτησιακό καθεστώς** (για κρατικές τράπεζες δόθηκε η τιμή 1, ενώ για ιδιωτικές η τιμή 0). Αν και το σύνολο των εμπειρικών ερευνών δεν καταλήγει σε ένα μόνο συμπέρασμα, αναμένεται η κρατική ιδιοκτησία να συνδέεται αρνητικά με την κερδοφορία, αν βέβαια συνδυαστεί με την ποιότητα και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης των τραπεζών.
9. **Δείκτης της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες:** Σαν τέτοιος χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος των

συνολικών χορηγήσεων της τραπεζικής αγοράς για κάθε έτος. Αναμένεται η αυξημένη ζήτηση για δάνεια να επιδρά θετικά και σημαντικά στο ύψος των κερδών για όλες τις τράπεζες. Η συγκεκριμένη μεταβλητή, εκτός από δείκτη της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες, μπορεί να ιδωθεί και ως δείκτης του μεγέθους της τραπεζικής αγοράς.

10. Παράγοντες που επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση για τραπεζικά προϊόντα: Σαν τέτοιοι χρησιμοποιήθηκαν οι: α) το επιτόκιο βαρυπρόθεσμων χορηγήσεων προς επιχειρήσεις, β) το εύρος των επιτοκίων (επιτόκιο βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων - επιτόκιο καταθέσεων ταμειυτηρίου). Όσο μεγαλύτερο είναι τόσο μικρότερη η ζήτηση για δάνεια και πιθανό και το ύψος των κερδών.

Η εκτίμηση των εξισώσεων έγινε με την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) ενώ με τη μέθοδο White πραγματοποιήθηκε η απαιτούμενη διόρθωση ως προς την ετεροσκεδαστικότητα των καταλοίπων του υποδείγματος. Ξεκινώντας από ένα γενικό μοντέλο που περιελάμβανε όλες τις ερμηνευτικές μεταβλητές, με κριτήριο τη σπουδαιότητα καθεμιάς από αυτές στη μεταβολή του F-statistic αλλά και στην ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος, μετά από κάποιες δοκιμές, αφαιρέθηκαν οι λιγότερο σημαντικές μεταβλητές και προέκυψε ότι μερικές μόνο ερμηνεύουν σημαντικά τη μεταβλητότητα του ύψους των κερδών. Ο έλεγχος της εκτίμησης των παραμέτρων του υποδείγματος έγινε με τη βοήθεια των t-κατανομών.

Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης, που χρησιμοποιείται ως μέτρο του βαθμού επίδρασης της μεταβολής των ανεξάρτητων μεταβλητών επί της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής της παλινδρόμησης, τόσο στην περίπτωση του ROA όσο και σε αυτή του ROE είχε την τιμή του 28%. Συνεπώς, οι χρησιμοποιούμενες μεταβλητές ερμηνεύουν με τον ίδιο βαθμό ακρίβειας τη μεταβλητότητα τόσο του ROA όσο και του ROE.

Στην περίπτωση του ROA, (Πίνακας 6) οι μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές για την ερμηνεία της κερδοφορίας των τραπεζών είναι

το μερίδιο αγοράς κάθε τράπεζας σε χορηγήσεις, το εύρος των επιτοκίων, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και ο δείκτης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας. Όλες οι μεταβλητές εμφανίστηκαν με αρνητικό πρόσημο. Αρνητική επίδραση στο ύψος των κερδών φάνηκε πως έχει ο δείκτης της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας ο οποίος, όπως και αναμενόταν, όσο μεγαλύτερος είναι τόσο μικρότερη η κερδοφορία. Επιβεβαιώνεται επίσης η υπόθεση ότι ο κρατικός έλεγχος τραπεζών επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία τους καθώς και το αναμενόμενο αρνητικό πρόσημο του εύρους των επιτοκίων. Αυτό όμως που κινεί την προσοχή είναι η αρνητική σχέση του μεριδίου της αγοράς που κατέχει μια τράπεζα και των κερδών που αυτή αποκομίζει, αποτέλεσμα που δείχνει ότι η αύξηση του μεριδίου της αγοράς δεν συνεπάγεται και αύξηση των κερδών. Επομένως, δεν μπορεί να δεχθεί κανείς ότι μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς συνεπάγεται μεγαλύτερη ικανότητα επιβολής υψηλότερων τιμών επί των προσφερόμενων προϊόντων, με τελικό αποτέλεσμα την απολαβή υψηλότερων κερδών. Βέβαια, μια εξήγηση για το αρνητικό πρόσημο θα μπορούσε να είναι ότι κατά πλειοψηφία οι μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα σήμερα είναι υπό άμεση ή έμμεση κρατική ιδιοκτησία, με αποτέλεσμα να μπορεί κανείς να επικαλεστεί προβλήματα αναποτελεσματικότητας των διοικήσεων αυτών των τραπεζών ή μεγαλύτερα ανά μονάδα προϊόντος λειτουργικά κόστη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ (ROA)

Εξαρτημένη μεταβλητή: ROA

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό σφάλμα	t-statistic
C	0.0481	0.0094	5.1146
EFF	-0.0326	0.0122	-2.6647
M.SH	-0.0415	0.0154	-2.6892
OWN	-0.0067	0.0027	-2.4572
R.SPR	-0.1297	0.0549	-2.3607
R-squared		0.280	
Adjusted R-squared		0.257	
Akaike info criterion		-6.049	
F-statistic		11.902	
Number of observations		127	

Σημειώσεις: Όπου c είναι ο σταθερός όρος της εκτιμημένης εξίσωσης, EFF είναι η μεταβλητή της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, M.SH είναι η μεταβλητή του μεριδίου της αγοράς, OWN είναι η ψευδομεταβλητή για το ιδιοκτησιακό καθεστώς και R.SPR είναι η μεταβλητή του εύρους των επιτοκίων.

Στην περίπτωση του ROE (Πίνακας 7) ιδιαίτερη βαρύτητα φάνηκε πως έχουν ο δείκτης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, ο δείκτης της ρευστότητας, ο δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και ο λογάριθμος του συνόλου των χορηγήσεων για κάθε έτος. Όλες οι μεταβλητές εμφανίστηκαν με τα αναμενόμενα πρόσημα. Έτσι, όπως τουλάχιστον προκύπτει από το συγκεκριμένο δείγμα παρατηρήσεων για την εξεταζόμενη περίοδο 1994-2001, όντως η αυξημένη ζήτηση για χορηγήσεις τονώνει την κερδοφορία, σε αντίθεση με τους μεγάλους βαθμούς ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας που πιέζουν για μείωση της. Επίσης, ακόμη και όταν η κερδοφορία μετράται ως η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, μεγάλος δείκτης λειτουργικής αποτελεσματικότητας και άρα μικρότερος βαθμός αποτελεσματικότητας συνεπάγεται μικρότερα κέρδη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ (ROE)

Εξαρτημένη μεταβλητή: ROE

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό σφάλμα	t-statistic
EFF	-0.2922	0.1028	-2.8428
LIQ	-0,1171	0,0829	-1.4127
LOG.L	0.1047	0.0144	7.2776
ADQ	-0,4516	0,1881	-2,4007
OWN	-0,1019	0,0319	-3.1893
R-squared		0,280	
Adjusted R-squared		0,257	
Akaike info criterion		-1,378	
F-statistic		11,903	
Number of observations		127	

Σημειώσεις: Όπου EFF είναι η μεταβλητή της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, LIQ είναι η μεταβλητή της ρευστότητας, LOG.L είναι η μεταβλητή του λογαρίθμου των συνολικών χορηγήσεων, ADQ είναι η μεταβλητή της κεφαλαιακής επάρκειας και OWN η ψευδομεταβλητή για το ιδιοκτησιακό καθεστώς.

Τα αποτελέσματα που λαμβάνουμε όταν χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή η απόδοση του ενεργητικού (ROA) φαίνεται πως πρωτίστως παρέχουν στήριξη στη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η μείωση του λόγου των εξόδων διοίκησης προς το σύνολο των εσόδων, δηλαδή η βελτίωση του βαθμού της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, θα πρέπει να είναι το κύριο μέλημα των διοικήσεων των τραπεζών. Η αρνητική σχέση κρατικού ελέγχου της διοίκησης τραπεζών και κερδών έρχεται να αναδείξει τη σπουδαιότητα της ποιότητας και της αποτελεσματικότητας της διοίκησης κόστους, αν βέβαια αποδεχθούμε την άποψη ότι πολλές φορές οι διοικήσεις των κρατικών τραπεζών προσανατολίζονται σε στόχους άλλους από την μεγιστοποίηση των κερδών ή αναλαμβάνουν την επιτέλεση ενός κοινωνικού

ρόλου, όπως αυτός υπαγορεύεται από τις εκάστοτε πολιτικές επιλογές. Στήριξη στη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης δίνει και η αρνητική επίδραση στα κέρδη του μεριδίου που κατέχει μια τράπεζα στην αγορά με βάση τις χορηγήσεις της, αν επίσης συνδυαστεί με το κρατικό ιδιοκτησιακό καθεστώς των μεγαλύτερων Ελληνικών τραπεζών. Τέλος το εύρος των επιτοκίων, ως παράγοντας της συνολικής ζήτησης στην αγορά για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες, στηρίζει τη θεωρία της παραγωγής πληροφόρησης καθώς μεγάλο εύρος επιτοκίων συνεπάγεται μικρότερη ζήτηση δανείων και συνεπώς μικρότερη ανάγκη για παραγωγή πληροφόρησης.

Όταν η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου (ROE) έχει το ρόλο της εξαρτημένης μεταβλητής, η ανάδειξη και πάλι του βαθμού της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος ως σημαντικών παραγόντων έρχεται να στηρίξει τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Από την άλλη πλευρά οι μεταβλητές που δίνουν τους βαθμούς ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, δηλαδή οι λόγοι των χορηγήσεων προς το σύνολο των καταθέσεων και του μετοχικού κεφαλαίου προς το σύνολο του ενεργητικού αντίστοιχα, είναι παράγοντες που δίνουν στήριξη στη θεωρία του λειτουργικού ρόλου των τραπεζών. Τέλος, η σημαντικότητα της μεταβλητής του λογαρίθμου των χορηγήσεων ως δείκτη της ζήτησης έρχεται να στηρίξει τη θεωρία της παραγωγής πληροφόρησης, καθώς μεγαλύτερη ζήτηση για χορηγήσεις οδηγεί σε μεγαλύτερη ανάγκη για παραγωγή και απόκτηση πληροφόρησης.

Εν κατακλείδι, για άλλη μια φορά δεν μπορεί κανείς να υποστηρίξει την μη αποδοχή κάποιας εκ των θεωριών. Και στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί πως αν και δεν προέκυψε σημαντική η μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε για να «συλλάβει» την έννοια του μεγέθους των τραπεζών, αυτό δεν σημαίνει ότι μπορεί κανείς να απορρίψει τη θεωρία του κόστους συναλλαγών. Πάντως, αν δεν ήταν λανθασμένο το εγχείρημα εξαγωγής συμπερασμάτων υπολογίζοντας αθροιστικά, θα έλεγε κανείς ότι αυτό που μετράει ιδιαίτερα στην Ελληνική τραπεζική αγορά είναι η αποτελεσματικότητα της διοίκησης και προπαντός της διοίκησης του κόστους και άρα μοιάζει να δίνεται στήριξη στη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης.

4. Τα νέα προϊόντα που δραστηριοποιούνται στην τραπεζική αγορά

4.α. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια

4.α.1. Ορισμός

Σε όλους γενικά τους τομείς, υπάρχει κάτι που ξεχωρίζει, καταξιωμένο στο χώρο ύπαρξής του και διαχρονικό. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, εδώ και αρκετές δεκαετίες πλέον, έχουν χαρακτηριστεί ως ένα από τα κορυφαία προϊόντα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μία από τις αποτελεσματικότερες μορφές επένδυσης. «Ως Αμοιβαίο Κεφάλαιο ορίζεται το σύνολο στοιχείων του ενεργητικού που αποτελείται από μετρητά κατατεθειμένα σε τράπεζες από ομολογίες, μετοχές και άλλες μορφές επενδύσεων σταθερής απόδοσης. Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου ανήκει εξ' αδιαιρέτου σε ένα πλήθος επενδυτών, τους μεριδιούχους. Την περιουσία αυτή διαχειρίζεται η Εταιρεία Διαχείρισης».

Η φιλοσοφία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι απλή και βασίζεται στο γεγονός ότι πολλοί επενδυτές με κοινούς στόχους δεν επενδύουν ο καθένας μόνος, αλλά συνενώνουν τα κεφάλαιά τους δημιουργώντας ένα μεγάλο ισχυρό κεφάλαιο κατανεμημένο σε ισάξια μερίδια. Το κοινό αυτό κεφάλαιο αναλαμβάνει να το επενδύσει για λογαριασμό τους μια εξειδικευμένη εταιρεία, η οποία διαθέτει εμπειρία και γνώσεις στο χώρο των επενδύσεων.

Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) επενδύσει το σύνολο των χρημάτων των επενδυτών σε μετοχές, ομόλογα, υψηλότοκες καταθέσεις, προϊόντα χρηματαγοράς κ.α. τόσο στην Ελλάδα όσο και το εξωτερικό, με στόχο την επίτευξη των υψηλότερων δυνατών αποδόσεων και τον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου.

Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου φυλάσσεται σε μία τράπεζα, η οποία ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα. Απαραίτητη προϋπόθεση για να χορηγηθεί άδεια σύστασης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μία ΑΕΔΑΚ, αποτελεί η ύπαρξη της τράπεζας αυτής. Τα καθήκοντα του Θεματοφύλακα συνίστανται

στη φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στην εκτέλεση των εισπράξεων και των πληρωμών του και στη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Επιπλέον, συνυπογράφει τον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και φροντίζει παράλληλα με την ΑΕΔΑΚ για την τήρηση των όρων του, ενώ συνυπογράφει και τις λογιστικές καταστάσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μαζί με την ΑΕΔΑΚ και τους Ορκωτούς Λογιστές.

4.α.2. Ιστορική αναδρομή

4.α.2.1. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα

Το έτος 1970 με τον υπό αριθμό 608/70 Νομοθετικό Διάταγμα εισήλθαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Ιστορικά, το πρώτο Αμοιβαίο Κεφάλαιο που λειτούργησε στην Ελλάδα ήταν το Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα στα τέλη του 1972 και ακολούθησε το Δήλος Μικτό της Εθνικής Τράπεζας το 1973. Αυτά τα δυο Αμοιβαία Κεφάλαια μονοπώλησαν την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα για 16 περίπου χρόνια, αφού στο τέλος της δεκαετίας 1980 αναθερμάνθηκε το ενδιαφέρον για τη δημιουργία νέων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τότε ακριβώς θεσπίστηκε μια σειρά μέτρων σχετικά με την φιλελευθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έτσι, το 1989 η Interamerican ίδρυσε ένα ακόμα Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, παρά το γεγονός ότι αυτά έκαναν την εμφάνισή τους το 1972, αναπτύχθηκε ουσιαστικά κατά τη δεκαετία του 1990. Η μόνη κατηγορία που ξεκίνησε τότε ήταν τα Μεικτά Αμοιβαία Κεφάλαια. Στη συνέχεια, η ανάπτυξη του θεσμού δημιούργησε την ανάγκη παραγωγής νέων προϊόντων, τα οποία εξυπηρετούσαν κατά κύριο λόγο τις ανάγκες του ανταγωνισμού. Έτσι, σχηματίστηκαν τα Μετοχικά και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια (1990), ενώ την επόμενη χρονιά εμφανίστηκαν τα Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια και τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων. Η εμφάνιση αυτή της ποικιλίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, υποστηριζόμενη από αξιόλογη διαφημιστική καμπάνια, η οποία προκάλεσε το ενδιαφέρον των μη

ενημερωμένων μικροεπενδυτών έφερε την εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τέλος, η αλματώδης ανάπτυξη του Ελληνικού χρηματιστηρίου, στο τέλος της δεκαετίας 1990, έστρεψε το ενδιαφέρον των επενδυτών στην κατηγορία Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

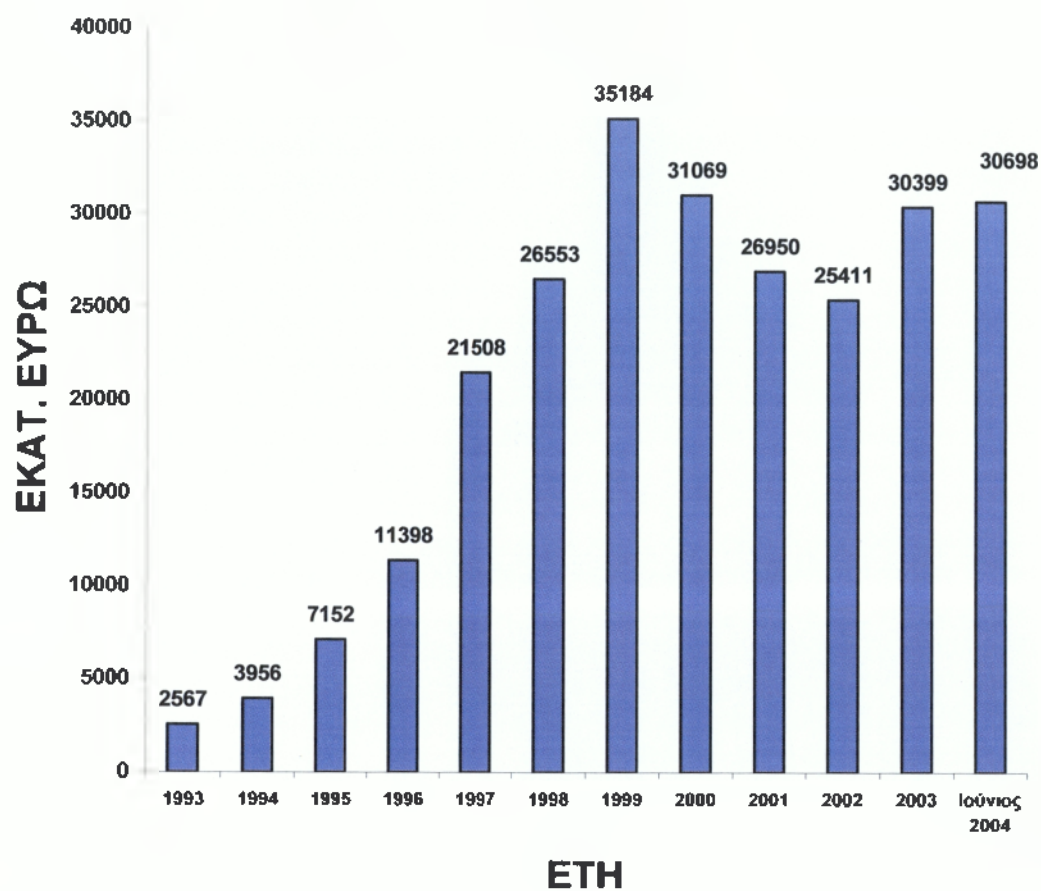
Σήμερα, η αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βρίσκεται σταθεροποιημένη σε υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2004, 29 Α.Ε.Δ.Α.Κ. είχαν εκδώσει 262 Αμοιβαία Κεφάλαια όλων των κατηγοριών, ενώ το ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνούσε τα 30 δις Ευρώ.

Το διάγραμμα 1 απεικονίζει την εξέλιξη των ενεργητικών της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε εκατομμύρια ευρώ, ενώ το διάγραμμα 2 παρουσιάζει τη διάρθρωση τους κατά το πρώτο εξάμηνο του 2004.

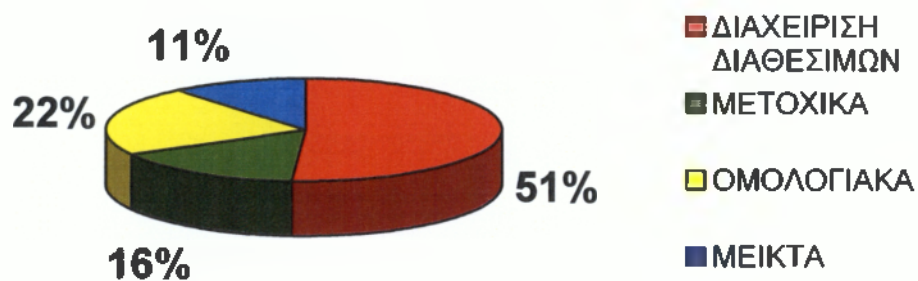
Σύμφωνα με το πρώτο διάγραμμα παρατηρούμε ότι από το 1993 ως και το 1999 τα ενεργητικά της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ακολουθούν ανοδική πορεία, γεγονός που οφείλεται στη φιλελευθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην αναγέννηση του Χρηματιστηρίου Αξιών. Και οι δυο αυτές αλλαγές που συντελέστηκαν, αναβίωσαν το ενδιαφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να επεκταθούν στον χώρο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το δεύτερο μισό του 1998 συντελείται μια διεθνής χρηματιστηριακή κρίση η οποία επηρέασε όλους τους επενδυτές, έχοντας αρνητικές επιπτώσεις στην αξία του χαρτοφυλακίου τους. Παρ' όλες όμως τις αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης, το τέλος Οκτωβρίου του 1998 βρίσκει τον κλάδο των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην καλύτερη θέση του, με 180 Αμοιβαία Κεφάλαια και 8,64 τρις δραχμές, σύμφωνα με στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Από το 2000 έως και το πρώτο εξάμηνο του 2004 τα ενεργητικά της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι αρκετά υψηλά, αλλά μικρότερα από το 1999.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΤΗΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΑ ΧΡΟΝΙΑ
1993-2004**



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2
Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
(Στοιχεία 30/6/2004)



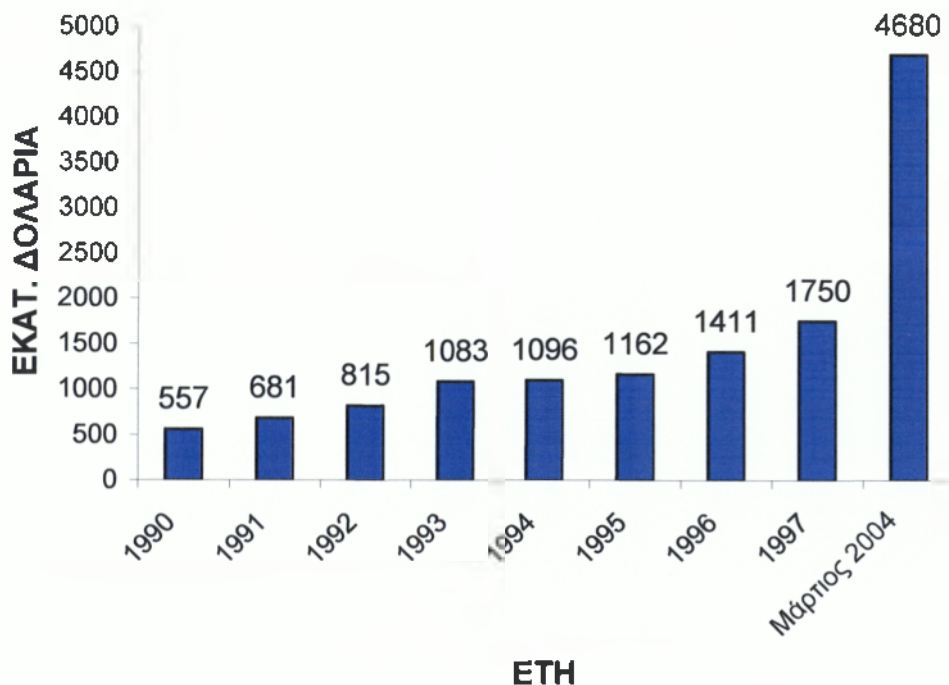
Σύμφωνα με το δεύτερο διάγραμμα, παρατηρούμε ότι κατά το πρώτο εξάμηνο του 2004 τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων καλύπτουν το 51,4% της αγοράς, ενώ ακολουθούν τα Ομολογιακά με ποσοστό 21,7%, τα Μετοχικά με 16,2% και τελευταία τα Μεικτά με ποσοστό 10,7%.

4.α.2.2. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι εξαιρετικά διαδεδομένος στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ολοκλήρωση της Νομισματικής Ένωσης και η θέσπιση ενιαίου νομίσματος δημιούργησαν νέες συνθήκες ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρώπης και η ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων αύξησε θεαματικά τον ανταγωνισμό στο χώρο των θεσμικών επενδύσεων. Ο αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα οποία δραστηριοποιούνται στην ευρωπαϊκή αγορά και είναι στην διάθεση των επιλογών όλων των πιθανών επενδυτών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ξεπερνούν πλέον τις 27.000 με ύψος ενεργητικού κοντά στα 3,2 τρις ευρώ.

Στο διάγραμμα 3 παρατηρούμε την πορεία του καθαρού ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 1990 έως και το πρώτο τρίμηνο του 2004. Είναι φανερή η θεαματική άνοδος που προήλθε από την ολοκλήρωση της νομισματικής ένωσης και τη θέσπιση ενιαίου νομίσματος.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1990-
2004**



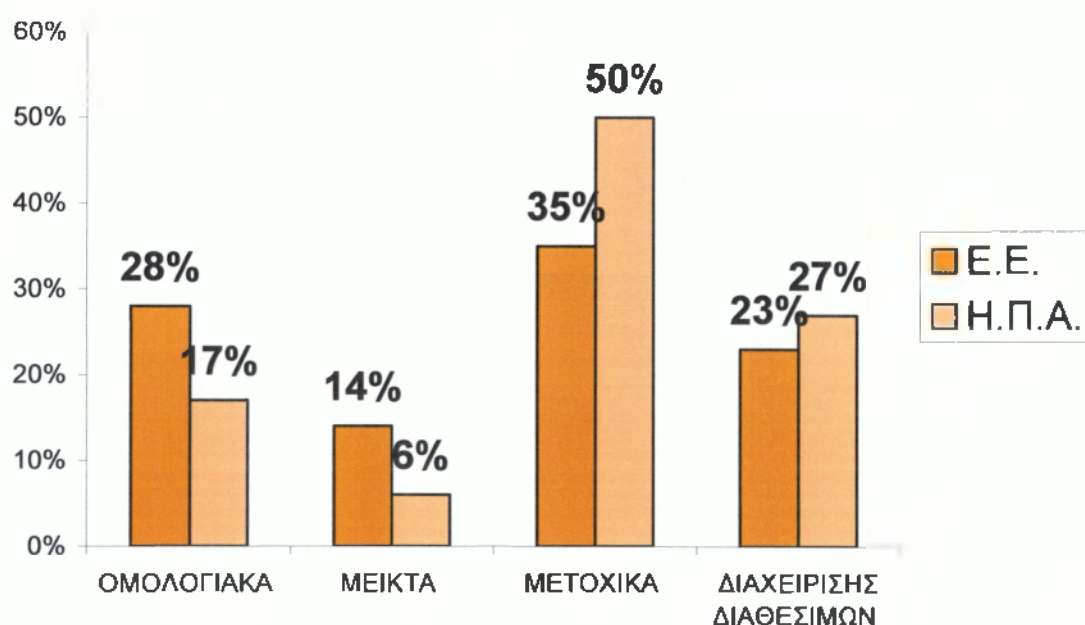
Πηγή: European Federation of Investment Funds and Companies

Αν θελήσουμε με λίγα λόγια να συγκρίνουμε τη συμπεριφορά των Ευρωπαίων επενδυτών με αυτή των κατοίκων των Η.Π.Α., θα μπορούσαμε να πούμε ότι κύριο χαρακτηριστικό της αμερικανικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η προτίμηση των επενδυτών της στις τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 50% της αγοράς το καλύπτουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων καλύπτει ποσοστό 27%. Αντίθετα, οι «προστατευτικές» οικονομίες των Ευρωπαϊκών χωρών και οι συγκρατημένοι ρυθμοί ανάπτυξης, αποτελούν τις βασικές αιτίες για τις οποίες

οι Ευρωπαίοι επενδυτές εμφανίζονται περισσότερο συντηρητικά σε σχέση με τους Αμερικανούς.

Το διάγραμμα 4 παρουσιάζει συγκριτικά τη διάρθρωση των τεσσάρων σημαντικών κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Η.Π.Α. και την Ε.Ε. κατά το πρώτο τρίμηνο του 2004. Παρατηρούμε ότι, τα ποσοστά των Ομολογιακών και των Μεικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι μεγαλύτερα για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ τα Μετοχικά και τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων στις Η.Π.Α. ξεπερνούν τα αντίστοιχα της Ε.Ε.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α. ΚΑΙ ΤΗΝ Ε.Ε. (Στοιχεία 31-3-2004)



4.α.3. Τα χαρακτηριστικά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Κύριο χαρακτηριστικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η συνεχής μεταβολή του καθαρού ενεργητικού τους. Αυτό οφείλεται τόσο στο ότι το καθαρό ενεργητικό εκτιμάται στην τρέχουσα αξία του, η οποία είναι συνάρτηση των τρεχουσών τιμών των χρηματιστηριακών τίτλων, όσο και στο ότι ο αριθμός

των μεριδίων αυξομειώνεται είτε με τη διάθεση νέων σε παλιούς ή νέους μεριδιούχους, είτε με την επιστροφή στην εταιρεία μεριδίων που ήδη κυκλοφορούν προκειμένου να ρευστοποιηθούν.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό τους είναι το ότι συγκεντρώνουν τα χρηματικά κεφάλαια ενός πλήθους επενδυτών και τα επαναεπενδύουν σε χρηματιστηριακούς τίτλους, σύμφωνα με την αρχή της ανάμειξης των κινδύνων. Παράλληλα, δημιουργούν προσφορά ρευστότητας με τη συγκέντρωση χρηματικών κεφαλαίων μικρών και μεγάλων αποταμιευτών που δεν έχουν ούτε τη χρονική άνεση αλλά ούτε και τις ειδικές γνώσεις για να επενδύουν κατευθείαν σε ένα κατάλληλο μίγμα χρηματιστηριακών τίτλων.

Πολύ σημαντικό είναι επίσης το γεγονός ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια στερούνται νομικής προσωπικότητας, ενώ οι σχετικές με τη λειτουργία τους δραστηριότητες κατανέμονται σε τρεις φορείς: α) η *Κοινή Περιουσία*, η οποία επενδύεται σε μετοχές, ομολογίες, Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, μετρητά σε τραπεζικό λογαριασμό κ.α., δηλαδή σε κινητές αξίες, β) η *Εταιρεία Διαχείρισης*, που ασχολείται αποκλειστικά με την τοποθέτηση και τη διαχείριση τους, και γ) ο *Θεματοφύλακας*, που ασχολείται με την φύλαξη της περιουσίας τους και έχει και κάποιες ελεγκτικές αρμοδιότητες.

4.α.4. Τα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ως επενδυτικά προϊόντα, κατατάσσονται από την νομοθεσία σε πέντε γενικές κατηγορίες, ανάλογα με το είδος των κινητών αξιών τις οποίες περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Η κατηγοριοποίηση αυτή γίνεται με σκοπό οι επενδυτές να συγκρίνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια με συναφή επενδυτικά χαρακτηριστικά και να επιλέξουν εκείνο που ταιριάζει καλύτερα στους επενδυτικούς τους στόχους.

Η κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τη σύσταση χαρτοφυλακίου, είναι η εξής:

α. Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε τοποθετήσεις με πολύ μικρή διάρκεια, όπως γeros, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας, καθώς και στην διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Πιο αναλυτικά, επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε βραχυπρόθεσμες, με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους, τοποθετήσεις της αγοράς χρήματος. Ωστόσο, ο νόμος παρέχει τη δυνατότητα στον υπεύθυνο διαχειριστή να επενδύει και ποσοστό έως 10% του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μετοχές.

Οι βραχυπρόθεσμες αυτές τοποθετήσεις δίνουν μία θετική σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα τρέχοντα επιτόκια αγοράς. Η απόδοση τους είναι σταθερή όταν στην αγορά χρήματος δεν παρατηρούνται σημαντικές μεταπτώσεις. Όταν όμως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις τότε, βραχυπρόθεσμα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων δίνουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τα άλλα είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Επομένως, αυτή η κατηγορία Αμοιβαίων προτιμάται από επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν πρόσβαση στα μετρητά τους και αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές των απλών καταθέσεων.

β. Αμοιβαία Κεφάλαια Σταθερού Εισοδήματος

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας, τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν μία βέβαιη απόδοση ετησίως, όπως είναι τα ομόλογα του δημοσίου, τα ομόλογα κρατικών εταιρειών ή τραπεζών, καθώς και οι ομολογίες ελληνικών ή ξένων εταιρειών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση τους γίνεται με τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρεία στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και στη συνέχεια αποδίδεται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, εξασφαλίζοντας τους έτσι ένα σταθερό ετήσιο εισόδημα.

γ. Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Η κατηγορία αυτή σχετίζεται με επενδύσεις σε μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, καθώς και σε ομολογίες εταιρειών. Συγκεκριμένα, επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, οι οποίοι αφορούν αξιόγραφα, εκτός μετοχών, μακροπρόθεσμου χαρακτήρα με διάρκεια ίση ή μεγαλύτερη του ενός έτους. Ωστόσο, ο νόμος παρέχει τη δυνατότητα στον υπεύθυνο διαχειριστή να επενδύει και ποσοστό έως 10% του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μετοχές.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών έχουν υψηλότερο κίνδυνο από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων και Σταθερού Εισοδήματος, αλλά λόγω των εσόδων τους από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός μετριάζεται.

δ. Μεικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Αποτελούν έναν συνδυασμό των δύο προηγούμενων κατηγοριών, αναλαμβάνοντας επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς όσο και σε ομολογίες και μετοχές, επιτυγχάνοντας έτσι μία συνολική διαφοροποίηση που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Η διαφορά τους με τις άλλες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ότι καμία κατηγορία επένδυσης δεν μπορεί να υπερβεί το 65% ως ποσοστό στο σύνολο του χαρτοφυλακίου τους.

Τα Μεικτά Αμοιβαία Κεφαλαία προσελκύουν κυρίως νέους επενδυτές, που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους, αλλά δεν έχουν την εμπειρία και την ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια.

ε. Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές. Στο υπόλοιπο ποσοστό του χαρτοφυλακίου, ο υπεύθυνος διαχειριστής μπορεί να συμπεριλάβει και επενδύσεις διαφορετικού τύπου, όπως ομόλογα ή προϊόντα της χρηματαγοράς. Το είδος αυτό Αμοιβαίων Κεφαλαίων χαρακτηρίζεται από μεγάλο κίνδυνο, αφού οι μετοχές δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα, παρά μόνο ένα ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα και μόνο αν υπάρχουν κέρδη.

στ. Αμοιβαία Κεφάλαια Ειδικού Τύπου

Στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών, επενδύοντας κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα ειδικού τύπου και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Επιτυγχάνουν σημαντική διαφοροποίηση του κινδύνου, υπόκεινται όμως και σε μεγάλο κίνδυνο που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης του κάθε κλάδου με τον οποίο σχετίζονται.

Η κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τη γεωγραφική κατεύθυνση των επενδύσεων, είναι η ακόλουθη:

- α) Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού:* Επενδύουν κυρίως στην Ελλάδα
- β) Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού:* Επενδύουν κυρίως στο Εξωτερικό
- γ) Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια:* Επενδύουν τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Ο κίνδυνος αυτής της κατηγορίας διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων και κατά πόσο είναι Αμοιβαία Κεφάλαια Εισοδήματος ή Αναπτυξιακά, ενώ τα πλεονεκτήματά τους είναι ότι αντιμετωπίζεται με επιτυχία ο συναλλαγματικός κίνδυνος και δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

4.α.5. Τα πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

- *Παρέχουν, εύκολη πρόσβαση στις ευκαιρίες κερδών των παγκόσμιων αγορών, αφού δίνουν στους επενδυτές την δυνατότητα να επενδύσουν σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.*
- *Μειώνεται ο επενδυτικός κίνδυνος λόγω της διασποράς. Στα Αμοιβαία Κεφάλαια τα χρήματα των επενδυτών τοποθετούνται σε πολλά και διαφορετικά είδη αξιόγραφων. Έτσι μειώνονται οι διακυμάνσεις και ελαχιστοποιείται ο επενδυτικός κίνδυνος.*
- *Επαγγελματική διαχείριση. Οι Εταιρείες Διαχείρισης διαθέτουν επιτελεία από καταξιωμένα στελέχη του χώρου με υψηλή κατάρτιση και εμπειρία, τα οποία παρακολουθούν και αξιολογούν τις*

εξελίξεις και τις επενδυτικές ευκαιρίες στην Ελληνική και στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

- Παρέχουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να συμμετάσχει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με ένα σχετικά μικρό κεφάλαιο, ενώ η απόδοση που επιτυγχάνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ίδια για όλους τους μεριδιούχους του, ανεξάρτητα από το ποσό που έχουν επενδύσει. Για το λόγο αυτό, τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν χαρακτηριστεί διεθνώς ως ο πλέον δημοκρατικός θεσμός στο χώρο των επενδύσεων.
- Έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη, αφού είναι σε θέση να πετύχουν πιο ευνοϊκούς όρους στην αγοροπωλησία αξιόγραφων, αλλά και στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές.
- Αποτελούν μία πολύ ευέλικτη μορφή επένδυσης, αφού οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν σε αυτά σε οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα, ενώ το ελάχιστο ποσό που απαιτείται για τη συμμετοχή τους είναι τις περισσότερες φορές μικρό. Επιπλέον, ένας επενδυτής μπορεί να μεταφέρει εύκολα μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιο του από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας Εταιρείας Διαχείρισης, σε περίπτωση που κάποια αγορά παρουσιάζει καλύτερες προοπτικές κέρδους.
- Προσφέρουν την δυνατότητα άμεσης ρευστότητας σε κάθε επενδυτή, αφού οποιαδήποτε στιγμή ο μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδια του μπορεί να το κάνει.
- Οι διαδικασίες επένδυσης είναι απλές και γρήγορες, ενώ ο αυστηρός έλεγχος που ασκείται από τον θεματοφύλακα καθιστούν αδύνατη οποιαδήποτε παρατυπία.
- Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να παρακολουθεί την πορεία της επένδυσης του εύκολα, χωρίς να έχει εξειδικευμένες γνώσεις. Η νομοθεσία προβλέπει μία σειρά ενημερωτικών εντύπων τα οποία παρέχονται στους επενδυτές από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Επιπλέον, στον ημερήσιο οικονομικό τύπο δημοσιεύονται καθημερινά οι αποτιμήσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ελληνικής αγοράς.

- Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπεται από ειδική νομοθεσία για την προστασία και την ασφάλεια των επενδυτών, η οποία ορίζει αυστηρά τις υποχρεώσεις των Εταιρειών Διαχείρισης και θέτει σαφείς όρους στον τρόπο που τα Αμοιβαία Κεφάλαια τοποθετούν τα χρήματα των επενδυτών.
- Τέλος, τα Αμοιβαία Κεφάλαια απαλλάσσονται από κάθε επιβάρυνση, όπως φόρο, εισφορά, τέλος ως και χαρτόσημο.

4.β. Το Leasing

4.β.1. Ορισμός

Η αγγλική λέξη «Lease» από την οποία προέρχεται η λέξη «Leasing», σημαίνει στα Ελληνικά ενοικιάζω και αντίστοιχα το Leasing σημαίνει χρηματοδοτική μίσθωση. Μέσω του συστήματος Leasing οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα, χωρίς στην ουσία να υποχρεωθούν να διαθέσουν ίδια κεφάλαια, να επεκτείνουν τις παραγωγικές εγκαταστάσεις τους, να τις ανανεώσουν ή ακόμη και να τις εκσυγχρονίσουν.

Στην πραγματικότητα, το Leasing είναι μια εμπορική συμφωνία κατά την οποία ο ιδιοκτήτης του υλικού εξοπλισμού ο επονομαζόμενος εκμισθωτής, δίνει το δικαίωμα στον χρήστη του υλικού εξοπλισμού, τον μισθωτή, να χρησιμοποιεί τον υλικό εξοπλισμό πληρώνοντας συγκεκριμένο ενοίκιο σε μία προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Με αυτή τη συμφωνία ο επιχειρηματίας διατηρεί και χρησιμοποιεί τον εξοπλισμό που αναφέρεται στους όρους της συμφωνίας χωρίς να θέσει δικά του κεφάλαια ή να προσφύγει σε δανεισμό, απλά και μόνο καταβάλλοντας το συμφωνηθέν ενοίκιο.

Όπως γίνεται κατανοητό, για να κινηθεί ο μηχανισμός αυτός του Leasing απαιτείται η ύπαρξη τριών παραγόντων:

- α. Μία επιχείρηση, η οποία επιθυμεί την ανανέωση, τον εκσυγχρονισμό ή την επέκταση των παραγωγικών του μέσων και συμφωνεί να έχει για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα μόνο τη χρήση και όχι την ιδιοκτησία τους.
- β. Ένας προμηθευτής, ο οποίος επιθυμεί την πώληση των συγκεκριμένων παραγωγικών μέσων,
- γ. Η εταιρεία Leasing, η οποία αγοράζει τα παραγωγικά και τα παραχωρεί στην επιχείρηση για χρήση, συνάπτοντας μαζί της ένα προκαθορισμένο συμβόλαιο.

Η ολοκλήρωση της διαδικασίας Leasing επιτελείται σε δυο στάδια. Το πρώτο στάδιο είναι το στάδιο της ανέκκλητης ενοικίασης διάρκειας 4 ή 5 ετών, περίπου δηλαδή όσο διαρκεί η ταμειακή απόσβεση του παραγωγικού μέσου. Μέχρι την λήξη της συμφωνημένης περιόδου ο ενοικιαστής είναι υποχρεωμένος να καταβάλει τα ανάλογα ενοίκια. Στο δεύτερο στάδιο, στο τέλος δηλαδή της ανέκκλητης ενοικίασης, υπάρχει το στάδιο της υπολειμματικής περιόδου κατά το οποίο ο ενοικιαστής έχει τη δυνατότητα τριών επιλογών. Η πρώτη επιλογή έχει σαν αντικείμενο την ανανέωση του συμβολαίου με χαμηλότερο ενοίκιο από αυτό του αρχικού σταδίου. Η δεύτερη επιλογή έχει σαν αντικείμενο την πλήρη εξαγορά του παραγωγικού μέσου από τον ενοικιαστή έναντι μειωμένης τιμής. Η τιμή αυτή έχει καθοριστεί με την υπογραφή του αρχικού συμβολαίου και ισούται με την αξία μειωμένων ενοικίων δυο ετών. Η τρίτη επιλογή δεν είναι άλλη από την επιστροφή του Παραγωγικού μέσου. Αυτή η τρίτη επιλογή δεν περιλαμβάνεται σε όλα τα συμβόλαια, πράγμα το οποίο αναγκάζει τον ενοικιαστή να ενοικιάσει εκ νέου ή να αγοράσει το πάγιο.

Συγκρινόμενο με τα λοιπά είδη χρηματοδότησης, το Leasing είναι αρκετά πολυδάπανο μέσο, ακόμα περισσότερο από την τραπεζική πίστωση. Οι δραστηριότητες μιας Leasing είναι συμπληρωματικές των τραπεζών, αφού το Leasing είναι κάτι διαφορετικό από τις κλασικές πιστοδοτήσεις.

4.β.2. Ιστορική αναδρομή

Οι Η.Π.Α. ήταν και πάλι η μητέρα των πρώτων εταιρειών Leasing, κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του '40. Οι εκμισθώσεις που γίνονταν μέχρι τότε, κυρίως σε μέσα μεταφοράς και διάφορα υλικά μέσα, γίνονταν από εκμισθωτικούς οργανισμούς – παραρτήματα μεγάλων παραγωγικών επιχειρήσεων.

Το 1952 ιδρύεται από τον Hendry Schonfeld η United States Corporation, η οποία τα τελευταία χρόνια μετονομάστηκε σε United States Leasing International INC, η μεγαλύτερη ανεξάρτητη εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων στον κόσμο. Η ίδρυση αυτής της εταιρείας οδήγησε την χρηματοδοτική μίσθωση σε νέα, πιο σύγχρονη φάση. Το επιτυχημένο παράδειγμα του Schonfeld ακολούθησαν μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις κεφαλαιουχικών αγαθών, οι οποίες άρχισαν να προωθούν τις πωλήσεις τους μέσω της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Οι πρώτες άδειες χρηματοδοτικής μίσθωσης σε τράπεζες δόθηκαν στις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του 1960. Λίγα χρόνια αργότερα, το 1970, η χρηματοδότηση με τη μορφή Leasing κατείχε στις Η.Π.Α. ένα ποσοστό της τάξης του 10% επί του συνόλου των επενδύσεων εκείνης της χρονιάς, ποσοστό το οποίο μεταφραζόμενο σε χρήματα ξεπερνούσε το 1 δις δολάρια. Η επιτυχία του θεσμού Leasing ήταν τεράστια. Στο τέλος της δεκαετίας του '70, οι επενδύσεις στις Η.Π.Α. οι προερχόμενες μέσω Leasing ήταν 25 φορές μεγαλύτερες από εκείνες που προέρχονταν από έκδοση μετοχών, κατά 2/3 μεγαλύτερες από εκείνες που προέρχονταν από ομολογιακές εκδόσεις, ενώ το 15% περίπου των νέων επενδύσεων σε εξοπλισμό και μηχανήματα πραγματοποιούνται με τη μέθοδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Η επιτυχία του Leasing στις Η.Π.Α. είχε ως αποτέλεσμα τη διεθνοποίηση του θεσμού περίπου μία δεκαετία μετά την αρχική του εμφάνιση. Τα πολύ θετικά αποτελέσματα ανάγκασαν κατά κάποιον τρόπο τις εταιρείες Leasing να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στο εξωτερικό εφαρμόζοντας δυο

συστήματα. Αρχικά, εφάρμοσαν το σύστημα Leasing για την πληρωμή των εξαγωγών βιομηχανικού εξοπλισμού που προοριζόταν για Καναδά, Μεξικό και Βενεζουέλα και στη συνέχεια ίδρυσαν στην Ευρώπη αριθμό υποκαταστημάτων ή συμμετείχαν σε ντόπιες υπό σύσταση εταιρείες.

Την περίοδο 1960-1962, εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης δημιουργήθηκαν στην Μεγάλη Βρετανία, στον Καναδά, την Σουηδία, την Δυτική Γερμανία, την Ελβετία και την Γαλλία. Ιδρύθηκαν προοδευτικά στη Μεγάλη Βρετανία το 1960 η «Mercantile Credit Co», ως θυγατρική της United States Leasing Co και στο Βέλγιο το 1961 η Locabel A.E. θυγατρική της Lease Plan, International. Η πρώτη γαλλική εταιρεία Leasing, η Locafrance, ιδρύθηκε το 1962 από την τράπεζα της Ινδοκίνας με την συνδρομή άλλων τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Απόδειξη της επιτυχημένης εξέλιξης του Leasing αποτελεί το γεγονός ότι μέσα σε δυο χρόνια στη Γαλλία είχαν ιδρυθεί περισσότερες από 20 εταιρείες Leasing. Το 1963 ιδρύθηκαν εταιρείες στην Ιαπωνία, το Βέλγιο, την Φιλανδία, την Ισπανία και την Ιταλία και αργότερα έκαναν την εμφάνισή τους παρόμοιες εταιρείες στην Λατινική Αμερική, στην Ασία, στην Αυστραλία, καθώς και στις Γαλλόφωνες χώρες της Αφρικής. Τη δεκαετία του 1980 δημιουργήθηκαν σε μεγαλύτερη κλίμακα εξειδικευμένες εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Στις Η.Π.Α. τα τελευταία χρόνια υπολογίζεται ότι το 30% περίπου των τραπεζικών χρηματοδοτικών πράξεων γίνεται με τη μέθοδο Leasing, ενώ οι εταιρείες Leasing ανέρχονται σε αριθμό περίπου στις 2000. Τα τελευταία χρόνια, έχουν καλυφθεί με συμβάσεις Leasing ακόμη και επενδύσεις παγίων η αξία των οποίων κατά μονάδα υπερβαίνει το ποσό των 100 εκατομμυρίων δολαρίων.

Στη χώρα μας η ανάπτυξη της αγοράς Leasing τα τελευταία χρόνια εξελίσσεται με ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του 30% ανά έτος. Το προϊόν λοιπόν έχει τύχει ευρείας αποδοχής από τις επιχειρήσεις που επιθυμούν εκσυγχρονισμό ή αντικατάσταση του παγίου εξοπλισμού τους. Αυτό άλλωστε συμβαίνει και στις περισσότερες χώρες του κόσμου, όπου το Leasing έχει

εξελιχθεί ως ο πλέον ενδεδειγμένος τρόπος απόκτησης και χρήσης παγίου εξοπλισμού για τις ανάγκες της επιχείρησης.

4.β.3. Ειδικές κατηγορίες της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

α. Απλή Χρηματοδοτική Μίσθωση (Financial Leasing)

Πρόκειται για μία συμφωνία μεταξύ τριών ενδιαφερομένων. Τον κατασκευαστή του παγίου στοιχείου, την ανεξάρτητη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης (εκμισθωτής) και αυτόν που επιθυμεί να χρησιμοποιεί το πάγιο αυτό στην παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησής του (μισθωτής).

Η διαδικασία είναι απλή. Ο μισθωτής επιλέγει το πάγιο που χρειάζεται, απευθύνεται στον επιχειρηματία που παράγει το πάγιο αυτό, διαπραγματεύεται μαζί του για την συναλλαγή (τιμή, τεχνικές προδιαγραφές κ.λ.π.) και αφού συμφωνηθεί η συνεργασία και προσφεύγει σε μία εταιρεία Leasing της αρεσκείας του. Η εταιρεία Leasing στη συνέχεια αγοράζει το πάγιο από τον κατασκευαστή με την εντολή να το παραδώσει αυτόν απευθείας στον μισθωτή.

Η πράξη αυτή δεν ακυρώνεται σε όλη τη χρονική περίοδο που έχει συμφωνηθεί. Ο μισθωτής είναι υποχρεωμένος να πληρώνει σε τακτά χρονικά διαστήματα για το δικαίωμα χρήσης του παγίου, άσχετα αν κάνει χρήση του μισθωμένου αγαθού.

Τέσσερα είναι τα κύρια χαρακτηριστικά της Απλής Χρηματοδοτικής Μίσθωσης:

Πρώτον, η επιλογή του παγίου γίνεται από τον μισθωτή.

Δεύτερον, η διάρκεια της σύμβασης συνδέεται με την οικονομική διάρκεια ζωής του εκμισθούμενου παγίου (χρόνος αποσβέσεων).

Τρίτον, όλες οι δαπάνες και οι κίνδυνοι που πιθανόν θα προκύψουν κατά τη διάρκεια μίσθωσης του παγίου, όπως προβλήματα λειτουργίας, φόροι,

ασφάλειες, φθορά, καταστροφή κ.λ.π. συνδέονται με την ιδιοκτησία του παγίου και βαρύνουν τον μισθωτή.

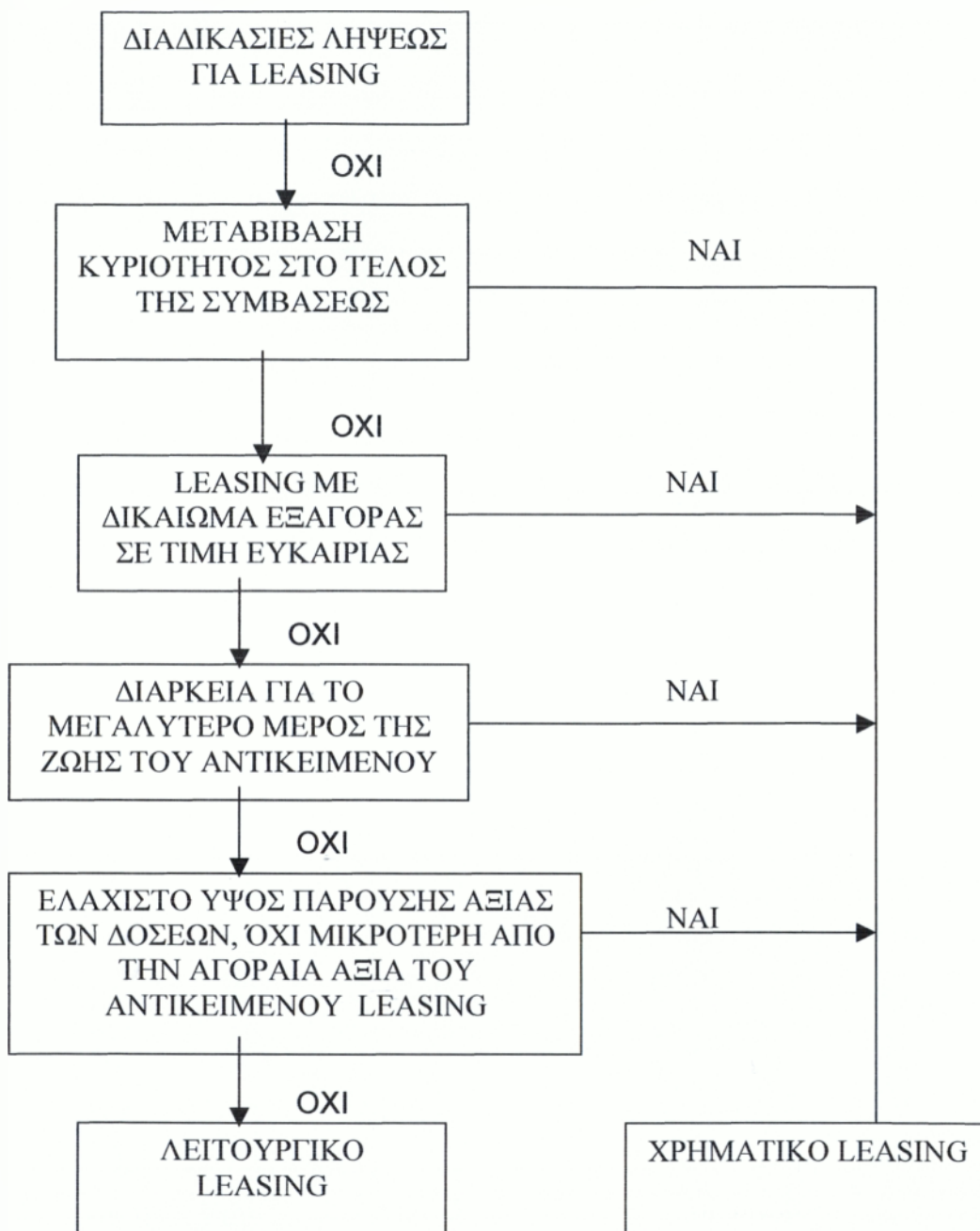
Τέταρτον, ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα βάσει ρήτρας να αποκτήσει το πάγιο στο τέλος της μίσθωσης, έναντι προκαθορισμένου ποσού.

Αν κατά τη διάρκεια της μίσθωσης παρουσιαστεί κάποια τυχαία κατάσταση, η οποία θα προκαλέσει καταστροφή, απώλεια, κλοπή ή βλάβη του παγίου, ο μισθωτής είναι υποχρεωμένος να το επαναφέρει στην αρχική του κατάσταση ή να το αντικαταστήσει με άλλο όμοιο ίσης αξίας ή τελικά να πληρώσει όλες τις άληκτες δόσεις. Ο εκμισθωτής τέλος, δεν έχει κανένα δικαίωμα ή υποχρέωση επί του παγίου στοιχείου.

β. Μικτή ή Λειτουργική Χρηματοδοτική Μίσθωση (Operating Leasing)

Η Μικτή ή Λειτουργική Χρηματοδοτική Μίσθωση, η οποία είναι γνωστή ως Μίσθωση Υπηρεσιών, διαφέρει από την προηγούμενη κατηγορία στο εξής: Ο εκμισθωτής, εκτός από την παραχώρηση της χρήσης του παγίου, αναλαμβάνει την τεχνική του υποστήριξη, καθώς επίσης και την ασφάλισή του. Με αυτόν τον τρόπο, κατά τη διάρκεια της εκμίσθωσης διατηρεί το πάγιο σε καλή κατάσταση, έτσι ώστε στο τέλος της εκμίσθωσης, να πετύχει καλύτερη διαπραγμάτευση σε περίπτωση πώλησης του παγίου ή παραχώρηση σε άλλον μισθωτή. Η κατηγορία αυτή μίσθωσης χρησιμοποιείται στις περιπτώσεις που ο μισθωτής χρειάζεται το πάγιο για μικρή χρονική διάρκεια.

Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η διαφορά μεταξύ των δυο παραπάνω κατηγοριών του Leasing.



γ. Αντίστροφη Χρηματοδοτική Μίσθωση ή Πώληση – Μίσθωση (Leaseback)

Σε αυτή την κατηγορία υπάρχουν δυο πρόσωπα, αφού προμηθευτής και μισθωτής είναι το ίδιο και αυτό πρόσωπο.

Η επιχείρηση έχει στην κυριότητά της συγκεκριμένο παραγωγικό εξοπλισμό, τον οποίο μεταβιβάζει εξ' ολοκλήρου ή μέρος αυτού σε εταιρεία Leasing με

σκοπό να καλύψει πιθανές ανάγκες ρευστών. Η εταιρεία Leasing στη συνέχεια παραχωρεί τη χρήση του παραγωγικού εξοπλισμού στην επιχείρηση έναντι μισθώματος. Η πώληση – μίσθωση του εξοπλισμού έχει σαν αποτέλεσμα τη ρευστοποίηση μας ήδη πραγματοποιηθείσας επένδυσης, με σκοπό την αύξηση ρευστότητας της επιχείρησης. Τα κύρια πάγια που συνήθως χρησιμοποιούνται σε αυτή την κατηγορία χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι εμπορικά και βιομηχανικά ακίνητα με περιόδους μίσθωσης από 20 έως 30 έτη.

Θεωρείται μία ασφαλής και ταυτόχρονα μακροχρόνια τοποθέτηση κεφαλαίων με ικανοποιητική απόδοση αφού σε πολλές περιπτώσεις ο αγοραστής – εκμισθωτής είναι ασφαλιστική ή χρηματοδοτική εταιρεία.

δ. Χρηματική Υπομίσθωση

Ο εκμισθωτής δεν είναι απαραίτητο να αγοράζει και να αποκτά την κυριότητα του αντικειμένου, αλλά επιτρέπεται η μίσθωση με σκοπό υπεκμίσθωσης από τις εταιρείες Leasing και μάλιστα όχι μόνο από τον κατασκευαστή ή πωλητή, αλλά και από άλλη εταιρεία Leasing.

ε. Συμμετοχική Μίσθωση (Leveraged Leasing)

Περιλαμβάνει τέσσερα μέρη: τον προμηθευτή του πάγιου στοιχείου, του μισθωτή, τον εκμισθωτή και τον μακροπρόθεσμο δανειστή. Ο εκμισθωτής αγοράζει το πάγιο στοιχείο καταβάλλοντας μέρος μόνο της αξίας του, συνήθως το 20% - 40%, και το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, υπό την προϋπόθεση ότι οι δανειστές θα ικανοποιηθούν αποκλειστικά από τα μισθώματα και σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του μισθωτή από την εκποίηση του πάγιου στοιχείου. Παράλληλα, ο δανειολήπτης – εκμισθωτής δεν έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο στην περίπτωση αφερεγγυότητας του μισθωτή.

Το επιτόκιο δανεισμού είναι συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας του μισθωτή, ενώ οι μακροπρόθεσμα δανειστές είναι συνήθως τράπεζες,

ασφαλιστικές εταιρείες και ασφαλιστικά ταμεία, και άλλοι οργανισμοί που έχουν διαθέσιμα για μακροπρόθεσμη τοποθέτηση. Το είδος αυτό μίσθωσης το χρησιμοποίησε για πρώτη φορά το 1963 η United States Leasing International και οι πρώτες εφαρμογές έγιναν στους σιδηροδρόμους και κατόπιν στις ασφαλιστικές εταιρείες.

στ. Άμεση Μίσθωση

Σε αυτή την κατηγορία μίσθωσης συμμετέχουν μόνο εκμισθωτής και ο μισθωτής και θεωρείται ο πρόδρομος της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Σαν κύρια χαρακτηριστικά της είναι η συμφωνία σύντομης διάρκειας μίσθωσης του παγίου (συνήθως 12 μήνες) με δυνατότητα ανανέωσης, η δυνατότητα ακύρωσης της μίσθωσης μετά από προειδοποίηση του μισθωτή προς τον εκμισθωτή και ακόμη η ανάληψη από τον εκμισθωτή της οικονομικής απαξίωσης του παγίου. Παρατηρούμε ότι, σε αυτή τη μορφή μίσθωσης το εμπορικό στοιχείο υπερτερεί του χρηματοδοτικού και γι' αυτό το λόγο χρησιμοποιείται κυρίως από τους κατασκευαστές Ηλεκτρονικών Υπολογιστικών (IBM), αυτοκινήτων και μηχανών γραφείου.

ζ. Χρηματοδοτική Μίσθωση Ακινήτων

Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι η κατηγορία αυτή εξυπηρετεί πάρα πολύ τα επενδυτικά σχέδια του μισθωτή. Πρόκειται για μίσθωση την οποία κυρίως αναλαμβάνουν εξειδικευμένες εταιρίες μίσθωσης, οι οποίες δραστηριοποιούνται μόνο σε αυτό τον κλάδο. Κύρια χαρακτηριστικά είναι η πολύ μεγάλη διάρκεια εκμίσθωσης, η πιθανή σημαντική αύξηση της αξίας του ακινήτου η σημαντική υπολειμματική αξία, η οποία είναι αδύνατον να προσδιοριστεί εξ' αρχής και τέλος ένας αυξημένος κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο εκμισθωτής, αφού το μισθωμένο ακίνητο δεν είναι δυνατό να μετακινηθεί.

Η εταιρεία Χρηματοδοτικής Μίσθωσης Ακινήτων αναλαμβάνει την υποχρέωση της κατασκευής ή της αγοράς του ακινήτου σύμφωνα με τις προδιαγραφές που εξυπηρετούν τον μισθωτή. Το ακίνητο, μετά τη λήξη της εκμίσθωσης

δίνεται η δυνατότητα να αποκτηθεί από τον μισθωτή σε μια προκαθορισμένη τιμή. Τα έξοδα συντήρησης, οι φόροι και τα τέλη μεταβίβασης βαρύνουν αποκλειστικά τον μισθωτή. Η διάρκεια της μίσθωσης κυμαίνεται από 10 έως 25 έτη ή 30 έτη, μέσα στην οποία γίνεται πλήρης απόσβεση της αξίας του παγίου.

4.β.4. Τα πλεονεκτήματα του Leasing

Το Leasing είναι ο πιο ουσιαστικός τρόπος για την απόκτηση εξοπλισμού από μία επιχείρηση και αυτό γιατί οποιαδήποτε επιχείρηση που επιθυμεί να αποκτήσει κάποιον εξοπλισμό για τις παραγωγικές της ανάγκες, χρηματοδοτείται για αυτόν και παράλληλα επωφελείται, αφού:

- Υπάρχουν φορολογικά πλεονεκτήματα, όπως: η επιχείρηση αφαιρεί το μίσθωμα που πληρώνει ως έξοδο από το φορολογητέο της εισόδημα και μειώνει έτσι ισόποσα τους φόρους που της αναλογούν, δεν πληρώνει άμεσα τον Φ.Π.Α. αλλά σταδιακά κατά τη διάρκεια σύμβασης του Leasing (3-5 έτη) και απαλλάσσεται η επιχείρηση από τον ΕΦΤΕ. Παράλληλα, έχει τη δυνατότητα να προσαρμόσει τα μισθώματα που πληρώνει στις ταμειακές της ανάγκες και στις φορολογικές της ιδιομορφίες έτσι ώστε να έχει το μέγιστο δυνατό φορολογικό όφελος.
- Η επιχείρηση με τη χρηματοδοτική μίσθωση εξοικονομεί δικά της κεφάλαια, τα οποία μπορεί να επενδύσει αλλού με μεγαλύτερη απόδοση, πληρώνοντας το μίσθωμα από τις εισπράξεις της τρέχουσας παραγωγής. Παράλληλα, η επιχείρηση μπορεί να ανανεώσει, να εκσυγχρονίσει και να επεκτείνει τις παραγωγικές της εγκαταστάσεις, χωρίς να απαιτείται η διάθεση δικών της κεφαλαίων ή η προσφυγή στο δανεισμό.
- Δεν επιβαρύνεται ο ισολογισμός της με πάγια στοιχεία και υποχρεώσεις ούτε μειώνεται η πιστοληπτική της ικανότητα.

Ταυτόχρονα, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί πρόσθετη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση, αφού παρέχει τη δυνατότητα πρόσθετης χρηματοδότησης κυρίως στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει υψηλή δανειακή επιβάρυνση και περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα.

- Η επιχείρηση δεν ασχολείται με γραφειοκρατικές διαδικασίες παραγγελίας ή εισαγωγής του εξοπλισμού, αφού αυτό αναλαμβάνεται αποκλειστικά από την εταιρεία Leasing.
- Άλλοι τρόποι χρηματοδότησης, όπως για παράδειγμα ο δανεισμός από τράπεζες, καλύπτουν συνήθως μέχρι το 65% τη αποσκοπούμενης επένδυσης, πράγμα που σημαίνει ότι η επιχείρηση πρέπει να διαθέσει το υπόλοιπο 35%. Με την χρηματοδοτική μίσθωση όμως καλύπτεται μέχρι και το 100% της αξίας του πάγιου στοιχείου που χρειάζεται η επιχείρηση.
- Διευκολύνεται η επιχείρηση στην κατάρτιση του προϋπολογισμού της και των ταμειακών προγραμμάτων, μειώνεται το κόστος και ο χρόνος πραγματοποίησης της επένδυσης και παράλληλα, προστατεύεται η επένδυση από τον πληθωρισμό.
- Η επιχείρηση απολαμβάνει ευνοϊκούς όρους από τα ειδικά ασφαλιστικά προγράμματα που προσφέρουν οι περισσότερες εταιρείες Leasing.

4.γ. Τα Holdings

4.γ.1. Ορισμός

Με τον όρο Holding εννοούμε την επένδυση ή την τοποθέτηση σε μετοχές, καθώς και την ιδιοκτησία δια μέσου μετοχών. Holding Company είναι η εταιρεία, η οποία συγκεντρώνει και διακρατεί ένα τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου άλλων εταιριών, εξασφαλίζοντας έτσι τον έλεγχο της

δραστηριότητάς τους. Στα Ελληνικά οι εταιρείες αυτές αποδίδονται με τον όρο Εταιρείες Χαρτοφυλακίου.

Η μητρική εταιρεία ονομάζεται ιθύνουσα ή ελέγχουσα επιχείρηση, ενώ οι επιχειρήσεις των οποίων τμήμα των μετοχών τους κρατείται από την ιθύνουσα, ονομάζονται θυγατρικές ή υπό κηδεμονία επιχειρήσεις. Αν η ιθύνουσα επιχείρηση δεν έχει τεχνική και συναλλακτική οργάνωση και δραστηριότητα, αλλά αποτελεί απλά μια οικονομική μονάδα συγκέντρωσης κεφαλαίων και χρηματοδότησης των θυγατρικών επιχειρήσεων, τότε αυτή ονομάζεται Pure Holding Company. Είναι δηλαδή μια εταιρεία κεφαλαίων που ως Holding σχηματίστηκε μεταγενέστερα με ανταλλαγή μετοχών και εισφορά νέων κεφαλαίων.

4.γ.2. Ιστορική αναδρομή

Οι εταιρείες επενδύσεων αποτελούν έναν νέο θεσμό στη χώρα μας, αφού η εμφάνιση της πρώτης από αυτές έγινε μόλις το 1972. Η ραγδαία ανάπτυξη της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς τη διετία 1998-1999 έδωσε σημαντική ώθηση στον κλάδο, ενώ αντίθετα, το έτος 2000 οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου παρασύρθηκαν δραματικά από την πτωτική πορεία της Χρηματιστηριακής Αγοράς με αποτέλεσμα να μειωθούν σημαντικά η καθαρή θέση του ενεργητικού και οι τιμές των μετοχών των εταιρειών του κλάδου εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Την 31^η Δεκεμβρίου 2001 λειτουργούσαν στη χώρα μας 40 εταιρείες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου, 20 εκ των οποίων είχαν εισάγει τις μετοχές τους στο Χ.Α.Α.

Στην Ελλάδα, η πρώτη εταιρεία επενδύσεων είναι η Ελληνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Ε.Χ.). Η Ε.Ε.Ε.Χ. είναι πρώτη σε μέγεθος ενεργητικού και έχει διαχρονικά υψηλότερες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Χ.Α., με σταθερό στόχο την δημιουργία μετοχικού χαρτοφυλακίου ευρείας διασποράς, ελεγχόμενου κινδύνου και υψηλής μακροχρόνιας απόδοσης κεφαλαίου. Συνεργάζεται με τρεις από τις σημαντικότερες παγκόσμιες επενδυτικές τράπεζες και διαθέτει σύγχρονη τεχνογνωσία από ισχυρή

εξαμελή ομάδα ανάλυσης με σημαντική εμπειρία στον χρηματοοικονομικό κλάδο.

4.γ.3. Τα κύρια χαρακτηριστικά των Εταιριών Χαρτοφυλακίου

Τα Holdings αποτελούν μία ενότητα συμφερόντων που δημιουργείται όταν η θύνουσα επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να αναλαμβάνει τις διαχειριστικές χρηματοδοτικές και εμπορικές λειτουργίες των θυγατρικών των επιχειρήσεων.

Σε κάθε περίπτωση, η δυνατότητα απόκτησης του ελέγχου μιας επιχείρησης με τη μέθοδο διακράτησης ενός σημαντικού αριθμού μετοχών της, είναι λιγότερο δαπανηρή από την αγορά των στοιχείων του ενεργητικού της και τη δημιουργία θυγατρικής εταιρείας από την αρχή. Εκτός αυτού, η θυγατρική επιχείρηση αποκτάει καλή φήμη και αυξάνει την πελατεία της.

Μια Holding εταιρεία επιτρέπεται να ελέγχει τόσο μεμονωμένες επιχειρήσεις όσο και μία ή περισσότερες άλλες Holding εταιρείες. Επίσης, λόγω της δυνατότητας που δίνει σε μία εταιρία Holding η κατοχή μόνο των μισών ή και λιγότερων από τις μετοχές των θυγατρικών της, μπορεί να ελέγχει πολλές εταιρείες με αθροιζόμενα κεφάλαια μεγαλύτερα από τα δικά της.

Σε ορισμένες περιπτώσεις εταιρείες εκτιμούν πλέον συμφέρουσα την ίδρυση ή αγορά θυγατρικών επιχειρήσεων από την ίδρυση δικτύου υποκαταστημάτων και τούτο διότι είτε προσπαθούν να αποφύγουν το κόστος και τη δυσκολία οργάνωσης, είτε επιδιώκουν νέες επιχειρηματικές διασυνδέσεις, είτε για να επιτύχουν επέκταση των δραστηριοτήτων του στο εξωτερικό με την απόκτηση εκεί θυγατρικών επιχειρήσεων.

Ένα επιπλέον βασικό χαρακτηριστικό των Εταιριών Χαρτοφυλακίου, αλλά και η ειδοποιός διαφορά από τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ότι οι διακυμάνσεις της αγοράς δεν επηρεάζουν άμεσα την επενδυτική πολιτική τους. αυτό σημαίνει ότι, ακόμα και όταν η αγορά κινείται πτωτικά, οι εταιρείες

Holding δεν αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, ώστε να αντιμετωπίσουν τις αυξημένες εξαγορές μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

4.γ.4. Τα πλεονεκτήματα των Holding Companies

Οι εταιρείες Holding προσφέρουν στους επενδυτές τους τα εξής πλεονεκτήματα: επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους, δυνατότητα συμμετοχής των επενδυτών σε σύνολο με ευρεία διασπορά και επενδυτική πολιτική που έχει στόχο τη σημαντική μείωση του επενδυτικού κινδύνου, δυνατότητα εύκολης πρόσβασης στις μεγαλύτερες κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές στον κόσμο.

Τέλος, απολαμβάνουν σοβαρά φορολογικά προνόμια, απαλλαγές και επιβαρύνσεις, αφού οι εταιρείες Holding απαλλάσσονται από κάθε φορολογία, τέλη, εισφορές, δικαιώματα και επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου και υπέρ τρίτων, τα οποία επιβάλλονται επί του μετοχικού κεφαλαίου της και επί του συνολικού της εισοδήματος. Οι μόνες επιβαρύνσεις που επιβάλλονται είναι ο Φ.Π.Α. και ο φόρος Συγκέντρωσης Κεφαλαίου. Απαλλάσσεται των επιβαρύνσεων, επίσης η πράξη σύστασης, το καταστατικό, η έκδοση ή μεταβίβαση μετοχών, καθώς και τα μερίσματα που εισπράττουν οι μέτοχοί της.

4.γ.5. Τα Τραπεζικά Holdings

Οι Τραπεζικές Εταιρείες Χαρτοφυλακίου (TEX, Bank Holding Companies) αποτελούν πρόσφατο φαινόμενο ακόμα και στην Αμερική. Η TEX μία εταιρεία που κατέχει το 25% ή και περισσότερο των μετοχών δυο ή περισσότερων τραπεζών, με δικαιώματα ψήφου της κάθε μίας. Ένας οργανισμός που ελέγχει μία ή περισσότερες τράπεζες ονομάζεται Πολυτραπεζική Εταιρεία Χαρτοφυλακίου (ΠΕΧ, Multibank Holding Company), η οποία συνήθως έχει και μερικές συγγενείς εταιρείες σε παρατραπεζικές δραστηριότητες, όπως είναι οι συμβουλευτικές μηχανογραφικές και διαχειριστικές υπηρεσίες.

Στις Η.Π.Α. στο τέλος του 1965, οι TEX είχαν το 9% του εθνικού τραπεζικού ενεργητικού και έλεγχαν το 3% των εγχώριων τραπεζών, ενώ στο τέλος του 1977, τα ποσοστά είχαν αυξηθεί στο 73% και 26% αντίστοιχα. Σήμερα και στην Ελλάδα πολλές τράπεζες είναι συγγενείς διαφόρων TEX.

Στα τραπεζικά Holdings υπάρχει ιδιαίτερα περιορισμένη κεφαλαιακή βάση και έτσι υπάρχει αυξημένος κίνδυνος σε περίπτωση που η TEX ελέγχει ένα μεγάλο αριθμό εταιρειών με συνολικά συνδυαζόμενα κεφάλαια πολύ μεγαλύτερα από τα δικά της. Για το λόγο αυτό θεσπίστηκε ο έλεγχος της φερεγγυότητας τους να γίνεται και σε ενοποιημένη βάση ασκείται από τις αρμόδιες αρχές της χώρας, στην οποία η μητρική επιχείρηση έχει την έδρα της.

5. Άλλες μορφές νέων προϊόντων που δραστηριοποιούνται στην τραπεζική αγορά

5.α. Το Factoring

Το Factoring στην ελληνική γλώσσα αποδίδεται με τον όρο Πρακτόρευση Επιχειρηματικών Απαιτήσεων και αποτελεί έναν νέο οικονομικό και νομικό θεσμό για τα ελληνικά δεδομένα. Το Factoring εμφανίζεται σαν μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, η οποία όχι μόνο ανταγωνίζεται τον κλασικό δανεισμό, αλλά τον συμπληρώνει και συνοδεύεται και από επιπλέον υπηρεσίες.

Το Factoring είναι μια μορφή σύμβασης μεταξύ ενός πράκτορα επιχειρηματικών απαιτήσεων, που είναι τράπεζα ή ειδική ανώνυμη εταιρεία, και μιας επιχείρησης, που είναι εμπορική εταιρεία ή ακόμη και φυσικό πρόσωπο, το οποίο ασχολείται με το εμπόριο αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών. Η εταιρεία Factoring αναλαμβάνει έναντι αμοιβής υπηρεσίες σχετικές με την προεξόφληση, τη λογιστική και νομική υποστήριξη και την είσπραξη χρηματικών απαιτήσεων κατά των πελατών της.

Ο νέος αυτός θεσμός βοηθά στην ενίσχυση των μικρομεσαίων και μεταποιητικών επιχειρήσεων και επιτρέπει στην πιο αποτελεσματική διοίκησή τους, τη χρηματοδότηση, την ασφάλιση των απαιτήσεων των προμηθευτών, την ενίσχυση της θέσης τους στην αγορά, την ενίσχυση της επενδυτικής τους βάσης, ενώ παράλληλα ενισχύει και προωθεί τις εξαγωγές.

5.β. Το Forfaiting

Το Forfaiting στην ελληνική αποδίδεται με τον όρο Εκχώρηση Δικαιωμάτων. Αποτελεί μία μορφή συναλλαγής η οποία χρηματοδοτεί τις εξαγωγικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, συνάπτεται σύμβαση μεταξύ εξαγωγέα και τράπεζας ή εταιρείας Factoring σύμφωνα με την οποία ο εξαγωγέας εκχωρεί στον Forfaiter μία απαίτησή του, η οποία προέρχεται από εξαγωγική δραστηριότητα και συνήθως ενσωματώνεται σε αξιόγραφο (συναλλαγματικές ή γραμμάτια εις διαταγήν).

Όπως και το Factoring, έτσι και το Forfaiting αποτελεί εναλλακτική και συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης. Η διαφορά του εντοπίζεται στον τρόπο χρήσης και εφαρμογής ως προς τον παραδοσιακό δανεισμό. Είναι μία μορφή Τραπεζικής εργασίας και αφορά την εκχώρηση απαιτήσεων με εμπορικούς και πιστωτικούς κινδύνους. Οι εκχωρούμενες απαιτήσεις είναι μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες (6 μήνες έως 10 έτη). Ο Forfaiter δεν έχει δικαίωμα αναγωγής κατά του εξαγωγέα στην περίπτωση που δεν ικανοποιηθεί από τον εισαγωγέα και αναλαμβάνει ο ίδιος κάθε κίνδυνο μη πληρωμής της απαίτησης που αγοράζει, όπως π.χ. κίνδυνο αφερεγγυότητας του οφειλέτη, συναλλαγματικούς, πολιτικούς ή πολεμικούς κινδύνους, ενώ δεν έχει δυνατότητα αναγωγής κατά του εξαγωγέα.

5.γ. Το Franchising

Το Franchising ή Δικαιόχρηση είναι μια μέθοδος εμπορικής συνεργασίας μεταξύ μίας μεγάλης επιχείρησης (Franchisor) και διάφορων μικρότερων

επιχειρηματιών (Franchisee). Ο Franchisor ή Εντολέας είναι μία επιχείρηση με κύρος και καλό όνομα, η οποία έχει ως σκοπό να διευρύνει το μερίδιό της στην αγορά με την αποφυγή μεγάλων δαπανών επενδύσεων. Ο Franchisee ή Εντολοδόχος είναι το φυσικό ή νομικό πρόσωπο με ευχέρεια κεφαλαίου, ο οποίος διοικεί την επιχείρηση του και διεξάγει τις εργασίες υπό την ευθύνη του, όμως με την συνδρομή του Εντολέα. Πάγια αμοιβή είναι το ποσό που καταβάλλει ο Εντολοδόχος για την εισαγωγή του στον όμιλο των συνεργαζόμενων επιχειρήσεων.

Πιο απλά, η Δικαιόχρηση είναι ένα σύστημα συνεργασίας μεταξύ δυο επιχειρήσεων, οι οποίες συμφωνούν να δώσει η μια την άλλη, έναντι μιας πάγιας πληρωμής και ποσοστών, το δικαίωμα να εκμεταλλεύεται με καθορισμένους όρους το εμπορικό σήμα ή το όνομα. Με την σύμβαση αυτή ο Franchisor επιδιώκει την δημιουργία ενός όσο το δυνατόν μεγαλύτερου αριθμού σημείων πώλησης των προϊόντων ή των υπηρεσιών του, και ο Franchisee την αποκόμιση κερδών από την εμπορική φήμη, την οργάνωση και την τεχνογνωσία της Franchisor.

5.δ. Το Venture Capital

Το Venture Capital αφορά επενδύσεις συμμετοχής στο κεφάλαιο νέων και μικρών εταιρειών για τις οποίες ο επενδυτής πιστεύει ότι έχουν προοπτικές γρήγορης ανάπτυξης και δημιουργίας κερδών. Η πώληση των μετοχών σε τιμή πολύ μεγαλύτερη από την αξία της αγοράς τους προκαλούν τα αναμενόμενα για τον επενδυτή κέρδη. Στα ελληνικά αποδίδεται με τον όρο Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών.

Η διαφοροποίηση από τις κλασικές επενδύσεις σε συνήθεις χρηματιστηριακούς τίτλους, είναι ότι η τελευταία αφορά μετοχές μεγάλων εδραιωμένων εταιρειών που έχουν εισαχθεί στα κύρια χρηματιστήρια, ενώ το Venture Capital αφορά επενδύσεις σε άγνωστες αναπτυσσόμενες εταιρείες που συνήθως δεν είναι εισαγόμενες σε κανένα χρηματιστήριο.

6. Σύντομη παρουσίαση της πορείας της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και ανάλυση βασικών οικονομικών μεγεθών της από το έτος 1997 έως και το έτος 2004

6.α. Η ταυτότητα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. ιδρύθηκε το 1841 και εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1880. Με 160 πλέον χρόνια επιτυχούς και αδιάλειπτης λειτουργίας στον οικονομικό βίο της χώρας, η Τράπεζα έχει εξελιχθεί σε ένα σύγχρονο και ολοκληρωμένο όμιλο εταιρειών παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καλύπτοντας έτσι τις συνεχώς διευρυνόμενες ανάγκες των πελατών της. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα ίδρυσε το 1891 την Ελληνική Εταιρεία Γενικών Ασφαλίσεων «Η Εθνική» και το 1927 την Εθνική Κτηματική Τράπεζα.

Μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928, η Τράπεζα είχε το εκδοτικό προνόμιο στην Ελλάδα και ήταν υπεύθυνη για την έκδοση του νομίσματος. Το 1953, η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την «Τράπεζα Αθηνών», που είχε ιδρυθεί το 1893. Μέσα στο 1998, η Τράπεζα προέβη στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», η οποία είχε προέλθει από τη συγχώνευση δύο πρώην θυγατρικών της εταιρειών, της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.» και της «Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», με σκοπό την αρτιότερη εξυπηρέτηση των πελατών της στον τομέα της στεγαστικής και κτηματικής πίστης.

Από τον Οκτώβριο 1999, η μετοχή της Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στα τέλη του 2002, η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της «Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως Α.Ε.».

6.β. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

[Ποσά σε εκατ. Ευρώ]

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Σύνολο ενεργητικού	28.768,82	35.488,09	38.087,97	43.399,70	47.846,54	49.161,28	49.116,76	48.302,08
Απαιτήσεις κατά πελατών (μείον προβλέψεις)	6.257,15	9.926,37	11.759,69	14.207,49	15.604,32	17.309,50	19.298,87	23.212,22
Υποχρεώσεις προς πελάτες	23.974,01	31.423,64	32.572,49	36.780,99	40.533,96	36.656,74	35.439,30	37.175,07
Ίδια Κεφάλαια	1.117,75	1.349,50	2.144,31	2.581,60	2.265,74	2.353,16	2.544,57	2.652,16

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

[Ποσά σε εκατ. Ευρώ]

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	2.577,35	3.743,55	3.877,79	3.931,20	2.962,33	2.483,93	2.203,79	2.314,69
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	2.168,74	3.062,32	3.051,55	3.206,23	2.065,17	1.509,94	1.132,02	1.108,92
Έσοδα προμηθειών	293,88	334,51	353,91	282,97	271,74	266,67	303,28	325,08
Έξοδα προμηθειών	23,51	35,72	9,42	47,28	47,20	52,58	86,89	106,82
Έσοδα από τίτλους	43,29	39,80	28,42	70,57	68,49	34,47	33,57	80,10
Αποτελέσματα χρηματ/κών πράξεων	183,75	166,36	365,28	701,02	352,38	88,02	72,76	63,71
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	33,75	32,98	33,08	13,85	15,71	13,95	15,62	14,78
Δαπάνες προσωπικού	420,06	514,60	559,58	568,19	597,63	603,71	602,68	637,15
Άλλα έξοδα διοίκησης	116,88	142,36	161,98	181,18	192,85	213,74	208,15	207,03

ΤΕΛΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

[Ποσά σε εκατ. Ευρώ]

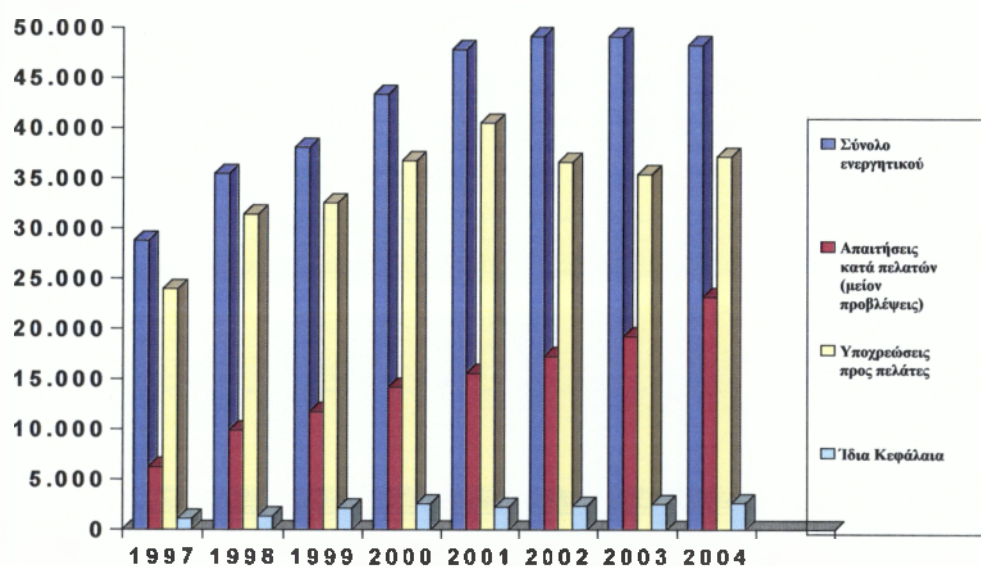
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Αποτελέσματα χρήσεως	104,94	381,98	671,28	874,58	647,49	296,73	408,72	411,23
Φόροι	33,64	192,81	187,89	225,1	177,44	104,44	-176,24	

6.γ. Η ανάλυση βασικών οικονομικών μεγεθών

ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Από την ανάλυση προκύπτουν τα εξής:

ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ



[Ποσά σε εκατ. Ευρώ]

Σύνολο Ενεργητικού

Ο λογαριασμός αυτός από το 1997 μέχρι το 2002 αυξάνεται συνεχώς με σημαντική αύξηση της τάξεως του 70,88% .Στα έτη 2003 και 2004 παρατηρείται μία μικρή μείωση.

Απαιτήσεις κατά πελατών (μείον προβλέψεις)

Και αυτός ο λογαριασμός παρουσιάζει αυξητική τάση με ποσοστό που φτάνει το 2004 σε 208,43% περίπου σε σχέση με το έτος 1997.

Υποχρεώσεις προς πελάτες

Παρατηρείται αύξηση σημαντική με το μεγαλύτερο ποσό να διαμορφώνεται το 2001 σε 40533,96 εκ. ευρώ έναντι 23974,01 το 1997, αύξηση δηλαδή 69% περίπου.

Ίδια Κεφάλαια

Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει γενικά αύξηση για να καταλήξει σε 2652,16 εκ. ευρώ το 2004 έναντι 1117.75 εκ. ευρώ το έτος 1999, αύξηση δηλαδή 137,2%.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

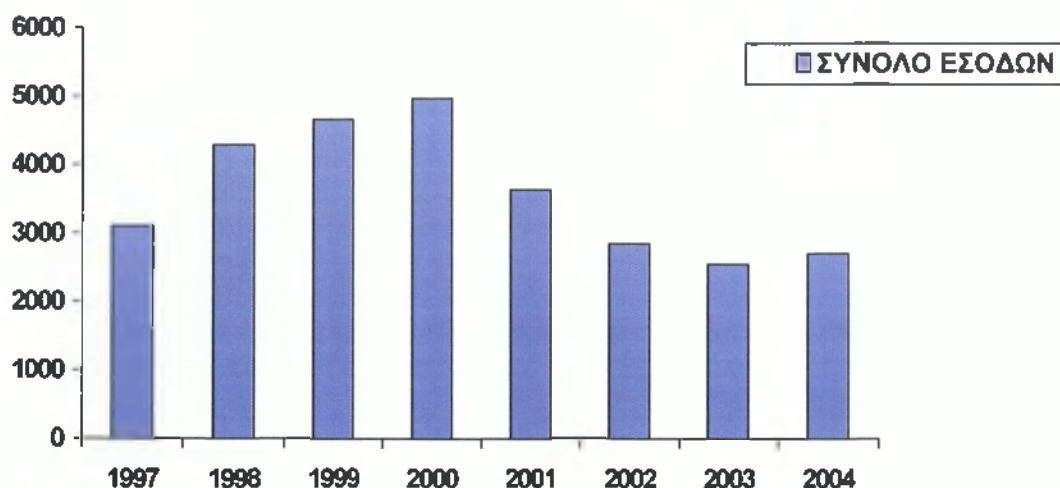
Α. Έσοδα

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	2.577,35	3.743,55	3.877,79	3.931,20	2.962,33	2.483,93	2.203,79	2.314,69
Έσοδα από προμήθειες (εσ. προμηθ. -εξ. Προμηθ.)*	270,37	298,79	344,49	235,69	224,54	214,09	216,39	218,26
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	33,75	32,98	33,08	13,85	15,71	13,95	15,62	14,78
Έσοδα από τίτλους	43,29	39,80	28,42	70,57	68,49	34,47	33,57	80,10
Αποτελέσματα χρηματ/κών πράξεων	183,75	166,36	365,28	701,02	352,38	88,02	72,76	63,71
ΣΥΝΟΛΟ	3108,51	4281,48	4649,06	4952,33	3623,45	2834,46	2542,13	2691,54

*[Ποσά σε εκατ. Ευρώ] * Έσοδα από προμήθειες = έσοδα προμηθειών - έξοδα προμηθειών*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%
Σύνολο εσόδων		37,73%	8,59%	6,52%	-26,83%	-21,77%	-10,31%	5,88%

Ποσοστά μεταβολής σε σχέση με το προηγούμενο έτος



Η αύξηση του **συνόλου εσόδων** από το 1997 ως το 2000 φτάνει το ποσοστό της τάξεως του 59,31% . Στο 2001 παρατηρείται μείωση που αγγίζει το 26,83% σε σχέση με το 2000, η τάση αυτή συνεχίζεται ως το 2003 και στο 2004 παρατηρείται μία μικρή αύξηση.

Οι αλλαγές οφείλονται κυρίως στην αύξηση των **εσόδων από τόκους** όπου τα ποσά αυξάνονται σημαντικά ως το 2000 και των **εσόδων από προμήθειες**, οι οποίες κορυφώνονται το 1999 και στη συνέχεια όμως μειώνονται.

Τα λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης την πρώτη τριετία είναι σχεδόν σταθερά και παρουσιάζουν σημαντική μείωση το 2000 από περίπου 33εκ. ευρώ που βρισκόταν σε 14 εκ. περίπου ποσοστό μείωσης 58,96%.

Αντίθετα **τα έσοδα από τίτλους** αυξάνονται κατά πολύ το 2000 σε σχέση με το 1997 κατά 63,01% και κορυφώνεται το 2004 που φτάνει τα 80,10 εκ. ευρώ.

Τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών πράξεων παίζουν και αυτά μεγάλο ρόλο στη αύξηση του συνόλου των εσόδων το έτος 2000 αφού το ποσό του το έτος αυτό αγγίζει τα 701,02 εκ. ευρώ από 183,75 εκ. που ήταν το 1997 αύξηση δηλαδή της τάξεως 281,5%. Στη συνέχεια παρουσιάζεται και εδώ πολύ σημαντική μείωση ως το 2004 με ποσό που φτάνει τα 63,71 εκ. ποσοστό μείωσης δηλαδή, σε σχέση με το 2000, της τάξεως του 1000% περίπου.

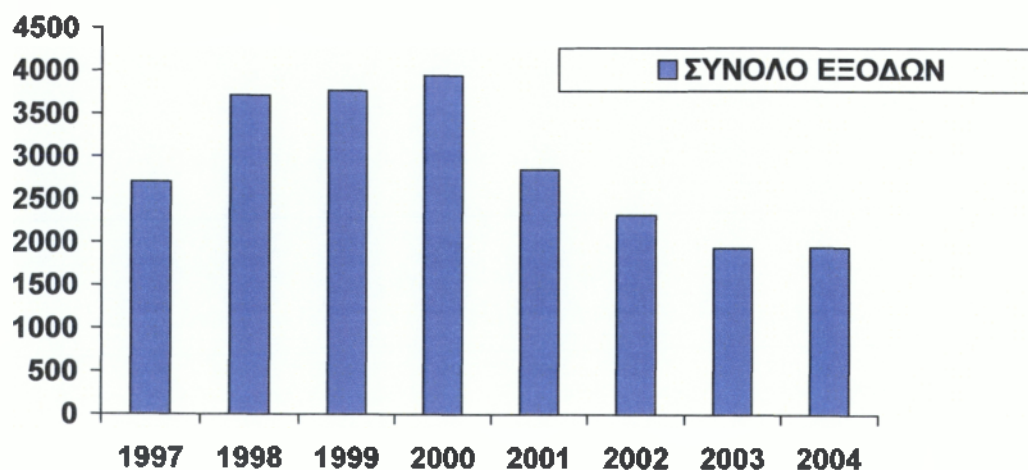
Β. Έξοδα

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	2.168,74	3.062,32	3.051,55	3.206,23	2.065,17	1.509,94	1.132,02	1.108,74
Δαπάνες προσωπικού	420,06	514,60	559,58	568,19	597,63	603,71	602,68	637,19
Άλλα έξοδα διοίκησης	116,88	142,36	161,98	181,18	192,85	213,74	208,15	207,19
ΣΥΝΟΛΟ	2705,68	3719,28	3773,11	3955,60	2855,65	2327,39	1942,85	1953,12

[Ποσά σε εκατ. Ευρώ]

Ποσοστά μεταβολής σε σχέση με το προηγούμενο έτος

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%
Σύνολο εξόδων		37,46%	0,73%	5,83%	-27,48%	-18,01%	-14,72%	1,49%



Στο **σύνολο των εξόδων** παρατηρείται και εδώ αυξητική τάση μέχρι το 2000 με ποσοστό αύξησης σε σχέση με το 1997 που φτάνει το 46,19% . Από το 2001 επέρχεται μειωτική τάση .

Αυτό οφείλεται κυρίως στα **έξοδα από τόκους** όπου παρατηρούνται σημαντικές αλλαγές από το 1997 στο 2004.

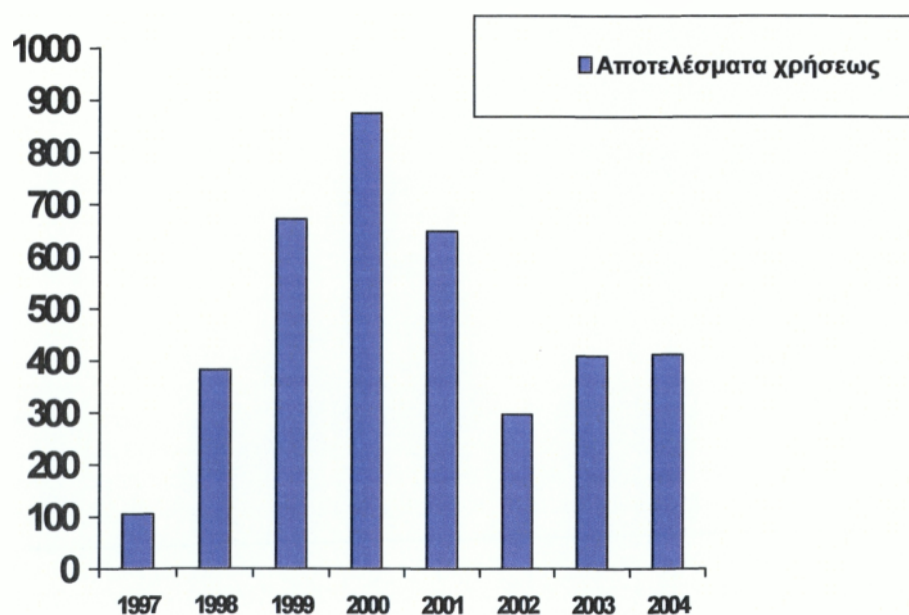
Οι λογαριασμοί **δαπάνες προσωπικού** και **τα άλλα έξοδα διοίκησης** παρουσιάζουν σταθερή αυξητική τάση τα έτη αυτά με σχετικά μικρές και σταθερές αλλαγές στα ποσά τους.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ -ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Αποτελέσματα								
χρήσεως	104,94	381,98	671,28	874,58	647,49	296,73	408,72	411,23

Ποσοστά μεταβολής σε σχέση με το προηγούμενο έτος

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%	Δ%
Αποτελέσματα χρήσεως		264,00%	75,74%	30,29%	-25,97%	-54,17%	37,74%	0,61%

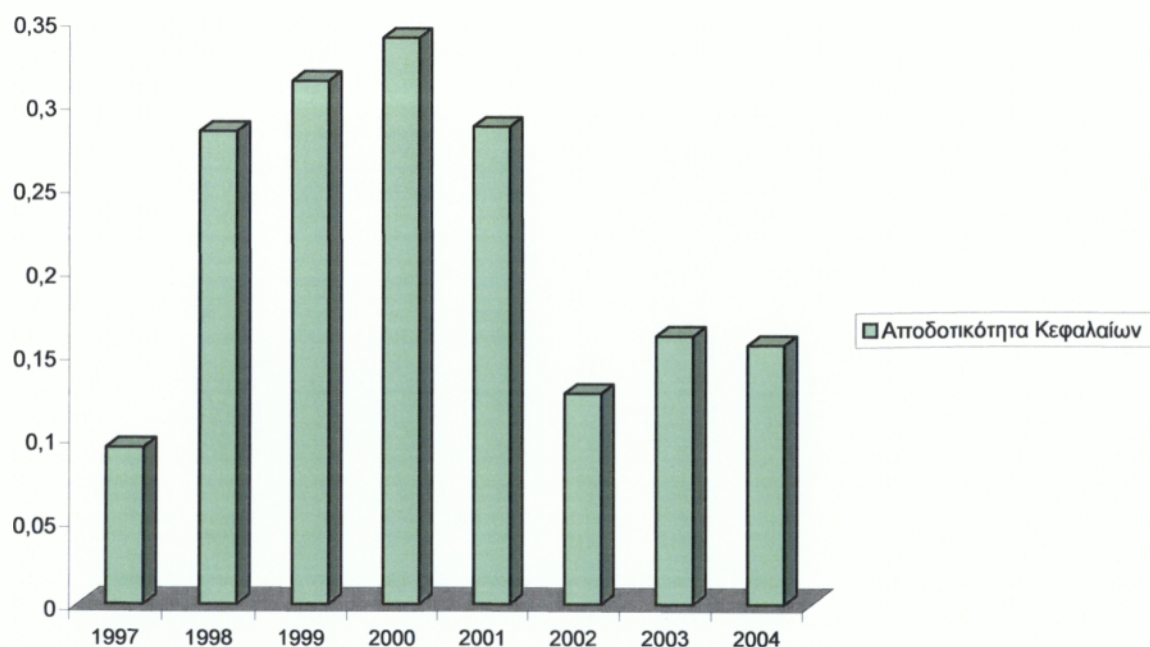


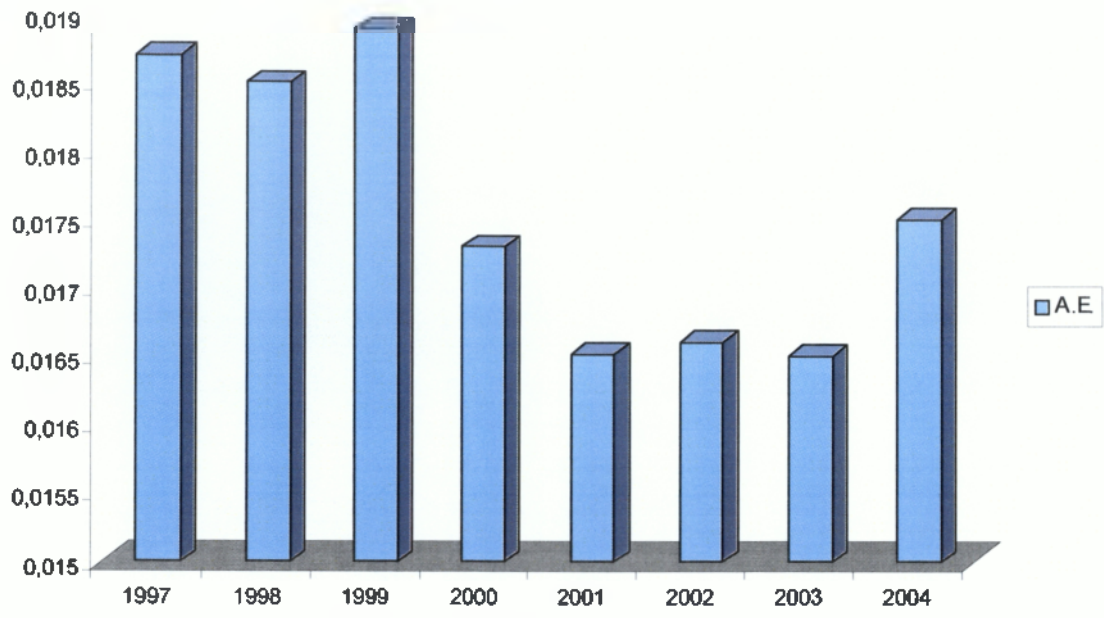
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Αποδοτικότητα Κεφαλαίων = αποτελέσματα Χρήσης/ ίδια κεφάλαια

Αποδοτικότητα Ενεργητικού = δαπάνες + άλλα έξοδα Διοίκησης/ σύνολο ενεργητικού

	1997	1998	1999	2000	201	2002	2003	2004
A.K.	0,0939	0,2831	0,3131	0,3388	0,28577	0,1261	0,1606	0,1551
A.E.	0,0187	0,0185	0,0189	0,0173	0,01652	0,0166	0,0165	0,0175





7. Επίλογος

Η διάρθρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού και η αποτελεσματικότητα του Ελληνικού Τραπεζικού συστήματος έχουν επηρεαστεί καθοριστικά από το κανονιστικό και θεσμικό πλαίσιο που ίσχυε όλα αυτά τα χρόνια. Η κυριαρχία του τραπεζικού συστήματος οδήγησε στην εφαρμογή σχετικά υψηλών απαιτήσεων σε αποθέματα και στις συχνές μεταβολές τους, εν μέρει για την κάλυψη των δανειακών απαιτήσεων του δημοσίου τομέα.

Από ένα καθεστώς πλήρους διοικητικού ελέγχου που αποσκοπούσε στη διοχέτευση της αποταμίευσης σε θεωρούμενες ως στρατηγικής σημασίας επενδύσεις, περιορίζοντας το διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών, έχουμε φθάσει σε μία απελευθερωμένη αγορά με ενισχυμένο το ρόλο των Τραπεζών στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η διαδικασία ανάπτυξης των χρηματιστηριακών προϊόντων αποδίδεται στις συντονισμένες προσπάθειες που έχουν γίνει στα πλαίσια της τεχνολογικής προόδου και του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης, με σκοπό να ικανοποιηθούν οι ιδιώτες – πελάτες τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά κεφαλαίων, η οποία έδωσε σημαντική ώθηση στη δημιουργία και την εξέλιξη των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι εξελίξεις αυτές συνετέλεσαν στο να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα στο χρηματοοικονομικό σύστημα, αφενός ανάμεσα στις τράπεζες και αφετέρου ανάμεσα σε αυτές και στους νεοϊδρυόμενους εξειδικευμένους χρηματοοικονομικούς φορείς που προσφέρουν συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Στα πλαίσια των ανταγωνιστικών συνθηκών για την επικράτηση των νέων χρηματιστηριακών προϊόντων, οι οργανισμοί που τα προσφέρουν χρησιμοποιούν σύγχρονες τεχνικές Marketing και διαφημίσεων, δίνοντας πληροφορίες για τα πλεονεκτήματα και τις υπηρεσίες τους. σκοπός τους είναι να προσελκύσουν το ενδιαφέρον τους. σκοπός τους είναι να προσελκύσουν το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού, το οποίο προβαίνει σε έρευνα αγοράς

για τις δυνατότητες των νέων αυτών προϊόντων, έτσι ώστε να κάνει την κατάλληλη για αυτό επιλογή.

Οι τράπεζες αποτελούν πλέον το βασικό χρηματοδότη της Ελληνικής Οικονομίας, είναι ελεύθερες να ακολουθήσουν την επενδυτική πολιτική, που αυτές θεωρούν ότι εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντά τους και μπορούν πλέον να ανταγωνισθούν τόσο σε επίπεδο τιμών όσο και σε επίπεδο ποιότητας προϊόντων και προσφερόμενων υπηρεσιών.

Ο Ελληνικός τραπεζικός τομέας έχει ήδη την εμπειρία της ανόδου της ζήτησης για χρηματοδοτικά προϊόντα μετά τα ραγδαία αποκλιμάκωση επιτοκίων στη δεκαετία του '90.

8. Βιβλιογραφία

- 1) Βασιλείου Δ., (1993), «Διερεύνηση της κερδοφορίας της Ελληνικής Τραπεζικής Αγοράς», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, α΄ τρίμηνο.
- 2) Γεωργιάδης Σ. Α., (1998), «Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας», Εκδόσεις Σάκκουλα.
- 3) Καπόπουλος Π., Σιώκη Φ., (2002), «Δομή αγοράς συγκέντρωση και αποδοτικότητα στο Ευρωπαϊκό Τραπεζικό σύστημα: μία οικονομετρική διερεύνηση», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, α΄ τρίμηνο.
- 4) Νιάρχος Α. Νικ., (2004), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 7^η έκδοση, εκδόσεις Αθ.Σταμούλης, Αθήνα.
- 5) Νούλας Α., (1999), «Κερδοφορία και αποτελεσματικότητα των Ελληνικών Τραπεζών (1993-1998)», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, γ΄ και δ΄ τρίμηνο.
- 6) Μαλινδρέτου Π. Β., (2002), «Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- 7) Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, (1999), «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια», Εκδόσεις Σάκκουλα.
- 8) Σκουλούδη Ζ., (1993), «Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.
- 9) Σταϊκούρας Χ., Στέλιος Μ., (1999), «Προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας των Ελληνικών Τραπεζικών Ιδρυμάτων», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, γ΄ και δ΄ τρίμηνο.
- 10) Συμιγιάννης Γ., Hardy D., (1998), «Ανταγωνισμός και αποτελεσματικότητα στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο Νο 11.
- 11) Bourke P., (1989), «Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia», Journal of Banking and Finance.

- 12) Campbell T., Kracaw W., (1980), «Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation», *The Journal of finance*.
- 13) Diamond D., (1984), «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *The Review of Economic Studies*.
- 14) Doumpos M., Kosmidou K., Spathis C., (2002), «assessing profitability factors in the Greek Banking system: a multicriteria methodology», *International Transactions in Operational Research* 9.
- 15) Eichengreen B., Gibson H. et al, (2001), «Greek banking at the dawn of the new millennium», in «Greece's economic performance and prospects», *The Brookings Institution, Washington D.C.*
- 16) Hondroyiannis G., Lolos S., Papapetroy E., (1999), «Assessing competitive conditions in the Greek banking system», *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 9.
- 17) Kapopoylos P., (2001), «Concentration, efficiency and bank profitability: evidence from Greece», *Proceedings, 29 Eurobanking Meeting, Ennis, Ireland, 13-16 May.*
- 18) Kosmidou K., Spathis C., (2000), «Euro and profitability of Greek banks», *European Research Studies*.
- 19) Leland H., Pule D., (1977), «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*.
- 20) Merton R., (1995), «A Functional Perspective of Financial Intermediation», *Financial Management*.