

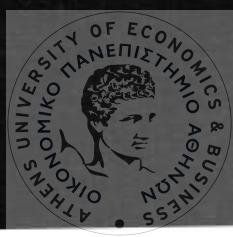
Επιστημονικός Συνέδριος 2005
Αθήνα

Μεταπολιτευτικές Αναδιάρθρωσης
της αναπτυξιακής της
εποχής και στην παγκόσμια
αναπτυξιακή στρατηγικής

ΑΑΡΙΑΠΑΡΑΚΑΡΗ ΝΙΧΑΛΗΣ

Επιστημονική Συνέδριος
Τελετουργική Εκπομπή της Επιτροπής
που επιβλέπει την εργασία της Επιτροπής

ΕΠΙΧΟΔΙΑ ΔΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΗΛΙΖΙΔΗΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΙΑΝΘΙΤΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ





0 000000 547918

KATALOGE

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
78241
Αρ.
ταξ.



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 78241
Αρ.
ταξ.



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 78241
Αρ.
ταξ.



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΩΝ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΜΕ ΥΠΟΤΑΞΗ
ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ (SUBORDINATED DEBT)

ΔΑΡΜΑΡΑΚΗΣ ΜΙΧΑΛΗΣ



Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραίτητων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
Ιανουάριος, 2005





ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Εγκρίνουμε τη διατριβή του : ΔΑΡΜΑΡΑΚΗ ΜΙΧΑΛΗ

αθ. 162

αθ. 163

αθ. 164

- 1.1 Απόστολος Κωνσταντίνος Λαζαρίδης
- 1.2 Δημήτρης Σταύρου
- 1.3 Αντώνης Καραντάκης

A. V.

ΥΠΟΓΡΑΦΗ

**ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**

- 2.1 Γεώργιος Καραντάκης
- 2.2 Μιχαήλ Δαρμαράκης
- 2.3 Πρόεδρος αποκλειστικής επιτροπής

ΥΠΟΓΡΑΦΗ

**ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**

- 3.1 Γεώργιος Τσακαλάς Ε.Π.Α. ως Τραπέζη Διεύθυνση Ανταποκρίσεων για διεργαστική παραδίδοση
- 3.2 Γεώργιος Τσακαλάς Ε.Π.Α. ως Τραπέζη Διεύθυνση Ανταποκρίσεων για διεργαστική παραδίδοση
- 3.3 Διοικητής Επιχείρησης, οποιας ονοματεπώνυμος θα αποδοθεί στην παραδίδοση

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ

28/1/2005

- 4.1 Βιβλιοθήκη της Επιχείρησης, πανεπιστημιακή ημερομηνία
- 4.2 Αθέριση της βιβλιοθήκης, πανεπιστημιακή ημερομηνία
- 4.3 Έπιστρεψη της βιβλιοθήκης την ίδιη ημέρα
- 4.4 Επίδειξη της κατανόησης των δραστηριοτήτων
- 4.5 Αποδίκτυο, Κατατέλλοιτο
- 4.6 Μετατροπή της αποδίκτυος πανεπιστημιακών μετρητών

αθ. 22 - 23

- 5.1 Η ΑΔΕ της SND δε τη δίνει δικαιοδότηση

- 5.1.1 Επιτρεπτή παρέμβαση της ΑΔΕ της SND





ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ:

Περίληψη - Εισαγωγή

σελ. 1 - 2

Μέρος Πρώτο: Θεωρητική Ανάλυση

1. Λόγοι Ρυθμιστικής Παρέμβασης

σελ. 3 - 5

- 1.1 Αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης
- 1.2 Συστημικός κίνδυνος
- 1.3 Κρατική προστασία των τραπεζών

2. Προβλήματα από την ισχύουσα προσέγγιση της τραπεζικής εποπτείας σελ. 6 - 8

- 2.1 Ηθικός κίνδυνος
- 2.2 Μείωση κινήτρων για άσκηση εποπτείας
- 2.3 Πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου

3. Δυνάμεις της αγοράς για την εποπτεία των τραπεζών σελ. 9 - 13

- 3.1 Ρόλος των μηχανισμών της αγοράς στην άσκηση εποπτείας
- 3.2 Επιλογή της βέλτιστης κατηγορίας επενδυτών για την άσκηση εποπτικού ελέγχου

4. Το Χρέος με Υπόταξη Εξόφλησης (SND) ως εργαλείο εποπτικής και ρυθμιστικής παρέμβασης σελ. 14 - 18

- 4.1 Θεσμικό πλαίσιο Η.Π.Α. και Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών
- 4.2 Κυριότερες πρωτογενείς αγορές SND
- 4.3 Μακροχρόνιες τάσεις στις κύριες αγορές

5. Αντικειμενικοί στόχοι της έκδοσης SND σελ. 19 - 21

- 5.1 Βελτίωση της άμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς
- 5.2 Αύξηση της έμμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς
- 5.3 Βελτίωση της διαφάνειας των τραπεζών
- 5.4 Επέκταση της προστασίας του Οργανισμού Ασφάλισης Καταθέσεων
- 5.5 Μείωση της ανοχής των ρυθμιστικών αρχών

6. Η Αξία του SND με τη χρήση Δικαιωμάτων σελ. 22 - 28

- 6.1 Θεωρητικό πλαίσιο και ιδιότητες του SND



7. Κύρια θέματα συζήτησης αναφορικά με την έκδοση SND

σελ. 29 - 35

- 7.1 Σε ποιές τράπεζες μπορούν να εφαρμοστούν οι προτάσεις για την έκδοση SND;
- 7.2 Αποτελεί το SND αξιόπιστη ένδειξη παρέμβασης για τις ρυθμιστικές αρχές;
- 7.3 Μπορεί το SND να αντικαταστήσει το μετοχικό κεφάλαιο στην κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών;
- 7.4 Ποιο είναι το καταλληλότερο επίπεδο έκδοσης SND;
- 7.5 Ποια μορφή τραπεζικού οργανισμού πρέπει να εκδίδει το SND;
- 7.6 Πρέπει να εφαρμόζονται περιορισμοί στη χρονική διάρκεια του SND;

8. Προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND

σελ. 36 - 43

- 8.1 Προτάσεις Πρώτης Γενιάς
- 8.2 Προτάσεις Δεύτερης Γενιάς
- 8.3 Προτάσεις Τρίτης Γενιάς

Μέρος Δεύτερο: Εμπειρική Ανάλυση

σελ. 44 - 61

9. Εμπειρική Έρευνα

- 9.1 Επισκόπηση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με το SND
- 9.2 Θεωρητικό πλαίσιο και μεθοδολογία
- 9.3 Συλλογή δεδομένων και περιγραφή στοιχείων
- 9.4 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας
- 9.5 Σύγκριση με αποτελέσματα της βιβλιογραφίας

Επίλογος και Συμπεράσματα

σελ. 62 - 63

Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

σελ. 64 - 69

Παράρτημα

σελ. 70 - 75



Περίληψη: Ηέτοντας ως αντικειμενικό στόχο τον αποτελεσματικό έλεγχο του κινδύνου των τραπεζών μέσα από μηχανισμούς της αγοράς, η πρόσφατα αναθεωρημένη Συνθήκη της Βασιλείας και το νομοθετικό διάταγμα Gramm-Leach-Bliley Act τονίζουν τη σημασία του Χρέους με Υπόταξη Εξόφλησης (SND) προς αυτήν την κατεύθυνση. Η εργασία αυτή συμβάλλει στη βιβλιογραφία παρουσιάζοντας τις προτάσεις έκδοσης SND και τις κριτικές που τις συνοδεύουν, διεξάγοντας παράλληλα μια εμπειρική έρευνα για την τεκμηρίωση της θεωρίας. Εξετάζοντας τη σχέση κινδύνου και SND των μεγαλύτερων BHCs των Η.Π.Α για το τελευταίο τρίμηνο του 2003 διαπιστώνουμε την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι υψηλότερα επίπεδα έκδοσης SND μειώνουν τον τραπεζικό κίνδυνο, δικαιολογώντας το έντονο ενδιαφέρον των εποπτικών αρχών και τραπεζών για το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό εργαλείο.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα κυριότερα θέματα που απασχολούν το χρηματοοικονομικό κόσμο τα τελευταία χρόνια είναι ο ρόλος των μηχανισμών της αγοράς ως αποτελεσματική ένδειξη ρυθμιστικής πολιτικής και παρέμβασης. Ειδικότερα στον τραπεζικό κλάδο, ο οποίος χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, αδιαφάνεια και πολυπλοκότητα των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, η ρυθμιστική παρέμβαση από τις εποπτικές αρχές κρίνεται επιτακτική. Η σπουδαιότητα του τραπεζικού κλάδου για την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία, καθώς και οι αρνητικές επιπτώσεις που μπορεί να επιφέρει η πτώχευση των μεγάλων χρηματοοικονομικών οργανισμών, τον αναδεικνύουν ως τον πιο εκτενώς ρυθμιζόμενο κλάδο της παγκόσμιας οικονομίας.

Οι δύο τελευταίες δεκαετίες έχουν να μας επιδείξουν πολλές μεταρρυθμίσεις και αλλαγές που αποσκοπούν στη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας, με κύριους εκφραστές αυτών την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements)¹ και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Federal Reserve)² των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Η ανάπτυξη χρηματοοικονομικών και τεχνολογικών καινοτομιών και η δραστηριοποίηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στο παγκόσμιο οικονομικό στερέωμα, ώθησε τις εποπτικές αρχές να αναλύσουν εκτενέστερα τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τους μηχανισμούς της αγοράς ως εργαλεία ρυθμιστικής πολιτικής και παρέμβασης για τον έλεγχο κυρίως των μεγάλων τραπεζικών οργανισμών. Χαρακτηριστικά, η πρόσφατα αναθεωρημένη συνθήκη της Βασιλείας (Basel II) που υπεγράφη τον Ιανουάριο του 2001, παραθέτει τη σημασία των μηχανισμών της αγοράς για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας ως έναν από τους τρεις πυλώνες (pillars) που αποτελούν το Διεθνές Ρυθμιστικό Πλαίσιο³.

¹ www.bis.org

² www.federalreserve.gov

³ Basel Committee on Banking Supervision, January 2001. "The New Basel Capital Accord" Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

Η πλέον δεσπόζουσα πρόταση για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας μέσω των μηχανισμών της αγοράς είναι η υποχρεωτική έκδοση Χρέους με Υπόταξη Εξόφλησης (SND) στο ευρύ επενδυτικό κοινό από τους μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς. Οι προτάσεις για τη θέσπιση έκδοσης ενός υποχρεωτικού επιπέδου SND επιδιώκουν να δημιουργήσουν μια τάξη πιστωτών οι οποίοι δεν καλύπτονται από οποιαδήποτε κρατική εγγύηση, δεν προσδοκούν υψηλότερες αποδόσεις στην περίπτωση που αυξήθει ο κίνδυνος των τραπεζών, και οι οποίοι υπάγονται σε απώλειες της θέσης τους σε περίπτωση χρεοκοπίας. Σε περίπτωση πτώχευσης οι δικαιούχοι του SND αποζημιώνονται μόνο αν όλοι οι υπόλοιποι δικαιούχοι, συμπεριλαμβανομένων τόσο των ασφαλισμένων όσο και των ανασφάλιστων καταθετών, λάβουν πλήρη αποζημίωση. Κατά συνέπεια, η θέση του SND στην κατάταξη των απαιτήσεων των πιστωτών ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού αυξάνει τη δριμύτητα των απωλειών που υπάγονται οι κάτοχοι του. Η θέση αυτή ακριβώς στην κατάταξη των απαιτήσεων δίνει στους κατόχους του SND και το κίνητρο για εποπτεία μέσω των μηχανισμών της αγοράς. Αυτή η κατηγορία πιστωτών παρουσιάζει σημαντικό κίνητρο να ελέγχει, να επιβλέψει και να τιμολογήσει τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τραπεζικοί οργανισμοί.

Οι κύριοι εκφραστές των προτάσεων αυτών υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις του SND μπορούν να αποτελέσουν σαφή εικόνα της αγοράς για τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει κάθε τραπεζικός οργανισμός⁴, όπως επίσης και ότι υψηλότερα επίπεδα έκδοσης SND από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς να παράγει ενδείξεις που ενθαρρύνουν τη ρυθμιστική παρέμβαση, κάνοντας το κόστος των τραπεζών πιο ευαίσθητο στον κίνδυνο. Επισημαίνουν ακόμη ότι το SND αποτελεί μία έξτρα προστασία για τα ταμεία εγγύησης καταθέσεων, καθώς και για τους ανασφάλιστους καταθέτες των τραπεζών.

Οι υποστηρικτές αυτών των προτάσεων πιστεύουν ότι, ελλείψει των μηχανισμών της αγοράς και παράβλεψης των ενδείξεων που προσφέρει το SND, οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να βασιστούν κυρίως σε επιθεωρήσεις για να ελέγχουν τον τραπεζικό κίνδυνο, οι οποίες είναι περισσότερο δαπανηρές και πιθανότατα αμφίβολης επιτυχίας. Κατανοώντας τη δυναμική αυτή που προσδίδει το SND στη σύγχρονη τραπεζική εποπτεία, το νομοθετικό διάταγμα με την επωνυμία Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) που υπογράφτηκε στην Αμερική στις 12 Νοεμβρίου 1999 προτρέπει την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και το Υπουργείο Οικονομικών να μελετήσουν τα πλεονεκτήματα της πρότασης για επιβολή ενός υποχρεωτικού επιπέδου SND στα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας.

Οι μέχρι σήμερα αναλύσεις υποδεικνύουν ότι η πρόταση για την υποχρεωτική έκδοση SND θα αυξήσει οριακά μόνο την εναισθησία των μεγάλων τραπεζών απέναντι στον κίνδυνο. Παρ' όλα αυτά, πηγάζουν σημαντικά πλεονεκτήματα από την έκδοση SND ως μηχανισμού της αγοράς για την εποπτεία των τραπεζών. Η ολοκληρωτική εφαρμογή της αναθεωρημένης Συνθήκης της Βασιλείας από το 2007 για τις τράπεζες που υιοθετούν τα πρότυπα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, καθιστά απαραίτητη την έγκαιρη ενασχόληση και εναρμόνιση των ελληνικών εποπτικών αρχών και τραπεζών με τις σύγχρονες τάσεις και εξελίξεις της παγκόσμιας οικονομίας.

⁴ Covitz D.M. and Harrison P., 2003. Do Banks Strategically Time Public Bond Issuance because of Accompanying Disclosure, Due Diligence, and Investor Scrutiny ?, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2003-37.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΛΟΓΟΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ

Παρά το μεγάλο αριθμό απορυθμίσεων και αλλαγών των τελευταίων δεκαετιών, ο τραπεζικός κλάδος παραμένει ακόμα ένας από τους πιο έντονα ρυθμιζόμενους κλάδους της παγκόσμιας οικονομίας. Οι λόγοι για τους οποίους διατηρείται η έντονη εποπτεία και επίβλεψη, έγκεινται στις επώδυνες επιπτώσεις που επιφέρουν οι πτωχεύσεις μεγάλων τραπεζικών οργανισμών και στην προσπάθεια των εποπτικών αρχών να τις αποτρέψουν, καθώς ο οικονομικός σεισμογράφος έχει καταγράψει ισχυρές δονήσεις με σοβαρό αντίκτυπο στα θεμέλια της παγκόσμιας οικονομίας προερχόμενες από το συγκεκριμένο κλάδο⁵. Οι κυριότεροι παράγοντες που διαφοροποιούν τον τραπεζικό κλάδο από τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας και καθιστούν επιτακτική την παρέμβαση των εποπτικών αρχών είναι οι εξής:

1.1 Αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης

Οι τραπεζικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης λόγω της μονοδικής κεφαλαιακής δομής που τους διακρίνει. Κύριο χαρακτηριστικό της κεφαλαιακής δομής των τραπεζών αποτελεί η χαμηλή αναλογία μετοχικού κεφαλαίου ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχουν στη διάθεσή τους σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις. Εφ' όσον το 90% περίπου της χρηματοδότησης των τραπεζών προέρχεται κυρίως από έκδοση μακροχρόνιου και βραχυχρόνιου χρέους⁶, οι συγκεκριμένοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί καθίστανται ιδιαίτερα ευπαθείς καθώς η απορρόφηση έκτακτων ζημιών από το περιορισμένο μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να οδηγήσει ευκολότερα στην πτώχευση.

Εξίσου σημαντικός παράγοντας που μπορεί επίσης να οδηγήσει στην πτώχευση αποτελεί το άνοιγμα λήξης (maturity gap) που χαρακτηρίζει τους ισολογισμούς των τραπεζικών οργανισμών⁷. Καθώς ένα μεγάλο ποσοστό των υποχρεώσεων των τραπεζών αποτελείται από βραχυχρόνιες καταθέσεις και το μεγαλύτερο ποσοστό των απαιτήσεων αποτελείται από εμπορικά και ενυπόθηκα δάνεια μακροχρόνιας λήξης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν την πιθανότητα μαζικών αναλήψεων (run on a bank). Σε περίπτωση που οι καταθέτες προβούν σε μαζικές αναλήψεις των καταθέσεων τους, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν άμεσο πρόβλημα ρευστότητας, το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε αναγκαστική ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων ή κερδοφόρων επενδύσεων. Το σύνολο των καταθετών χαρακτηρίζεται από το κλασσικό “δίλημμα του φυλακισμένου” (prisoner's dilemma)

⁵ Άξιο αναφοράς είναι το βιβλίο που εκδόθηκε από τον αμερικανικό ασφαλιστικό φορέα εγγύησης καταθέσεων (FDIC) το 1998 με τίτλο “History of the Eighties-Lessons for the Future: An examination of the Banking Crisis of the 1980's and Early 1990's”, το οποίο περιλαμβάνει όλες τις μεγάλες τραπεζικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών.

⁶ Ιστορικά στοιχεία που αντλούνται από μία έρευνα της Helen A. Garten (1991) παρουσιάζουν ότι στην Αμερική το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μειώθηκε στο 4% ως τα τέλη του 1970, από το επίπεδο του 15% που ήταν το 1933.

⁷ Το άνοιγμα λήξης μπορεί να περιοριστεί με την χρησιμοποίηση σύγχρονων χρηματοοικονομικών τεχνικών, όπως αναφέρεται στο βιβλίο των A. Saunders και M. Cornett “Financial Institutions Management: A Risk Management Approach” που εκδόθηκε το 2003, στις σελ. 174-183.

όταν ένας τραπεζικός οργανισμός βρίσκεται στα πρόθυρα χρεοκοπίας, καθώς είναι προτιμότερο να μην προβεί στην ανάληψη των καταθέσεων του από την προβληματική τράπεζα το συντομότερο δυνατόν, μολονότι έτσι εξασφαλίζεται απέναντι στην πιθανότητα απώλειας των χρημάτων του σε περίπτωση πτώχευσης του οργανισμού.

Τέλος, καθώς η νέα Συνθήκη της Βασιλείας δίνει τη δυνατότητα στους τραπεζικούς οργανισμούς να εκτιμούν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν και τα επίπεδα κεφαλαιακής τους επάρκειας βασιζόμενοι σε εσωτερικές διαδικασίες (Internal Ratings-Based Approaches)⁸, έτσι ώστε κάθε τράπεζα να μπορεί να χρησιμοποιεί τις δικές της εκτιμήσεις για τον συνολικό της κίνδυνο, η εφαρμογή ελέγχων από τις εποπτικές αρχές κρίνεται απαραίτητη για την επίτευξη σταθερότητας στο τραπεζικό σύστημα⁹.

1.2 Συστημικός κίνδυνος

Έπειτα από το μεγάλο αριθμό απορυθμίσεων στον τραπεζικό κλάδο, την ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και την ολοκλήρωση των χρηματαγορών παγκοσμίως, η μετάδοση των επιπτώσεων μίας τραπεζικής κατάρρευσης σε ολόκληρη την οικονομία καθίσταται εντονότερη και απαιτεί την άμεση παρέμβαση του κρατικού μηχανισμού για τον περιορισμό της. Η πιθανότητα πτώχευσης ενός μεγάλου τραπεζικού οργανισμού λαμβάνεται σοβαρά υπόψη όχι μόνο λόγω του ενδεχομένου να ζημιώσει άλλες υγιείς και σωστά διοικούμενες τράπεζες, αλλά και λόγω της πιθανής επέκτασης του προβλήματος σε όλο το τραπεζικό σύστημα και στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον¹⁰.

Παραδείγματος χάρη, η μαζική ανάληψη των καταθέσεων από μία τράπεζα μπορεί να πανικοβάλλει και τους καταθέτες σε άλλες τράπεζες της ίδιας γεωγραφικής περιοχής, ακόμη και σε εθνικό επίπεδο, αυξάνοντας τη δριμύτητα των επιπτώσεων. Μία σπασμωδική αντίδραση των καταθετών, μια μεταβολή στη χρονική διάρθρωση των επιτοκίων καθώς και άλλοι απρόβλεπτοι παράγοντες, μπορεί να οδηγήσουν ακόμα και σε κατάρρευση του Συστήματος Εγγύησης Καταθέσεων (Σ.Ε.Κ). Χαρακτηριστικά, το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε στην περίπτωση των αποταμιευτικών ιδρυμάτων (Savings Institutions) στην αμερικανική οικονομία. Ο μεγάλος αριθμός κατάρρευσης των συγκεκριμένων τραπεζικών ιδρυμάτων το 1988 και 1989 οδήγησε σε χρεοκοπία τον κρατικό φορέα (FSLIC) που είχε αναλάβει την ασφάλισή τους, με συνέπεια τη διάλυση του οργανισμού και τη δημιουργία ενός νέου κάτω από την επίβλεψη της FDIC, με σοβαρό αντίκτυπο όμως στην αμερικανική οικονομία.

⁸ Μια περίληψη αυτής της προσέγγισης παρουσιάζεται στη συμπληρωματική έκθεση της Τράπεζας Διεθνών διακανονισμών Basel Committee on Banking Supervision, April 2003. “Overview of the New Basel Capital Accord: Consultative Document”, στις παραγράφους 18 έως 33.

⁹ Kupiec P., September 2002. “Internal Models, Subordinated Debt, and Regulatory Capital Requirements for Bank Credit Risk”, Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund Working Paper 02/157.

¹⁰ Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Ιαπωνική οικονομία, όπως αναφέρεται στο άρθρο του περιοδικού The Economist με τίτλο “And it Finally Came to Tears” στις 27 Νοεμβρίου 1997, όπου περιγράφεται πώς η επέκταση των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα επηρέασαν όλη την οικονομία της χώρας.

1.3 Κρατική προστασία των τραπεζών

Προκειμένου να αποτρέψουν τις πτωχεύσεις των μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και πολλές χώρες εντός και εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιούργησαν προστατευτικά πλαίσια (safety net) γύρω από τις τραπεζικές καταθέσεις, με κύριο στόχο την αποφυγή μαζικών αναλήψεων και πανικού των καταθετών σε περιόδους κρίσεων. Τα πλαίσια αυτά, τα οποία ουσιαστικά αποτελούν διαφορετικά Σ.Ε.Κ., προσδίδουν στις κυβερνητικές αρχές το ρόλο ενός ασφαλιστικού φορέα που εγγυάται τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος, περιλαμβάνει ασφάλιση των καταθετών έως ένα ορισμένο επίπεδο καταθέσεων¹¹, παρέχει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τη δυνατότητα έκτακτου δανεισμού (discount window) από την Κεντρική Τράπεζα για την αντιμετώπιση βραχυχρόνιων προβλημάτων ρευστότητας, και εγγυάται την πραγματοποίηση των πληρωμών μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων.

Συμπεράσματα

Η ασφάλιση των καταθέσεων εκμηδενίζει το “δίλημμα του φυλακισμένου” που αντιμετωπίζουν οι καταθέτες σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, καθώς το Σ.Ε.Κ. εγγυάται ως ένα ορισμένο ποσό την καταβολή των καταθέσεων ανεξάρτητα από τη χρηματοοικονομική κατάσταση του ιδρύματος¹². Επίσης, η πρόσβαση των τραπεζών στα κεφάλαια της Κεντρικής Τράπεζας απομακρύνει την πιθανότητα αναγκαστικής ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων για την αντιμετώπιση απρόσμενων μαζικών αναλήψεων ή έκτακτων λειτουργικών προβλημάτων. Τέλος, εξίσου σημαντική για τη ρευστότητα του συστήματος και τη διεκπεραίωση των συναλλαγών είναι η εγγύηση της πραγματοποίησης των πληρωμών, ελλείψει της οποίας ακόμη και υγιείς τράπεζες μπορεί να οδηγηθούν στη χρεοκοπία.

¹¹ Στην αμερικανική οικονομία, ο κρατικός ασφαλιστικός οργανισμός (FDIC) εγγυάται την ασφάλιση των καταθετών μέχρι του ποσού των εκατό χιλιάδων δολαρίων, ενώ το Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης θέτει ως ελάχιστο όριο κάλυψης το ποσό των είκοσι χιλιάδων ευρώ.

¹² Το παρελθόν έχει δείξει ότι κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα συμβαδίζουν με την μη ύπαρξη ενός προστατευτικού πλαισίου για τις τραπεζικές καταθέσεις από το κράτος, όπως αναφέρεται στην έρευνα των Macey & Miller τον Οκτώβριο του 1988 ‘Bank Failures, Risk Monitoring and the Market for Bank Control, Columbia Law Review 88, σελ. 1153-1226’.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

Μολονότι το ρυθμιστικό πλαίσιο για την προστασία των καταθετών συμβάλλει στη μακροχρόνια σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος μέσω της ασφάλισης των ιδιωτικών κεφαλαίων και της αποτροπής των επενδυτών να προβούν σε μαζικές αναλήψεις ώστε να προκαλέσουν κρίσεις ρευστότητας, συντελεί ταυτόχρονα και στη δημιουργία τριών σημαντικών προβλημάτων.

2.1 Ηθικός κίνδυνος

Βασικό μειονέκτημα του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου αποτελεί το γεγονός ότι δημιουργεί κίνητρα για ανάληψη υπερβολικών κινδύνων από τους μετόχους και τα διοικητικά στελέχη των τραπεζών. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση αντιμετωπίζει την πιθανότητα μιας οικονομικής απώλειας, λαμβάνει μέτρα για την αποφυγή αυτής της ζημιάς, είτε μειώνοντας τον κίνδυνο είτε περιορίζοντας τη θέση της στην συγκεκριμένη δραστηριότητα. Αυτό δεν ισχύει όμως για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς η ασφάλιση των καταθέσεων από τα Σ.Ε.Κ. δεν προσφέρει κίνητρα για λήψη μέτρων ώστε να αποφευχθεί μια ενδεχόμενη ζημία. Οι τραπεζικοί οργανισμοί τείνουν να αναλαμβάνουν υψηλότερους κινδύνους που αποφέρουν και υψηλότερες αποδόσεις, δεδομένου ότι σε περίπτωση ζημιάς δε θα υποστούν το κόστος, το οποίο μεταφέρεται στον αρμόδιο φορέα που αναλαμβάνει την ασφάλιση των καταθετών. Ακριβώς αυτή η έλλειψη κινήτρων να περιοριστεί ο υπέρμετρος κίνδυνος λόγω του προστατευτικού πλαισίου των καταθετών, εκφράζει το πρόβλημα του “ηθικού κινδύνου” (moral hazard)¹³.

Η επίλυση του προβλήματος του “ηθικού κινδύνου” απαιτεί τη λήψη μέτρων, όπως παραδείγματος χάρη τη συχνή εφαρμογή ελέγχων από τις εποπτικές αρχές, την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση απόκλισης από τα καθορισμένα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας και την εγγύηση των καταθέσεων σύμφωνα με τον κίνδυνο των τραπεζών (risk-based approach), όπως επίσης και την πειθάρχηση των οργανισμών μέσω ανασφάλιστων υποχρεώσεων, όπως το SND¹⁴.

2.2 Μείωση κινήτρων για άσκηση εποπτείας

Εξίσου σημαντικό πρόβλημα αποτελεί το γεγονός ότι το κρατικό “δίχτυ ασφαλείας” εξαλείφει τα κίνητρα του ιδιωτικού τομέα για έλεγχο και εποπτεία, λόγω της εξασφάλισης που προσφέρει στους πιστωτές. Οι πιστωτές επιχειρήσεων εκτός του

¹³ Όπως αναφέρεται σε μία έρευνα από τον Blum J. το 2002, αν οι τραπεζικές καταθέσεις είναι ανασφάλιστες και οι πιστωτές έχουν τη δυνατότητα να εκτιμούν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν ένας οργανισμός, τότε οι τράπεζες δε θα αναλαμβάνουν υψηλότερο κίνδυνο. Σε αυτήν την περίπτωση, επιτυγχάνεται αποτελεσματικός έλεγχος του κινδύνου μέσω των μηχανισμών της αγοράς και δεν παρατηρείται το πρόβλημα του “ηθικού κινδύνου”.

¹⁴ Episcopos, A., 2004. “The Implied Reserves of the Bank Insurance Fund”, Journal of Banking and Finance 28, 1617-1635.

τραπεζικού κλάδου είναι η κατηγορία των επενδυτών με τη μεγαλύτερη αποστροφή στον κίνδυνο, καθώς προσδοκούν μια σταθερή απόδοση επί της αρχικής τους επένδυσης, και δεν αναμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε περίπτωση αύξησης του κινδύνου μιας επιχείρησης. Αντιθέτως, επιθυμούν όσο το δυνατόν μικρότερη έκθεση της επιχείρησης στον κίνδυνο, ώστε να αποφευχθεί η πιθανότητα πτώχευσης και το ενδεχόμενο να μην είναι εφικτή η αποπληρωμή του αρχικού ποσού της επένδυσης και των τόκων που τους αντιστοιχούν. Για το λόγο αυτό οι πιστωτές έχουν σημαντικά κίνητρα να ελέγχουν και να εποπτεύουν τις επιχειρήσεις στις οποίες έχουν εναποθέσει τα κεφάλαιά τους.

Σε αντιδιαστολή με τους πιστωτές, όσον αφορά την αποστροφή στον κίνδυνο, βρίσκονται οι μέτοχοι και τα διοικητικά στελέχη των εταιρειών -οι οποίοι πολλές φορές είναι και οι ίδιοι μέτοχοι- καθώς αποσκοπούν σε υψηλότερα μερίσματα, κεφαλαιακά κέρδη και μεγαλύτερες αποζημιώσεις αν οι επενδύσεις υψηλού ρίσκου αποβιούν κερδοφόρες. Παρ' όλα αυτά, οι μέτοχοι πρέπει να λάβουν υπόψη τους και τις προτιμήσεις των πιστωτών για τον κίνδυνο της επιχείρησης και να μην προβούν σε αβέβαια επενδυτικά σχέδια. Μια επιχείρηση που έχει τη φήμη ότι αναλαμβάνει υπερβολικό κίνδυνο και χαρακτηρίζεται από μη αποτελεσματική χρηματοοικονομική διοίκηση συνήθως αναγκάζεται να πληρώσει μεγαλύτερα ασφάλιστρα στην αγορά για την έκδοση νέων δανείων, ή σε πιο ακραίες περιπτώσεις πιθανόν να παρουσιάσει μακροχρόνια προβλήματα χρηματοδότησης που μπορούν να οδηγήσουν στην κατάρρευση της επιχείρησης.

Στον τραπεζικό κλάδο όμως τα κίνητρα των πιστωτών δε συμπίπτουν με αυτά των ομολόγων τους στους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας. Η ασφάλιση των καταθέσεων -οι οποίες αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των τραπεζικών υποχρεώσεων- από έναν κρατικό ή ιδιωτικό οργανισμό ανατρέπει τα δεδομένα. Οι καταθέτες όχι μόνο έχουν πλέον ελάχιστα κίνητρα να προστατεύσουν τα κεφάλαιά τους απέναντι στον υπερβολικό κίνδυνο παρατηρώντας τις επενδύσεις και τις στρατηγικές κινήσεις των τραπεζών, αλλά στερούνται κινήτρων να εποπτεύσουν τα διοικητικά στελέχη για πιθανές καταχρήσεις και κακή διαχείριση¹⁵. Μερικές έρευνες μάλιστα έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι αρκετές πτωχεύσεις οφείλονται σε μη αποτελεσματικές διοίκησεις και σε υποθέσεις απάτης που εμπλέκουν διοικητικά στελέχη τραπεζών¹⁶. Η απουσία επαρκούς ελέγχου από τους πιστωτές επιτρέπει στους μετόχους και τα διοικητικά στελέχη να αναλαμβάνουν θέσεις με υψηλότερο κίνδυνο, με την πεποίθηση ότι οι καταθέτες δε θα ζητήσουν μεγαλύτερα ασφάλιστρα για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μια τράπεζα υψηλότερου κινδύνου¹⁷. Συνεπώς, οι εκάστοτε οργανισμοί εγγύησης καταθέσεων αναλαμβάνουν τη θέση που κατέχουν οι πιστωτές στους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας, με κύριο μέλημά τους τον έλεγχο και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ώστε να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα που προκύπτουν από την ισχύουσα προσέγγιση της τραπεζικής εποπτείας.

¹⁵ Ακόμη και η μεγάλη κατηγορία των ανασφάλιστων καταθετών δεν έχει κίνητρα για έλεγχο των τραπεζικών οργανισμών, καθώς όπως προκύπτει από ιστορικά στοιχεία στην Αμερική η FDIC έχει αποπληρώσει το 99.5% των μεγάλων καταθετών στο παρελθόν, ποσοστό που καθιστά ασήμαντο τον κίνδυνο μη αποπληρωμής των τραπεζικών καταθέσεων.

¹⁶ Graham, F. and Horner J., 1988. "Bank Failure: An Evaluation of the Factors Contributing to the Failure of National Banks", Proceedings of a conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 405-435.

¹⁷ Haubrich J.G., December 1998. Subordinated Debt: Tough Love for Banks?, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Η κρατική παρέμβαση όμως μέσω των Σ.Ε.Κ. είναι λιγότερο δραστική και αποτελεσματική από ένα σύστημα το οποίο θα βασιζόταν στις δυνάμεις και τους μηχανισμούς της αγοράς. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, οι πιστωτές και όλοι οι ιδιώτες επενδυτές έχουν κίνητρο να εποπτεύσουν τους τραπεζικούς οργανισμούς μέχρι το σημείο όπου το οριακό τους κόστος ισούται με το οριακό όφελος που αποκομίζουν, επιτυγχάνοντας έτσι οικονομική αποτελεσματικότητα. Από την άλλη πλευρά, η εποπτεία από ένα κυβερνητικό οργανισμό μεριμνά ώστε να μην απειλείται η οικονομική σταθερότητα του συστήματος χωρίς να στηρίζεται σε αυτήν την οικονομική αρχή, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται περιπτώσεις υπερβολικών ελέγχων και αυστηρών ρυθμιστικών πολιτικών, ενώ σε άλλες περιπτώσεις λιγότερο έντονη κρατική παρέμβαση και εποπτεία¹⁸.

2.3 Πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου

Ένα επίσης πολύ σημαντικό μειονέκτημα της κρατικής παρέμβασης σε σχέση με την εφαρμογή ιδιωτικών ελέγχων αποτελεί το γεγονός ότι οι ρυθμιστικές αρχές διακατέχονται από πολιτικά κίνητρα τα οποία μπορεί να διαστρεβλώσουν τις προσπάθειες τους για άσκηση αποτελεσματικής εποπτείας. Πιο συγκεκριμένα, οι ρυθμιστικές αρχές μπορεί να δείχνουν ανοχή απέναντι σε κάποια προβληματική τράπεζα και να αναβάλλουν την εφαρμογή δραστικών μέτρων για να αποφύγουν το πολιτικό κόστος, διαιωνίζοντας το πρόβλημα και αυξάνοντας τη δριμύτητα της ζημιάς στο μέλλον. Για την αποφυγή του συγκεκριμένου προβλήματος συνήθως απαιτείται νομοθετική ρύθμιση, όπως παραδείγματος χάρη προβλέπεται από το διάταγμα FDICIA του 1991 για την αμερικανική οικονομία, έτσι ώστε οι προβληματικές τράπεζες να οδηγούνται σε πτώχευση και να μην παρατηρείται ανοχή των ρυθμιστικών αρχών.

Συμπεράσματα

Η πολιτική σκοπιμότητα, η έλλειψη κινήτρων για άσκηση εποπτείας καθώς και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου μπορεί να αποβούν μοιραία για τη σταθερότητα ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας. Η σφοδρότητα των συνεπειών που μπορεί να προκαλέσουν κρίνουν επιτακτική τη χρήση πρόσθετων εργαλείων, παράλληλα με την κατάλληλη νομοθεσία, τα οποία θα λειτουργούν ως μέσα εποπτείας και ελέγχου τόσο των τραπεζικών οργανισμών όσο και των ίδιων των ρυθμιστικών αρχών.

¹⁸ Όπως αναφέρεται σε ένα άρθρο των D. Fischel και A. Sykes το 1999, στην περίπτωση όπου η κρατική εποπτεία είναι λιγότερο αποτελεσματική από τις διάφορες κατηγορίες ιδιωτών επενδυτών, οι τράπεζες εξωτερικεύουν μέρος του κόστους που αναλαμβάνουν από τις υψηλού κινδύνου δραστηριότητες τους, μεταφέροντας το κόστος αυτό στον κρατικό ασφαλιστικό οργανισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΥΝΑΜΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Όπως γίνεται κατανοητό μέχρι στιγμής, η εποπτεία από ένα κρατικό ασφαλιστικό οργανισμό χρειάζεται ενίσχυση για να είναι πλήρως αποτελεσματική και να μην ανακύπτουν προβλήματα από την εφαρμογή των Σ.Ε.Κ. Η ενίσχυση αυτή προέρχεται από την ικανότητα των μηχανισμών της αγοράς να αναλάβουν καθοριστικό ρόλο, παράγοντας ενδείξεις που υπαγορεύουν καλύτερο έλεγχο της συμπεριφοράς των τραπεζών.

3.1 Ρόλος των μηχανισμών της αγοράς στην άσκηση εποπτείας

Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους οι μηχανισμοί της αγοράς μπορούν να συνεισφέρουν στη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας, παράλληλα με το νομοθετικό πλαίσιο και τις ρυθμιστικές αρχές. Πρώτον, οι πιστωτές μπορούν να επιβάλλουν περιοριστικά συμβόλαια στους τραπεζικούς οργανισμούς στην προσπάθειά τους να μειώσουν τον κίνδυνο. Οι ρυθμιστές θα μπορούν να παρατηρούν τις διαχρονικές αλλαγές που επιβάλλονται στα συμβόλαια και να προσδιορίζουν τις εκτιμήσεις της αγοράς για τον τραπεζικό κίνδυνο. Δεύτερον, οι επενδυτές οι οποίοι έχουν ήδη επενδύσει σε μία τράπεζα, μπορούν να αντιδράσουν στην υπερβολική ανάληψη κινδύνων πουλώντας τα μερίδια ή τα ομόλογα τους στη δευτερογενή αγορά, μειώνοντας την αξία των χρεογράφων. Η κίνηση αυτή αποτελεί σημαντική πληροφορία για τις ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, καθώς μπορεί να αποτελέσει ένδειξη ότι η συγκεκριμένη τράπεζα οδηγείται σε κατάρρευση. Η παραπάνω περίπτωση αποτελεί την άμεση μέθοδο επιβολής αποτελεσματικότητας των μηχανισμών της αγοράς. Αντιθέτως, η έμμεση μέθοδος επιβολής αποτελεσματικότητας από τους μηχανισμούς της αγοράς προκύπτει όταν οι επενδυτές στην πρωτογενή αγορά αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις εφ' όσον κρίνουν ότι ο κίνδυνος της τράπεζας πολλαπλασιάζεται, παράγοντας εξίσου σημαντικές πληροφορίες¹⁹.

Γενικότερα, οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές χρειάζονται τις ενδείξεις της αγοράς ώστε να αναγνωρίζουν νωρίτερα και πιο εύκολα τα προβληματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ώστε να προβαίνουν στις απαραίτητες ενέργειες την κατάλληλη χρονική στιγμή. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3.1.1, υποθέτουμε ότι τη χρονική στιγμή μηδέν αυξάνεται δραματικά η πιθανότητα πτώχευσης μιας τράπεζας λόγω ανάληψης υπερβολικού κινδύνου, όπου μελλοντικά θα την οδηγήσει στην πτώχευση²⁰. Οι εποπτικές αρχές προσπαθώντας να ανακαλύψουν την αλλαγή αυτή

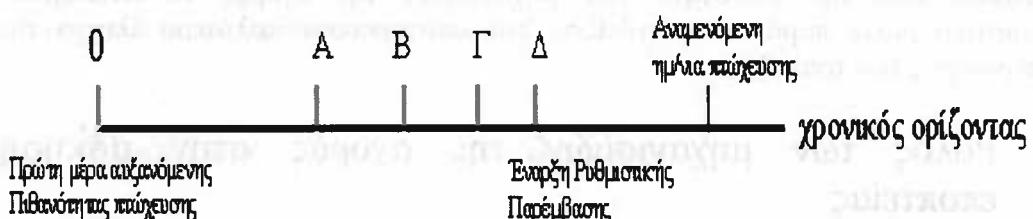
¹⁹ Η διαφοροποίηση μεταξύ έμμεσης και άμεσης αποτελεσματικότητας των μηχανισμών της αγοράς για την εποπτεία των τραπεζών, εκφράστηκε πρώτη φορά στην έκθεση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. με τίτλο "Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline, Staff Study 172" το Δεκέμβριο του 1999.

²⁰ Το παράδειγμα αυτό βασίζεται στο άρθρο του Flannery M.J. "Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence", Journal of Money, Credit and Banking, σελ. 273-305, που δημοσιεύτηκε τον Αύγουστο του 1998.

όσο το δυνατόν γρηγορότερα, αντιλαμβάνονται την αλλαγή στον κίνδυνο του οργανισμού τη χρονική στιγμή Β. Το χρονικό διάστημα ΒΔ μέχρι να αντιληφθούν οι εποπτικές αρχές την αύξηση του κινδύνου ονομάζεται Υστέρηση Αναγνώρισης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.1

Χρονικός ορίζοντας αναγνώρισης και αντίδρασης των εποπτικών αρχών στην αύξηση του κινδύνου των τραπεζών



Παρ’ όλα αυτά, ρυθμιστική παρέμβαση δεν μπορεί να υλοποιηθεί μέχρι τη χρονική στιγμή Δ, όπου πλέον είναι εμφανές ότι η τράπεζα αντιμετωπίζει πράγματι πρόβλημα²¹. Το χρονικό διάστημα ΒΔ όπου το πρόβλημα έχει εντοπιστεί αλλά δε λαμβάνονται μέτρα αντιμετώπισής του ονομάζεται Υστέρηση Αντίδρασης. Με την από κοινού εφαρμογή όμως των μηχανισμών της αγοράς και των ελέγχων των εποπτικών αρχών για την ορθότερη εκτίμηση του κινδύνου είναι δυνατή η αναγνώριση του αυξημένου κινδύνου της τράπεζας νωρίτερα, κατά τη χρονική στιγμή Α, μειώνοντας παράλληλα το χρονικό διάστημα που αποτελεί την Υστέρηση Αναγνώρισης.

3.2 Επιλογή της βέλτιστης κατηγορίας επενδυτών για την άσκηση εποπτικού ελέγχου

Το πρώτο βήμα για το σχεδιασμό και την υλοποίηση ενός προγράμματος εκμετάλλευσης των ενδείξεων που προκύπτουν από τους μηχανισμούς της αγοράς, είναι η εξεύρεση της πιο κατάλληλης τάξης επενδυτών για την άσκηση του προγράμματος. Ένα από τα κριτήρια που θα πρέπει να πληρεί η πιο προσφυγής τάξη επενδυτών, είναι η ικανότητά της να ελέγχει και να εποπτεύσει αποτελεσματικά τους τραπεζικούς οργανισμούς. Μέσω εμπειρικών χρηματοοικονομικών μελετών μπορούμε συνεπώς να ελέγχουμε πόσο ικανή είναι μία κατηγορία επενδυτών να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των εποπτικών αρχών. Δεύτερο σημαντικό κριτήριο αποτελεί η ευθυγράμμιση των κινήτρων των επενδυτών με τους στόχους των εποπτικών αρχών. Όσο περισσότερο ταυτίζονται τα κίνητρα των δύο ενδιαφέρομενων μερών, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να αντιταχθούν από κοινού στον υπέρμετρο τραπεζικό κίνδυνο. Κατά συνέπεια, όσο ικανότεροι εμφανίζονται οι επενδυτές να ελέγχουν τον κίνδυνο και όσο περισσότερο ταυτίζονται με τους στόχους

²¹ O’ Keefe J. & Reidhill J., 1997. “Off-Site Surveillance Systems”, in FDIC, History of the Eighties, Lessons for the Future, Vol. 1, 477-520.

των ρυθμιστικών αρχών, τόσο πιο σαφής θα είναι η ροή και η εκτίμηση των πληροφοριών που θα αντλείται από τους μηχανισμούς της αγοράς.

Η εξεύρεση της καταλληλότερης κατηγορίας επενδυτών ώστε να εκπληρώνει τα προαναφερόμενα κριτήρια αποτελεί αντικείμενο πολλών συζητήσεων και εμπειρικών ερευνών τις τελευταίες δεκαετίες. Σύμφωνα με αυτές, πιθανές πηγές προέλευσης αποτελεσματικής εποπτείας μέσω των μηχανισμών της αγοράς εμφανίζονται να είναι οι κάτοχοι μετοχικού κεφαλαίου (equity holders), οι ανασφάλιστοι καταθέτες (uninsured depositors), αλλά και οι κάτοχοι ανασφάλιστων υποχρεώσεων (uninsured creditors), όπως παραδείγματος χάρη οι κάτοχοι SND. Ο μεγάλος αριθμός εμπειρικών ερευνών για το ρόλο των μηχανισμών της αγοράς στην τραπεζική μπορεί να χωριστεί σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη προσέγγιση εξετάζει τη σχέση του κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων μιας τράπεζας με το κόστος των υποχρεώσεών της, ενώ η δεύτερη προσέγγιση συγκρίνει τις πληροφορίες των ρυθμιστικών αρχών με αυτές που είναι διαθέσιμες στην αγορά και στους επενδυτές.

Οι έρευνες που ανήκουν στην πρώτη προσέγγιση, αντλούν τα συμπεράσματά τους συγκρίνοντας αποδόσεις τραπεζικών υποχρεώσεων -όπως αποδόσεις μετοχών, αποδόσεις SND, επιτόκια πάνω σε πιστοποιητικά καταθέσεων (certificates of deposit)- με διάφορες μορφές μέτρησης του τραπεζικού κινδύνου. Τα αποτελέσματα υποδείχνουν την ύπαρξη αποτελεσματικότητας τόσο από τις τιμές των μετοχών όσο και από τις αποδόσεις των πιστοποιητικών καταθέσεων και του SND τα τελευταία χρόνια, καθώς οι επενδυτές τραπεζών με υψηλότερο κίνδυνο φαίνεται να αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις των κεφαλαίων τους, αυξάνοντας το κόστος των οργανισμών.

Αναφορικά με το ρόλο της αγοραίας αξίας των μετοχών για την άσκηση ελέγχου της αγοράς και περιορισμού του κινδύνου, δέκα σε σύνολο έντεκα μελετών πριν τη δεκαετία του 1990 εμφανίζουν σημαντική αρνητική συσχέτιση του τραπεζικού κινδύνου με τις τιμές των μετοχών²². Παραδείγματος χάρη, ορισμένες έρευνες απέδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών τραπεζικών οργανισμών με μεγαλύτερα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας και χαμηλότερα ποσοστά πιθανής ζημιάς κυμαίνονταν σε υψηλότερα επίπεδα από τις μετοχές ιδρυμάτων που αναλάμβαναν μεγαλύτερους κινδύνους. Ακόμη, σε άλλες έρευνες που αναλύθηκαν τα ατομικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, όπως ενεργειακά δάνεια και δάνεια σε χώρες της Λατινικής Αμερικής που χαρακτηρίζονται ως υψηλού κινδύνου, παρατηρείται ότι οι τιμές των μετοχών συσχετίζονται αρνητικά με τον τραπεζικό κίνδυνο. Παρ' όλα αυτά, τα συμπεράσματα νεώτερων μελετών όπως η έρευνα των Hughes, Lang, Moon και Pagano²³ υποδεικνύουν ότι η αρνητική συσχέτιση μεταξύ των τιμών των μετοχών και του κινδύνου συγχέεται για τράπεζες με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, διαστρεβλώνοντας τις ενδείξεις που προκύπτουν για την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Μολονότι οι νεώτερες έρευνες για την ικανότητα των μηχανισμών της αγοράς να βελτιώσουν την τραπεζική εποπτεία επικεντρώνονταν την προσοχή τους στις ιδιότητες του SND, αρκετές από αυτές τονίζουν και τις δυνατότητες των ανασφάλιστων καταθετών προς αυτήν την κατεύθυνση λόγω του μεγάλου μεγέθους της συγκεκριμένης αγοράς. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία, το ποσοστό των ανασφάλιστων καταθετών ως προς το σύνολο των τραπεζικών καταθέσεων αυξάνεται

²² Μια περίληψη των προτάσεων αυτών παρουσιάζεται στο άρθρο του Alton Gilbert "Market Discipline of Bank Risk: Theory and Evidence", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 3-18, τον Αύγουστο του 1990.

²³ Hughes J., Lang W., Moon C.G. & Pagano M., May 1999."Measuring the Efficiency of Capital Allocation in Commercial Banking", Proceedings of the 35th Annual Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition, 407-429.

σημαντικά με την πάροδο των χρόνων, αυξάνοντας παράλληλα και την επιρροή αυτής της κατηγορίας επενδυτών στο κόστος χρηματοδότησης τόσο των μεγάλων, όσο και των μικρών σε μέγεθος τραπεζών. Χαρακτηριστικά, μία έρευνα των Marino και Bennett²⁴ το 1999 η οποία εξέτασε έξι μεγάλες πτωχεύσεις τραπεζών στην αμερικανική οικονομία την περίοδο 1984 έως 1992, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η διάρθρωση των υποχρεώσεων κάθε τράπεζας την περίοδο αυτή άλλαζε σημαντικά, με κύριο χαρακτηριστικό τη μείωση του ποσοστού των ανασφάλιστων καταθετών, των καταθέσεων εξωτερικού και των κατόχων ανασφάλιστων υποχρεώσεων καθώς πλησίαζε η οικονομική κατάρρευση, σε σχέση με τους ασφαλισμένους καταθέτες.

Οι έρευνες όμως που παρουσιάζουν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον τα τελευταία χρόνια στρέφονται στη χρησιμότητα του SND ως μηχανισμού της αγοράς για την εποπτεία των τραπεζών, ειδικά μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1980 όπου η θεωρία έβρισκε πλήρη εφαρμογή με τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες. Πολλοί συγγραφείς όπως οι Avery, Goldberg και Belton το 1988²⁵, οι Gorton και Santomero το 1990²⁶ και οι Flannery και Sorescu το 1996²⁷, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις του SND δεν αντικατοπτρίζουν τον κίνδυνο των τραπεζών. Παρ' όλα αυτά, οι Flannery και Sorescu μεγεθύνοντας το δείγμα τους ανακάλυψαν σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων του SND και του τραπεζικού κινδύνου. Οι μακροχρόνιοι πιστωτές των τραπεζών άρχισαν πλέον να αντιδρούν πιο έντονα απέναντι στον κίνδυνο, γεγονός που άρχισε να διαφαίνεται έπειτα από τις τραπεζικές κρίσεις της δεκαετίας του 1980, με βασικότερο λόγο στην αλλαγή συμπεριφοράς να αποτελεί η δέσμευση της αμερικανικής κυβέρνησης να τερματίσει το φαινόμενο των “too-big-to-fail” τραπεζών μέσω του νομοσχεδίου FDICIA του 1991, όπου ουσιαστικά εξάλειψε οποιαδήποτε έμμεση εγγύηση της κυβέρνησης προς τους κατόχους ανασφάλιστων τραπεζικών υποχρεώσεων, όπως παραδείγματος χάρη τους κατόχους SND.

Εξίσου σημαντικές πηγές χρήσιμων συμπερασμάτων αποτελούν οι έρευνες οι οποίες στηρίζονται στη σύγκριση των πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους οι ρυθμιστικές αρχές με αυτές που διαθέτουν οι επενδυτές, στοχεύοντας στη μεγαλύτερη διαφάνεια των τραπεζικών οργανισμών και τον έλεγχο των πληροφοριών που παρέχονται στην αγορά. Οι μελέτες αυτής της κατηγορίας, όταν αναγνωρίζουν σημαντικές διαφορές στην πληροφόρηση προσπαθούν να αξιολογήσουν ποιο από τα ενδιαφερόμενα μέρη παράγει τις πιο ακριβείς εκτιμήσεις αναφορικά με τον τραπεζικό κίνδυνο. Η πλειοψηφία των μελετών απέδειξε ότι πληροφορίες που βρίσκονται στη διάθεση των ρυθμιστικών αρχών γίνονται αντιληπτές στους παράγοντες της αγοράς μόνο έπειτα από κάποιο χρονικό διάστημα, δίνοντας ένα σημαντικό πλεονέκτημα στις εποπτικές αρχές ως προς τον ακριβή υπολογισμό του κινδύνου. Λόγου χάρη, η έρευνα των De Young, Flannery, Lang και Sorescu το 1998²⁸ προέβη στο

²⁴ Marino J. & Bennett R.L., October 1999. “The Consequences of National Depositor Preference”, Federal Deposit Insurance Corporation Banking Review, vol. 12, 19-38.

²⁵ Avery R., Belton T.M. & Goldberg M.A., November 1988. “Market Discipline in Regulating Bank Risk: New Evidence from the Capital Markets”, Journal of Money, Credit and Banking vol. 20, 547-610.

²⁶ Gorton G. & Santomero A. M., February 1990. “Market Discipline and Bank Subordinated Debt”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 22 No1, 119-128.

²⁷ Flannery M.J. & Sorescu S.M., September 1996. “Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991”, Journal of Finance vol. 51(4), 1347-1377.

²⁸ De Young R., Flannery M.J., Lang W.W. & Sorescu S., August 1998. “The Informational Advantage of Specialized Monitors: The Case of Bank Examiners”, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series, #98-4.

συμπέρασμα ότι η διαβάθμιση CAMELS²⁹ της οικονομικής κατάστασης των τραπεζών περιέχει πληροφορίες οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στις χρηματαγορές για αρκετούς μήνες, καθώς επίσης και η έρευνα των Berger, Davies και Flannery³⁰ το 2000, όπου διαπιστώθηκε ότι τόσο οι ρυθμιστικές αρχές όσο και οι επενδυτές έχουν στην κατοχή τους πληροφορίες οι οποίες γίνονται γνωστές στις δύο πλευρές μόνο έπειτα από ένα σημαντικό χρονικό διάστημα.

Συμπεράσματα

Από τις προαναφερόμενες έρευνες και αναλύσεις του παρελθόντος πηγάζει το συμπέρασμα ότι η καταλληλότερη τάξη επενδυτών με τις απαραίτητες ιδιότητες για να ασκήσει αποτελεσματική εποπτεία στον τραπεζικό κλάδο, είναι οι κάτοχοι μακροχρόνιων ομολόγων, και γενικότερα οι μακροχρόνιοι πιστωτές ενός τραπεζικού ιδρύματος όπως οι κάτοχοι SND, καθώς τα κίνητρά τους αντιτάσσονται στον υπέρμετρο κίνδυνο και έχουν στη διάθεσή τους εργαλεία ικανά να παρέχουν ενδείξεις υπέρ της αποτελεσματικότερης επίβλεψης και εποπτείας. Ακόμη, οι μακροχρόνιοι πιστωτές, παρ' όλο που δεν έχουν δικαίωμα ψήφου για την εκλογή του διοικητικού συμβουλίου όπως οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, κατέχουν σημαντικά συμβόλαια τα οποία περιορίζουν τους τραπεζικούς οργανισμούς. Μέσα από τα συμβόλαια αυτά τους δίνεται η δυνατότητα να ασκήσουν βέτο σε επενδυτικά σχέδια των διοικητικών στελεχών που αντιτίθενται στα συμφέροντά τους. Επίσης, η μακροχρόνια μορφή επένδυσης των πιστωτών έχει ως αποτέλεσμα τη δέσμευσή τους με την επιχείρηση, διαφοροποιώντας τη συμπεριφορά τους από τη συμπεριφορά των καταθετών, οι οποίοι μπορούν ευκολότερα να αποσύρουν τα κεφάλαια τους. Το μακροχρόνιο ενδιαφέρον των πιστωτών ευθυγραμμίζει τα κίνητρα της συγκεκριμένης κατηγορίας επενδυτών με τα κίνητρα των εποπτικών αρχών και αποτρέπει μάζικές αναλήψεις σε περιόδους πανικού, δεσμεύοντας επίσης τα ενδιαφερόμενα μέρη με το μέλλον του τραπεζικού οργανισμού.

²⁹ Η μονογραφία CAMELS η οποία χρησιμοποιείται κυρίως από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. προέρχεται από τα αρχικά των : Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity to market risks, και αποτελεί μια εκτίμηση των σημαντικότερων παραγόντων που εξασφαλίζουν την οικονομική βιωσιμότητα των τραπεζικών οργανισμών.

³⁰ Berger A.N., Davies S.M., Flannery M.J., August 2000. "Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who knows What When?", Journal of Money, Credit, and Banking, 32, 641-667.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΟ SND ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΕΠΟΠΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και μετά, ένας αυξανόμενος αριθμός ερευνητών και παρατηρητών διεμήνυε πως το SND αποτελούσε το καταλληλότερο εργαλείο άσκησης τραπεζικής εποπτείας που κατείχαν στα χέρια τους οι πιστωτές για τον έλεγχο των τραπεζών. Όπως διαπιστώνεται σε πολλές μελέτες τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής όσο και στην Ευρώπη, οι τιμές του SND στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά αντανακλούν τον κίνδυνο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και κατά συνέπεια μπορούν να αποτελέσουν ένδειξη αποτελεσματικής άσκησης ελέγχου της αγοράς προς τους τραπεζικούς οργανισμούς³¹.

4.1 Θεσμικό πλαίσιο Η.Π.Α. και Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών

Προκειμένου να επιτυγχάνεται αποτελεσματική εποπτεία, οι επενδυτές πρέπει να έχουν στην κατοχή τους ένα ευαίσθητο χρηματοοικονομικό εργαλείο που η αξία του να απειλείται όταν ένας τραπεζικός οργανισμός αναλαμβάνει μεγαλύτερο κίνδυνο. Το SND πληρεί αυτή την προϋπόθεση καθώς είναι ακάλυπτο, ανασφάλιστο χρέος με μικρότερη απαίτηση στα περιουσιακά στοιχεία των ιδρυμάτων σε σχέση με τις βραχυχρόνιες καταθέσεις, και σε περίπτωση χρεοκοπίας οι δικαιούχοι του αποζημιώνονται μόνο αν όλοι οι δικαιούχοι τραπεζικών καταθέσεων λάβουν πλήρη αποζημίωση.

Η σημασία της ευαισθησίας του SND απέναντι στον τραπεζικό κίνδυνο για την άσκηση εποπτείας διακρίνεται στις σημαντικότατες αλλαγές που έγιναν στην αμερικανική ρυθμιστική νομοθεσία τις τελευταίες δεκαετίες. Αν και στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και 1990 η κυβέρνηση παρείχε έμμεσες εγγυήσεις στους κατόχους SND, το 1991 το διάταγμα με την επωνυμία Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) κατάργησε αυτές τις εγγυήσεις και πολλοί κάτοχοι ομολόγων άρχισαν πλέον να επωμίζονται απώλειες των θέσεων τους. Επίσης, το νομοθετικό διάταγμα Gramm-Leach-Bliley Act, κατανοώντας τη σημασία του SND για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας -ειδικά μετά την άρση πολλών περιορισμών σχετικά με τις επιτρεπόμενες δραστηριότητες επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου-, αν και δεν απαιτεί την έκδοση SND από όλες τις τράπεζες της χώρας, απαιτεί από τις πενήντα μεγαλύτερες τράπεζες των Η.Π.Α. την έκδοση μακροχρόνιου, ακάλυπτου χρέους. Το χρέος αυτό προϋπέθετε την κατάταξή του ανάμεσα στις τρεις υψηλότερες βαθμίδες πιστοληπτικής ικανότητας, εφ' όσον η τράπεζα έχει στην κατοχή της μια θυγατρική εταιρεία. Σε εθνικό επίπεδο επιπλέον, οι τράπεζες που κατατάσσονται στις επόμενες πενήντα θέσεις σε τάξη μεγέθους απαιτείται να πληρούν τις ίδιες προϋποθέσεις ή όμοια συγκριτικά κριτήρια.

³¹ Μια περιληπτική περιγραφή των εμπειρικών μελετών παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 9, όπως επίσης και στο τρίτο παράρτημα της πρόσφατης έκθεσης της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Basel Committee on Banking Supervision, August 2003), “Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries”, Bank for International Settlements, Working Paper No. 12.

Σε αντιδιαστολή όμως με τις περισσότερες προτάσεις των υποστηρικτών του SND, το διάταγμα αυτό δεν προϋποθέτει τη δημόσια έκδοση χρέους. Το γεγονός αυτό δημιουργεί δυσχέρειες, καθώς κάτοχοι του SND μπορεί να είναι εταιρείες συμμετοχών που ανήκουν στην ίδια μητρική εταιρεία με την εκδότρια τράπεζα, οι οποίες επηρεάζοντας τις τιμές του χρέους στη δευτερογενή αγορά μπορούν να συγκαλύπτουν τον πραγματικό κίνδυνο των τραπεζικών ιδρυμάτων. Στην περίπτωση αυτή οι μηχανισμοί της αγοράς διαστρεβλώνουν την πραγματικότητα αναφορικά με τον κίνδυνο ενός οργανισμού, και οι ενδείξεις που πηγάζουν από την έκδοση SND δεν εξυπηρετούν τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας.

Η πρόσφατα αναθεωρημένη Συνθήκη της Βασιλείας επίσης αναγνωρίζει τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη χρήση των μηχανισμών της αγοράς ως εργαλεία ρυθμιστικής πολιτικής και ελέγχου. Μέσα από τον τρίτο πυλώνα (pillar III)³² του Διεθνούς Ρυθμιστικού Πλαισίου, επιθυμεί να δημιουργήσει μια σειρά ενδείξεων προερχόμενων από την αγορά οι οποίες θα συμπληρώνουν τις ήδη υπάρχουσες εκτιμήσεις για τον κίνδυνο των τραπεζών. Μέσα στο πλαίσιο αυτό, προωθεί την υποχρεωτική έκδοση SND για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας.

Έτσι, οι τράπεζες μπορούν να προχωρήσουν στην έκδοση SND καθώς προβλέπεται η διατήρηση χρέους τέτοιας μορφής ως συστατικό του δευτερογενούς (Tier II) επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας, το οποίο περιλαμβάνει κυρίως SND ορισμένης χρονικής διάρκειας. Αναλύοντας περαιτέρω το δευτερογενές κεφάλαιο στα συστατικά του, προβλέπεται ο διαχωρισμός του σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία (upper Tier II) περιλαμβάνει την έκδοση διηνεκούς SND, ενώ η δεύτερη κατηγορία (Lower Tier II) περιλαμβάνει την έκδοση SND ορισμένης χρονικής διάρκειας, με ελάχιστη χρονική διάρκεια να ορίζονται τα πέντε έτη. Η πρώτη κατηγορία η οποία περιλαμβάνει διηνεκή μορφή SND, είναι πλήρως ανοσοποιημένη για τα πέντε τελευταία χρόνια έως τη λήξη του χρέους προκειμένου να αποφευχθεί μια ξαφνική μείωση της κεφαλαιακής βάσης. Ακόμη, η δεύτερη κατηγορία μπορεί να αποτελείται από SND μόνο σε ποσοστό 50% επί του πρωτογενούς κεφαλαίου (Tier I). Τέλος, το τριτογενές επίπεδο κεφαλαιακής επάρκειας (Tier III), το οποίο αποτελείται από μη ανοσοποιημένο SND με ελάχιστη χρονική διάρκεια δύο ετών, προβλέπεται ότι δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερο -σε άθροισμα με το Tier II- από το συνολικό πρωτογενές κεφάλαιο.

4.2 Κυριότερες πρωτογενείς αγορές SND

Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) για τη χρονική περίοδο 1990 έως 2001, οι περισσότερες εκδόσεις SND έλαβαν χώρα από τράπεζες με έδρα το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ολλανδία, την Ισπανία, τη Σουηδία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία, την Ελβετία και τις Η.Π.Α³³. Τα στοιχεία παρέχουν πληροφορίες για 5.600 εκδόσεις SND και το συνολικό ποσό των εκδόσεων ανέρχεται σε 438 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι γερμανικές τράπεζες παρουσιάζονται να είναι οι πιο δραστήριες με 3.459 εκδόσεις SND, ακολουθούμενες από τις αμερικανικές και ιαπωνικές τράπεζες με 820 και 319 εκδόσεις αντίστοιχα,

³² Basel Committee on Banking Supervision, January 2001. “Pillar 3 (Market Discipline): Supporting Document to the New Basel Capital Accord”, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

³³ Basel Committee on Banking Supervision, August 2003. “Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries”, Bank for International Settlements, Working Paper No. 12.

όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα Π.1 του παραρτήματος. Επίσης η Γερμανία, οι Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο διεξήγαγαν τις μεγαλύτερες σε σύνολο εκδόσεις, με 95 δισεκατομμύρια δολάρια, 92 δισεκατομμύρια δολάρια και 91 δισεκατομμύρια δολάρια αντίστοιχα. Ιδιαίτερης αναφοράς χρήζει το γεγονός ότι η δημόσια έκδοση SND αποτελεί το 42% των συνολικών εκδόσεων. Μάλιστα, το ποσοστό αυτό αυξάνεται ακόμη περισσότερο σε 69% εξετάζοντας την αγοραία αξία των εκδόσεων. Κατά συνέπεια, διαπιστώνεται ότι οι δημόσιες εκδόσεις SND είναι σημαντικά μεγαλύτερες από τις ιδιωτικές τοποθετήσεις. Το ζήτημα αυτό είναι μείζονος σημασίας για την άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου των τραπεζών, καθώς μόνο η δημόσια έκδοση χρέους μπορεί να παράγει ακριβείς ενδείξεις στις εποπτικές αρχές μέσω της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων για τον κίνδυνο των τραπεζών. Οι ιδιωτικές εκδόσεις SND αν και μπορούν να ασκήσουν έμμεση αποτελεσματικότητα, είναι αμφίβολο αν μπορούν να ασκήσουν άμεση αποτελεσματικότητα.

Για τη χρονική περίοδο 1990 έως 2001, οι περισσότερες ιδιωτικές εκδόσεις παρατηρήθηκαν στη Γερμανία και στην Ιαπωνία όπου έλαβαν χώρα 2.500 και 319 εκδόσεις αντίστοιχα, ενώ η πλειοψηφία στην Ολλανδία, στη Σουηδία και στο Ηνωμένο Βασίλειο περιλάμβαναν δημόσιες εκδόσεις σε ποσοστά μεταξύ 77% και 98%. Γενικότερα, αναφέρονται 1400 δημόσιες εκδόσεις SND εντός των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες αποτελούν το 40% της συνολικής αξίας των εκδόσεων. Όσον αφορά τις Η.Π.Α. στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, οι είκοσι μεγαλύτεροι τραπεζικοί οργανισμοί προχώρησαν στη δημόσια έκδοση χρέους 742 φορές. Αναλύοντας περισσότερο τα στοιχεία, διαπιστώνεται ότι στις δημόσιες εκδόσεις SND στη Γερμανία κυριαρχεί το νόμισμα της χώρας (γερμανικό μάρκο), ενώ στην Ολλανδία, στην Ελβετία και στο Ηνωμένο Βασίλειο η πλειοψηφία των δημόσιων εκδόσεων πραγματοποιήθηκαν στο νόμισμα του ευρώ.

Τέλος, αναλύοντας την προβλεπόμενη χρονική διάρκεια των ομολόγων, παρατηρείται ότι επικρατεί η έκδοση SND διάρκειας μεταξύ 5 και 15 χρόνων σε ποσοστό 85%, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία όπου η διηνεκής έκδοση SND αποτελεί το 40% του συνόλου. Μη συμπεριλαμβανομένων των διηνεκών εκδόσεων, ο μέσος όρος λήξης του SND κυμαίνεται σε όλες τις χώρες μεταξύ 9 και 11 ετών, με εξαίρεση πάλι το Ηνωμένο Βασίλειο όπου ο μέσος όρος λήξης βρίσκεται στα 14 έτη. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι το SND πρέπει να χαρακτηρίζεται από βραχυχρόνια χρονική διάρκεια -όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο επτά- ώστε οι τραπεζικοί οργανισμοί να στρέφονται τακτικά στην αγορά για την επανέκδοση χρέους και να εξασφαλίζεται συχνότερη επανεξέταση του κινδύνου, κρίνεται απαραίτητη η μείωση του μέσου όρου λήξης του SND ώστε να επιτυγχάνονται οι επιθυμητοί στόχοι.

4.3 Μακροχρόνιες τάσεις στις κύριες αγορές

Τα ιστορικά στοιχεία της χρονικής περιόδου 1990 έως 2001 απεικονίζουν τις τάσεις αναφορικά με το SND στις μεγαλύτερες αγορές ομολόγων. Σύμφωνα με αυτά, παρατηρείται μία μεγάλη αύξηση εκδόσεων μέχρι το έτος 1994 η οποία ακολουθείται από μείωση του αριθμού εκδόσεων για τα επόμενα έτη, όπως φαίνεται στο διάγραμμα Π.1 του παραρτήματος. Η τάση αυτή οφείλεται στο μεγάλο αριθμό εκδόσεων SND στη Γερμανία μέχρι το 1994, καθώς η τάση εμφανίζεται πιο ομαλοποιημένη εξαιρουμένων των εκδόσεων SND στη συγκεκριμένη χώρα. Μεμονωμένα, μεγάλες διαφορές στον αριθμό εκδόσεων παρουσιάζονται τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου

παρατηρείται αύξηση των εκδόσεων την περίοδο 1998 έως 2001, όσο και στις Η.Π.Α όπου η συνεχής αύξηση μέχρι το 1997 διακόπτεται και εμφανίζεται ξανά μετά το έτος 2001.

Σε αντίθεση με τον αριθμό εκδόσεων, υπάρχει σαφής ανοδική τάση της συνολικής αξίας των εκδόσεων SND, όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα Π.2 του παραρτήματος. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η μέση ετήσια αξία έκδοσης SND εκτινάχθηκε από 3,7 δισεκατομμύρια δολάρια την περίοδο 1990-1998 σε 19,4 δισεκατομμύρια δολάρια την περίοδο 1999-2001. Το ίδιο συνέβη επίσης σε χώρες όπως το Βέλγιο και η Ισπανία, ενώ στην Ολλανδία το 2001 οι εκδόσεις ξεπέρασαν τα 5 δισεκατομμύρια δολάρια, ποσό ρεκόρ για τη συγκεκριμένη οικονομία. Η αύξηση της αξίας των εκδόσεων SND στην Ευρώπη συμπίπτει με τη γενικότερη αύξηση μεγέθους στις Ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων, έπειτα από την υιοθέτηση του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος.

Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα των δύο προηγούμενων παραγράφων, συμπεραίνεται ότι η αύξηση της αξίας των εκδόσεων SND και η σταθερή σε γενικές γραμμές τάση έκδοσης νέων οδηγούν στη διαχρονική αύξηση του μέσου μεγέθους εκδόσεων, όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα Π.3 του παραρτήματος. Συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο και στην Ελβετία το μέσο μέγεθος εκδόσεων παρουσίασε μια σταθερή αύξηση καθ' όλη τη χρονική περίοδο, φτάνοντας τα 400 εκατομμύρια δολάρια το 2000 και 2001. Στην Ολλανδία και Σουηδία αντίθετα, το μέσο μέγεθος εκδόσεων ακολουθούσε φθίνουσα πορεία μέχρι το 1995-1996 και αύξουσα πορεία έπειτα, καταλήγοντας το 2001 στο ποσό του 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων και 500 εκατομμυρίων δολαρίων αντίστοιχα. Ακόμη, στην Ιαπωνία παρατηρείται σημαντική αύξηση το 1998, απόρροια της κρατικής ενίσχυσης προς τον τραπεζικό τομέα. Ιδιαίτερο συμπέρασμα αποτελεί το χαμηλό μέσο μέγεθος εκδόσεων των αμερικανικών τραπεζών, καθώς οι αμερικανικές εκδόσεις στην αρχή της δεκαετίας ήταν σχετικά μεγάλες, και πολύ μικρές τα τελευταία χρόνια συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες.

Στο διάγραμμα Π.4 του παραρτήματος παρουσιάζεται επίσης το συνολικό ποσό SND που διατηρείται στους ισολογισμούς των τραπεζών. Το ποσό αυτό παρουσιάζει σημαντική άνοδο μεταξύ 1990-2001, με τη Γερμανία να διαθέτει 100 δισεκατομμύρια δολάρια με τη μορφή SND, τις Η.Π.Α. 80 δισεκατομμύρια δολάρια (αναφερόμενοι στις 50 μεγαλύτερες BHCs) και το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ελβετία να διαθέτουν περίπου 50 δισεκατομμύρια δολάρια. Επίσης, ακόμα και μικρότερες ευρωπαϊκές χώρες παρουσιάζεται να διατηρούν σημαντικά ποσά SND, όπως το Βέλγιο και η Ολλανδία. Όμως το ποσοστό των τραπεζών που διατηρούν SND στις περισσότερες χώρες αποτελεί ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των τραπεζών, όπως φαίνεται από το διάγραμμα Π.5 του παραρτήματος. Σύμφωνα με αυτό, το ποσοστό στη Σουηδία και την Ολλανδία κυμαίνεται κοντά στο 5%, στη Γερμανία στο 10%, στην Ισπανία στο 20%, και μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο περίπου οι μισές τράπεζες της χώρας διατηρούν SND στις λογιστικές καταστάσεις τους.

Επιπλέον, το διάγραμμα Π.6 του παραρτήματος παρουσιάζει τι ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών αποτελούν οι τράπεζες που εκδίδουν SND, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι μόνο οι μεγάλες τράπεζες που κατέχουν την πλειοψηφία των περιουσιακών στοιχείων εκδίδουν SND. Η πληροφορία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική όταν εξετάζεται η αποτελεσματικότητα της αγοράς για τον περιορισμό των τραπεζικού κινδύνου, καθώς παρατηρείται το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων σε κάθε χώρα που υπόκεινται σε έλεγχο μέσω του SND.



Συμπεράσματα

Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα στατιστικά στοιχεία υποδεικνύεται η ανάγκη πραγματοποίησης περισσότερων εμπειρικών ερευνών που να αφορούν την Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς παρατηρούνται μόλις τέσσερις εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν την ικανότητα του SND να περιορίσει τον τραπεζικό κίνδυνο. Τόσο ο αριθμός εκδόσεων όσο και το συνολικό ποσό έκδοσης SND στις ευρωπαϊκές χώρες δικαιολογούν ενέργειες προς αυτήν την κατεύθυνση. Επίσης, τα στοιχεία παρουσιάζουν αποκλίσεις από τις κύριες προτάσεις αναφορικά με το εν λόγω χρηματοοικονομικό εργαλείο. Πρώτον, λόγω του μακροχρόνιου μέσου όρου λήξης του χρέους σε όλες τις χώρες, θα πρέπει να εκδοθούν ομόλογα με μικρότερο χρονικό ορίζοντα ώστε να μειωθεί ο χρόνος έως τη λήξη του χρέους, καθώς ο βραχυχρόνιος χαρακτήρας του SND αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την άσκηση έμμεσης αποτελεσματικότητας των μηχανισμών της αγοράς. Επιπλέον, θα πρέπει να εκδίδονται ομόλογα σε πιο συχνή βάση ώστε να εξασφαλίζεται η απαιτούμενη ρευστότητα, καθώς ο μέσος όρος έκδοσης για το χρονικό διάστημα 1990-2001 είναι 1,5 φορές ετησίως. Τέλος, θα πρέπει να αναλυθούν οι λόγοι για τους οποίους οι οργανισμοί διατηρούν μεγαλύτερο ποσοστό SND από το προβλεπόμενο για λόγους κεφαλαιακής επάρκειας στις λογιστικές τους καταστάσεις, όπως παραδείγματος χάρη φορολογικές απαλλαγές ή περιορισμένες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ SND

Οι προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συντελούν στη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας εκπληρώνοντας πέντε σημαντικούς στόχους. Όλοι αποσκοπούν στην αξιοπιστία των τραπεζικών ιδρυμάτων, στην προστασία του χρηματοοικονομικού συστήματος και των φορολογούμενων πολιτών, οι οποίοι θα υποστούν το κόστος σε περίπτωση κατάρρευσης των μεγάλων οργανισμών. Οι πέντε προαναφερόμενοι στόχοι είναι οι εξής³⁴:

5.1 Βελτίωση της άμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς

Άμεση αποτελεσματικότητα της αγοράς επιτυγχάνεται όταν η αύξηση του κινδύνου μιας επιχείρησης έχει ως αποτέλεσμα και την αύξηση του αναμενόμενου κόστους έκδοσης νέων ομολόγων της. Οι επενδυτές συλλέγουν πληροφορίες αναφορικά με τον κίνδυνο και τις προοπτικές της επιχείρησης, και τις ενσωματώνουν στην απόφασή τους για την αγορά ομολόγων. Η ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών οδηγεί τους τραπεζικούς οργανισμούς στην αποφυγή λήψης υπέρμετρων κινδύνων, ώστε να αποφύγουν υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης στο μέλλον. Οι αρχικές προτάσεις αποσκοπούσαν στη βελτίωση αυτής της μορφής αποτελεσματικότητας, προτείνοντας ένα ελάχιστο επίπεδο έκδοσης SND και την περιοδική έκδοση νέου χρέους από τα τραπεζικά ιδρύματα.

5.2 Αύξηση της έμμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς

Οι μεταγενέστερες προτάσεις εστίασαν την προσοχή τους στην αύξηση της έμμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας. Έμμεση αποτελεσματικότητα ασκείται όταν οι εποπτικές αρχές ή ιδιώτες επενδυτές παρατηρούν τις τιμές των ομολόγων στη δευτερογενή αγορά για την εκτίμηση του κινδύνου που αντιμετωπίζει ένας τραπεζικός οργανισμός. Σε περίπτωση παρατήρησης υπερβολικού κινδύνου, οι προαναφερόμενοι μπορούν είτε να επιβάλλουν αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, είτε να περιορίσουν την προσφορά κεφαλαίων τους προς τον οργανισμό, ή ακόμα και να απαγορεύσουν την εμπλοκή της επιχείρησης σε ορισμένου είδους συμβόλαια. Οι προτάσεις για την έκδοση SND που εστιάζουν στην εφαρμογή έμμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς συνδέονται με στενές επιθεωρήσεις από τις εποπτικές αρχές και με προειδοποιητικές ενδείξεις για την πρόληψη μέτρων και την εφαρμογή διορθωτικών κινήσεων, όπως είναι παραδείγματος χάρη οι αποδόσεις του SND πάνω από τις αποδόσεις των ομολόγων του δημοσίου ή άλλων εταιρικών ομολόγων αντίστοιχης λήξης. Όταν η διαφορά των αποδόσεων ξεπερνάει ένα συγκεκριμένο επίπεδο, τότε αυτό αποτελεί ένδειξη παρέμβασης για τις ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές.

³⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System, December 2000. "The Feasibility and Desirability of Mandatory Subordinated Debt" Submitted to the Congress Pursuant to Section 108 of the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, pp. 4-6.

5.3 Βελτίωση της διαφάνειας των τραπεζών

Ένας εξίσου σημαντικός στόχος των προτάσεων υποχρεωτικής έκδοσης SND αποτελεί η προσπάθεια μεγαλύτερης διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών. Οι κάτοχοι SND -σε αντίθεση με τους ασφαλισμένους και τους ανασφάλιστους καταθέτες που επενδύουν με βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα- στην προσπάθειά να προστατεύσουν τα επενδυόμενα κεφάλαια υπολογίζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο ενός οργανισμού, επιθυμούν τη βέλτιστη δυνατή πληροφόρηση για τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας ώστε οι εκτιμήσεις τους να είναι ακριβείς. Στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση δεν παραχωρεί τις κατάλληλες πληροφορίες στους επενδυτές αλλά αποκρύπτει σημαντικά στοιχεία, εκείνοι μπορούν να της επιβάλλουν άμεσες και έμμεσες κυρώσεις. Επίσης, οι κάτοχοι SND επιζητούν σημαντικές πληροφορίες για τη μακροχρόνια προοπτική του οργανισμού όπως και οι μέτοχοι, με τη διαφορά ότι δεν μπορούν να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους πριν τα οικονομικά προβλήματα έρθουν στην επιφάνεια.

5.4 Επέκταση της προστασίας του Οργανισμού Ασφάλισης Καταθέσεων

Η έκδοση SND συντελεί επίσης στην προστασία του Οργανισμού Ασφάλισης Καταθέσεων. Παρ' όλο που το SND δε χρησιμοποιείται για την απορρόφηση απωλειών σε μια φερέγγυα τράπεζα –και κατά συνέπεια δεν μπορεί να θεωρηθεί ισοδύναμο με τη χρησιμότητα του μετοχικού κεφαλαίου για την προστασία ενός ιδρύματος-, μπορεί να αποτελέσει πηγή χρηματοδότησης για τον ασφαλιστικό φορέα καταθέσεων σε περίπτωση χρεοκοπίας, καθώς οι δικαιούχοι αποζημιώνονται μόνο στην περίπτωση που εξοφληθεί το σύνολο των πιστωτών. Επίσης, η έκδοση χρέους έχει χαμηλότερο κόστος από την έκδοση μετοχών και οι τόκοι των ομολόγων δε φορολογούνται καθώς αντιμετωπίζονται ως χρηματοοικονομικό έξοδο, με αποτέλεσμα να προτιμάται ως μέσο προστασίας του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων από ανάλογες προτάσεις που στηρίζονται στην έκδοση μετοχικού κεφαλαίου.

5.5 Μείωση της ανοχής των ρυθμιστικών αρχών

Πολλές προτάσεις επικεντρώνουν την προσοχή τους στη μείωση της ανοχής που δείχνουν οι ρυθμιστικές αρχές κυρίως για πολιτικούς λόγους. Ο στόχος αυτός επιτυγχάνεται εφ' όσον οι κάτοχοι SND μπορούν να οδηγήσουν σε κάποιες περιπτώσεις τους τραπεζικούς οργανισμούς σε αναγκαστική πτώχευση. Σύμφωνα με ορισμένες προτάσεις, όταν η κεφαλαιακή επάρκεια ενός ιδρύματος μειώνεται κάτω από ένα επίπεδο, τότε οι κάτοχοι SND θα μπορούν να αποκτούν μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Στη συνέχεια, θα ορίζεται μια ορισμένη περίοδος όπου η τράπεζα θα πρέπει να προβεί σε αναδιάρθρωση ή εξαγορά της από άλλη ενδιαφερόμενη εταιρεία, ώστε να υποβάλλεται σε εξυγίανση. Επίσης, άλλες προτάσεις δίνουν το δικαίωμα στους κατόχους του χρέους να ανακαλέσουν το SND ενός τραπεζικού οργανισμού. Αν η τράπεζα δεν μπορέσει να προβεί άμεσα στην έκδοση νέου χρέους, θα οδηγείται σε χρεοκοπία και σε ρευστοποίηση των

περιουσιακών της στοιχείων, αποτρέποντας τη δυνατότητα στις ρυθμιστικές αρχές να καθυστερήσουν την πτώχευσή της.

Συμπεράσματα

Προτού παρουσιαστούν οι διάφορες προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND από τους τραπεζικούς οργανισμούς, κρίνεται σκόπιμη η προβολή των βασικών στόχων που επιδιώκεται να υλοποιηθούν μέσα από αυτές. Έτσι, μπορεί να ασκηθεί καλύτερη και ουσιαστικότερη κριτική στην πληθώρα των θεωρητικών προτάσεων για το κατά πόσο εκπληρώνουν τους στόχους που έχουν τεθεί και σε ποιο βαθμό. Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι προτάσεις που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής πρέπει να προωθούν τη βελτίωση της άμεσης και έμμεσης αποτελεσματικότητας της αγοράς, να συμβάλλουν στη βελτίωση της διαφάνειας των τραπεζών, να αυξάνουν την προστασία του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων και να επιβάλλουν μείωση της ανοχής των ρυθμιστικών αρχών στην νιοθέτηση δραστικών μέτρων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη βελτίωση της έμμεσης αποτελεσματικότητας, τονίζοντας ότι οι αποδόσεις του SND πάνω από τις αποδόσεις των ομολόγων του δημοσίου αντίστοιχης λήξης μπορούν να αποτελέσουν αξιόλογη εκτίμηση της αγοράς για τον κίνδυνο των τραπεζών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η ΑΞΙΑ ΤΟΥ SND ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Η αποτίμηση του SND με τη χρήση τεχνικών δικαιωμάτων (options) συνδέει με τον καλύτερο τρόπο το θεωρητικό υπόβαθρο με τις εμπειρικές εφαρμογές, προσφέροντας πολύτιμες πληροφορίες στους επενδυτές και στις ρυθμιστικές αρχές για την καλύτερη εποπτεία των τραπεζών. Χρησιμοποιώντας ένα θεωρητικό μοντέλο που περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά δικαιώματα για τον υπολογισμό της αξίας των τραπεζικών υποχρεώσεων λαμβάνουμε ακριβέστερες εκτιμήσεις, κατανοώντας τη σημασία προσδιορισμού του SND ως συνάρτηση του κινδύνου με τη βοήθεια ενός μη γραμμικού, μη μονοτονικού μοντέλου.

6.1 Θεωρητικό πλαίσιο και ιδιότητες του SND

Το αρχικό θεωρητικό μοντέλο το οποίο αναπτύχθηκε το 1973 από τους Black F. και Scholes M.³⁵, εφαρμόστηκε από τον R. Merton το 1974 για τον υπολογισμό των υποχρεώσεων μίας επιχείρησης με τη χρήση δικαιωμάτων³⁶. Η ανάλυση στηρίζεται σε μια σειρά απλουστευτικών υποθέσεων, όπως ότι:

- I. Η επιχείρηση διατηρεί χρέος μηδενικού τοκομεριδίου το οποίο λήγει έπειτα από ορισμένη χρονική περίοδο.
- II. Το χρέος έχει συγκεκριμένη ονομαστική αξία η οποία συμβολίζεται με X .
- III. Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης αποτελείται μόνο από μετοχικό κεφάλαιο και μία κατηγορία χρέους.
- IV. Δεν υπάρχουν φόροι.
- V. Οι αγορές είναι πλήρεις.

Κάτω από τις υποθέσεις αυτές, η γνωστή ισότητα

$$S + P = X \cdot e^{-R \cdot t} + C \quad (\text{Put - Call Parity}), \quad (6.1)$$

-όπου με S συμβολίζεται η τιμή μίας μετοχής, με P το δικαίωμα ευρωπαϊκού τύπου πώλησης μίας μετοχής, με X η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος προεξοφλημένη κατά τον όρο $e^{-R \cdot t}$ όπου R είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, με t ο χρόνος έως τη λήξη του δικαιώματος και με C το δικαίωμα αγοράς πάνω σε μία μετοχή- μπορεί να τροποποιηθεί έτσι ώστε να αντιπροσωπεύει την αξία μίας επιχείρησης. Έτσι, αντικαθιστώντας όπου S με την αξία της επιχείρησης V και με αναδιάταξη της ισότητας (6.1) έχουμε:

³⁵ Black F. & M. Scholes, May/June 1973. "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy 81, 637-654.

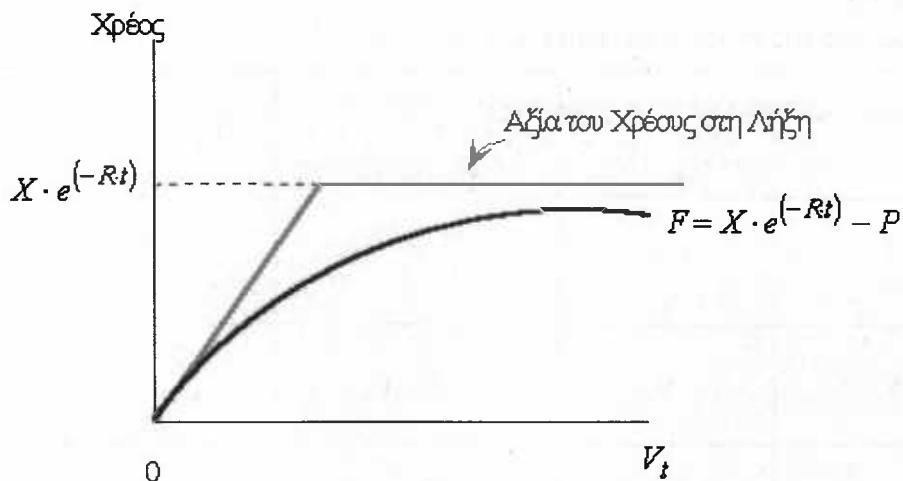
³⁶ Merton Robert C., May 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", Journal of Finance 29, 449-470.

$$V + P = X \cdot e^{-R \cdot t} + C \quad \text{ή} \quad V = X \cdot e^{-R \cdot t} - P + C, \quad (6.2)$$

δηλώνοντας ότι η αξία της επιχείρησης V ισούται με το άθροισμα της αξίας των μετοχών C και του προεξοφλημένου χρέους X , μειωμένο κατά την αξία ενός δικαιώματος πώλησης P που εκφράζει τον κίνδυνο του χρέους πάνω από τον κίνδυνο που εμπεριέχουν τα ομόλογα του δημοσίου. Το δικαιώμα πώλησης γράφεται από τους πιστωτές πάνω στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και έχει τιμή εξάσκησης ίση με την αξία του χρέους. Συμβολίζοντας με F την αξία του χρέους, μπορούμε να αναπαραστήσουμε γραφικά την αξία του ως προς την αξία της επιχείρησης, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 6.1.1.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1

Διαγραμματική απεικόνιση του χρέους σε συνάρτηση της αξίας της επιχείρησης



Καθώς πλησιάζει ο χρόνος προς τη λήξη και η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα, η καμπύλη του χρέους σχεδόν συμπίπτει με την καμπύλη των ομολόγων του δημοσίου ίδιας λήξης τα οποία δεν περιέχουν κίνδυνο, και η αξία του δικαιώματος πώλησης τείνει προς το μηδέν.

Το μοντέλο του Merton διευρύνθηκε το 1976 από τους Black F. και Cox C.³⁷ ώστε να προβλέπει πολλαπλές κατηγορίες χρέους και την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων. Στο έργο αυτό βασίστηκε η έρευνα των Gorton G. και Santomero A.³⁸ το 1990 για την εκτίμηση του SND με τη χρήση χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων. Η ανάλυση τους προϋποθέτει μία επιχείρηση, η κεφαλαιακή διάρθρωση της οποίας αποτελείται από μετοχικό κεφάλαιο και δύο διαφορετικού τύπου χρέος ίδιας χρονικής λήξης, με ειδοποιό διαφορά την προτεραιότητά τους απέναντι στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Το χρέος με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα συμβολίζεται με X_1 , και το χρέος με τη μικρότερη προτεραιότητα (SND) συμβολίζεται με X_2 .

³⁷ Black F & C. Cox, May 1976. "Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indentures", Journal of Finance 31 351-367.

³⁸ Gorton G. & Santomero A., February 1990. "Market Discipline and Bank Subordinated Debt", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 22 No1, 119-128.

Στην περίπτωση όπου η αξία της επιχείρησης κατά τη λήξη είναι μεγαλύτερη από την αξία του χρέους με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα, τότε οι κάτοχοι του εξοφλούνται πλήρως. Διαφορετικά, οι κάτοχοι του χρέους λαμβάνουν την αγοραία αξία της επιχείρησης, και οι κάτοχοι του SND και του μετοχικού κεφαλαίου δε λαμβάνουν καμία αποζημίωση. Αν η αξία της επιχείρησης κατά τη λήξη είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα του συνολικού χρέους $X_1 + X_2$ τότε οι κάτοχοι του χρέους εξοφλούνται στο ακέραιο, και οι μέτοχοι λαμβάνουν την εναπομένουσα αξία. Τέλος, αν η αξία της επιχείρησης στη λήξη είναι μεταξύ της αξίας του χρέους με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα X_1 και του συνολικού χρέους $X_1 + X_2$, τότε οι κάτοχοι του SND λαμβάνουν μόνο τη διαφορά της αξίας της επιχείρησης από την αξία του χρέους με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα και οι μέτοχοι δε λαμβάνουν αποζημίωση. Συμβολίζοντας με V^* την αξία της επιχείρησης στη λήξη του χρέους, ο πίνακας 6.1.1 απεικονίζει τον τρόπο που εξοφλούνται οι πιστωτές και οι μέτοχοι μιας επιχείρησης τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1.1

Κατανομή της αξίας της επιχείρησης στη λήξη

Κατηγορία Απαιτήσεων	$V^* < X_1$	$X_1 \leq V^* \leq X_1 + X_2$	$X_1 + X_2 \leq V^*$
<i>Κάτοχοι Πρωτεύοντος Χρέους</i>	V^*	X_1	X_1
<i>Κάτοχοι SND</i>	0	$V^* - X_1$	X_2
<i>Μέτοχοι</i>	0	0	$V^* - X_1 - X_2$

Ως εκ τούτου, η αξία των απαιτήσεων στη λήξη του χρέους μπορεί να γραφτεί με τη μορφή εξισώσεων ως :

$$D_1^* = \min[V^*, X_1] \quad (6.3)$$

$$D_2^* = \max[\min(V^* - X_1, X_2), 0] \quad (6.4)$$

$$E^* = \max[V^* - (X_1 + X_2), 0] \quad (6.5)$$

όπου με E^* συμβολίζεται η αξία του μετοχικού κεφαλαίου στη λήξη του χρέους, με D_1^* συμβολίζεται η αξία του χρέους με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα, και με D_2^* συμβολίζεται η αξία του SND στη λήξη.

Αναλύοντας περαιτέρω τις παραπάνω εξισώσεις, μπορούμε να πούμε ότι οι μέτοχοι διατηρούν στην κατοχή τους την επιχείρηση μόνο εάν η αξία της επιχείρησης είναι επαρκής ώστε να εξοφλήσει το συνολικό χρέος που έχει αναλάβει. Κατά συνέπεια η απαίτησή τους μπορεί να εκφραστεί ως ένα δικαιώμα αγοράς (Call Option) με τιμή εξάσκησης το συνολικό χρέος της επιχείρησης, $X_1 + X_2$. Στην περίπτωση όπου η αξία της επιχείρησης είναι μικρότερη οι μέτοχοι δεν εξασκούν το δικαιώμα και οι πιστωτές αναλαμβάνουν την εταιρεία.

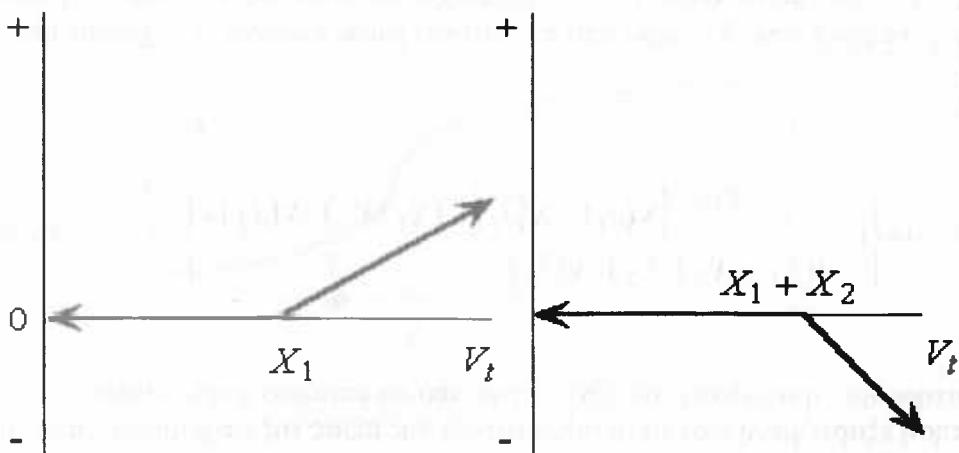
Αντίστοιχα, οι κάτοχοι του χρέους με τη μεγαλύτερη προτεραιότητα αναμένουν είτε να λάβουν το αρχικό ποσό της επένδυσής τους X_1 , είτε την αξία της επιχείρησης αν αυτή τιμολογείται χαμηλά στη λήξη του χρέους. Επομένως, η θέση τους μπορεί να περιγραφεί με ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από την πώληση ενός δικαιώματος πώλησης (Short Put) και από μετρητά.

Τέλος, οι κάτοχοι του SND αναμένουν να λάβουν το ποσό της επένδυσής τους X_2 , είτε την εναπομένουσα αξία της επιχείρησης αν εξοφληθεί το πρωτεύον χρέος και οι μέτοχοι δε λάβουν καμία αποζημίωση. Η θέση των κατόχων SND ισοδυναμεί με ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από ένα δικαιώμα αγοράς με τιμή εξάσκησης X_1 -καθώς πληρώνοντας X_1 στους κατόχους του πρωτεύοντος χρέους αναλαμβάνουν την επιχείρηση- και από την πώληση ενός δικαιώματος αγοράς στους μετόχους της εταιρείας με τιμή εξάσκησης $X_1 + X_2$. Έτσι, το χαρτοφυλάκιο των κατόχων SND, όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα 6.1.2, ουσιαστικά περιέχει δύο δικαιώματα με διαφορετική τιμή εξάσκησης, δημιουργώντας μία στρατηγική Bull Call Spread.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2

Χαρτοφυλάκιο κατόχων SND: στρατηγική Bull-Call Spread

Bull Call Spread



Με την είσοδο του SND στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και γνωρίζοντας ότι μπορεί να εκφραστεί ως ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από δύο διαφορετικά είδη δικαιωμάτων, η εξίσωση (6.2) από το μοντέλο του Merton που παρουσιάζει την αξία της επιχείρησης γράφεται ως:



$$V = X_1 \cdot e^{-R_f \cdot t} - P(X_1) + \{C(X_1) - C(X_1 + X_2)\} + C(X_1 + X_2) \quad (6.6)$$

Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Black-Scholes, μπορούμε να αποκομίσουμε τις τρέχουσες τιμές των απαιτήσεων λύνοντας μία μερικώς διαφορήσιμη εξίσωση συναρτήσει της αξίας της επιχείρησης V και του χρόνου t , υποθέτοντας πάντοτε τη λογαριθμική κατανομή³⁹. Ακολουθώντας την εργασία των Black και Cox, η επίλυση της εξίσωσης για την τρέχουσα αξία του SND είναι:

$$D_2 = V[N(d_1) - N(\bar{d}_1)] - X_1 \cdot e^{-R_f \cdot t} \cdot N(d_2) + (X_1 + X_2) \cdot e^{-R_f \cdot t} \cdot N(\bar{d}_2) \quad (6.7)$$

$$\text{όπου } d_1 = \left[\ln(V/X_1) + (R_f + \sigma^2/2) \cdot t \right] / \sigma \cdot \sqrt{t}, \quad d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}$$

$$\text{και } \bar{d}_1 = \left[\ln(V/(X_1 + X_2)) + (R_f + \sigma^2/2) \cdot t \right] / \sigma \cdot \sqrt{t}, \quad \bar{d}_2 = \bar{d}_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}.$$

συμβολίζοντας με σ^2 τη μεταβλητότητα της λογαριθμικής αξίας της επιχείρησης, με R_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, με t το χρόνο έως τη λήξη του χρέους, και με $N(Z)$ την αθροιστική κανονική κατανομή.

Αναλυτικότερα, υποθέτοντας το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ως προεξοφλητικό παράγοντα, διαπιστώνουμε ότι η αξία του SND είναι συνάρτηση της μεταβλητότητας της αξίας της επιχείρησης. Αναδιατάσσοντας την εξίσωση (6.7), μπορούμε να εκφράσουμε τον αυξημένο κίνδυνο που εμπεριέχει το SND ως την απόδοσή που λαμβάνουν οι κάτοχοί του, R_2 , πέρα από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο R_f , χρέους ίδιας λήξης:

$$R_2 - R_f = -\ln \left\{ \frac{V \left[X_2 \cdot e^{R_f \cdot t} \cdot [N(d_1) - N(\bar{d}_1)] - (X_1/X_2) \cdot N(d_2) + ((X_1 + X_2)/X_2) \cdot N(\bar{d}_2) \right]}{(X_1 + X_2)/X_2} \right\} / t \quad (6.8)$$

Όπως παρατηρούμε, η απόδοση του SND πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο είναι μία συνάρτηση εξαρτώμενη από τη μεταβλητότητα της αξίας της επιχείρησης, από το χρόνο ως τη λήξη t , και από δύο παράγοντες μόχλευσης της επιχείρησης, την αξία της σε σχέση με το ύψος του SND V/X_2 (quasi-debt ratio) και το συνολικό χρέος σε σχέση με το ύψος του SND $((X_1 + X_2)/X_2)$. Συγκρίνοντας τη σχέση (6.8) με την

³⁹ Η υπόθεση ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης ακολουθεί την λογαριθμική κατανομή αδυνατεί να συμπεριλάβει τον κίνδυνο επιτοκίου στη διαδικασία τιμολόγησης του SND. Ένα εναλλακτικό μοντέλο που περιλαμβάνει τη στοχαστική διαδικασία των επιτοκίων περιγράφεται στην έρευνα των Jin-Ping Lee και Min-Teh Yu με τίτλο “Capital Standard, Forbearance and Subordinated Debt Valuation”, Manuscript, τον Ιανουάριο του 2003.

αντίστοιχη σχέση στο μοντέλο του Merton όπου υπάρχει μόνο μία κατηγορία χρέους η οποία συμβολίζεται με X ,

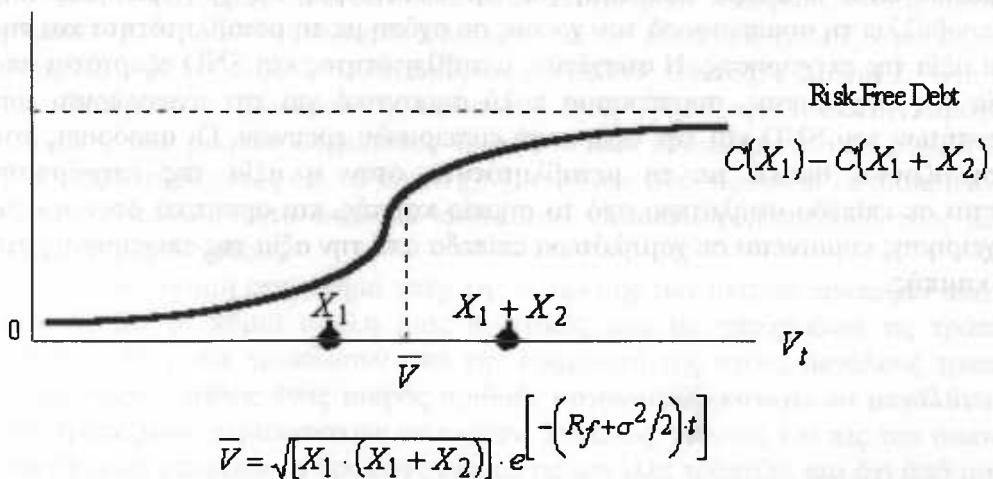
$$R - R_f = -\ln \left[(V/X) \cdot e^{R_f t} \cdot N(-d_1) + N(d_2) \right] / t \quad (6.9)$$

συμπεραίνεται ότι το SND συμπεριφέρεται διαφορετικά από το πρωτεύον χρέος της επιχείρησης αναφορικά με το χρόνο ως τη λήξη, τη μεταβλητότητα της αξίας της επιχείρησης και το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Η συμπεριφορά του SND όμως εξαρτάται κυρίως από την αγοραία αξία της επιχείρησης. Όταν η αξία της επιχείρησης είναι περίπου ίση με το χρέος μεγαλύτερης προτεραιότητας, τότε το SND έχει την ίδια συμπεριφορά με το μετοχικό κεφάλαιο, καθώς οι κάτοχοι του SND είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο προσδοκώντας αύξηση της αξίας της εταιρείας. Αντιθέτως, αν η αξία της επιχείρησης κυμαίνεται σε επίπεδα υψηλότερα από την αξία του πρωτεύοντος χρέους, τότε το SND συμπεριφέρεται όπως οι υπόλοιποι πιστωτές, και οι κάτοχοι του επιθυμούν τον περιορισμό των κινδύνων που θα μπορούσαν να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Όπως γίνεται αντιληπτό από το διάγραμμα 6.1.3, η καμπύλη του SND είναι μια κυρτή συνάρτηση της αξίας της επιχείρησης όταν η αξία της επιχείρησης είναι μικρή, και μετατρέπεται σε κοίλη συνάρτηση από ένα σημείο και μετά (inflection point) όπου η αξία της επιχείρησης θεωρείται ικανοποιητική από τους επενδυτές.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3

Συμπεριφορά του SND συναρτήσει της αξίας της επιχείρησης



Το σημείο καμπής όπου αλλάζει η αντίδραση του SND απέναντι στην αξία της επιχείρησης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\bar{V} = \sqrt{[X_1 \cdot (X_1 + X_2)]} \cdot e^{-[(R_f + \sigma^2/2)t]} \quad (6.10)$$

Το σημαντικότερο συμπέρασμα όμως, το οποίο διαφοροποιεί το SND από το πρωτεύων χρέος και του προσδίδει ιδιαίτερη αξία, αποτελεί το γεγονός ότι η συμπεριφορά του είναι διφορούμενη σε σχέση με τη μεταβλητότητα. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις του SND αποτελούν φθίνουσα συνάρτηση της μεταβλητότητας όταν η αξία της επιχείρησης είναι μικρότερη από την αξία της επιχείρησης στο σημείο καμπής, και αύξουσα συνάρτηση της μεταβλητότητας όταν η αξία της επιχείρησης κυμαίνεται υψηλότερα από την αξία στο σημείο καμπής. Το αποτέλεσμα αυτό είναι ιδιαίτερα πολύτιμο όταν εξετάζουμε την ικανότητα του SND να ασκεί αποτελεσματική εποπτεία στους τραπεζικούς οργανισμούς. Ακολουθώντας τις συνήθεις διαδικασίες για την εμπειρική διαπίστωση της σημασίας του SND όπου συνήθως χρησιμοποιείται ανάλυση παλινδρόμησης για να διαπιστωθεί η ακριβής σχέση του κινδύνου ως προς τις αποδόσεις του χρέους, θα πρέπει να υπάρχει η βεβαιότητα πως η αγοραία αξία όλων των τραπεζικών οργανισμών που περιέχονται στο δείγμα βρίσκονται είτε αριστερά του σημείου καμπής είτε δεξιότερα από αυτό. Στην περίπτωση όπου δε συμβαίνει αυτό, η διεξαγωγή συμπερασμάτων είναι ανώφελη, καθώς η αντίδραση του SND συγχέεται ανάλογα με την κυρτότητα ή καμπυλότητα της συνάρτησης ως προς την αξία της επιχείρησης. Επίσης, σύμφωνα με τα παραπάνω θα πρέπει η εξίσωση που χρησιμοποιείται στην ανάλυση παλινδρόμησης να αποτελεί πολύ καλή προσέγγιση της μη γραμμικής σχέσης που χαρακτηρίζει τις αποδόσεις του SND πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο όπως φαίνεται στην εξίσωση (6.8), ώστε να αποφεύγεται η εξαγωγή παραπλανητικών συμπερασμάτων από τη χρησιμοποίηση μοντέλου λανθασμένης μορφής.

Συμπεράσματα

Η παρουσίαση της αξίας του SND με τη χρήση χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων είναι ιδιαίτερα πολύτιμη για την κατανόηση της χρησιμότητας του, καθώς προβάλλει τη συμπεριφορά του χρέους σε σχέση με τη μεταβλητότητα και την αγοραία αξία της επιχείρησης. Η συσχέτιση μεταβλητότητας και SND εξαρτάται από την αξία της επιχείρησης, συμπέρασμα πολύ σημαντικό για την αναγνώριση των ιδιαιτεροτήτων του SND και την εφαρμογή εμπειρικών ερευνών. Οι αποδόσεις του SND σχετίζονται θετικά με τη μεταβλητότητα όταν η αξία της επιχείρησης κυμαίνεται σε επίπεδο υψηλότερο από το σημείο καμπής, και αρνητικά όταν η αξία της επιχείρησης κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από την αξία της επιχείρησης στο σημείο καμπής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΚΥΡΙΑ ΘΕΜΑΤΑ ΣΥΖΗΤΗΣΗΣ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ SND

Οι διάφορες προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND, αν και διακρίνονται από ορισμένες κοινές κατευθυντήριες γραμμές, διαφωνούν σε πολλά πρωτεύοντα θέματα που διέπουν τα προγράμματα εφαρμογής τους. Μέσα από την ανάλυση αυτών των θεμάτων βρίσκουν απάντηση τα κυριότερα ερωτήματα που προβληματίζουν κάθε ενδιαφερόμενο μέρος και αποκαλύπτεται το γενικό πλαίσιο μέσα στο οποίο πρέπει να σχεδιαστεί κάθε πρόταση. Η διαλεύκανση των χαρακτηριστικών της κάθε πρότασης είναι ιδιαίτερα σημαντική για την καλύτερη ερμηνεία και κατανόηση των στόχων που προσπαθούν να εκπληρώσουν. Τα βασικότερα ερωτήματα που πλαισιώνουν την έκδοση SND είναι τα εξής:

7.1 Σε ποιες Τράπεζες μπορούν να εφαρμοστούν οι προτάσεις για την έκδοση SND;

Οι περισσότερες προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND αναφέρονται κυρίως στους μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς και δεν προϋποθέτουν έκδοση από τις μικρότερες τράπεζες. Παρ' όλο που ο ορισμός των μικρών ιδρυμάτων ποικίλει ανάλογα με την πρόταση, είναι εμφανής η ανησυχία των ερευνητών για το κατά πόσο οι μικρές τράπεζες μπορούν να εξασφαλίσουν την απαιτούμενη ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά για το συγκεκριμένο χρέος. Παραδείγματος χάρη, η πρόταση της επιτροπής με την επωνυμία Shadow Financial Regulatory Committee⁴⁰(SFRC, 2000) στην Αμερική προϋποθέτει την υποχρεωτική έκδοση SND μόνο για τις τράπεζες με περιουσιακά στοιχεία άνω των δέκα δισεκατομμυρίων δολαρίων, ενώ η πρόταση του Evanoff D.D.⁴¹ το 1991 συνιστά την έκδοση SND μόνο στις τράπεζες με περιουσιακά στοιχεία άνω του ενός δισεκατομμυρίου δολαρίων. Επίσης, ο Meyer L.⁴² το 1999 με την ιδιότητα του Προέδρου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. πρότεινε την εξαίρεση των μικρών σε μέγεθος τραπεζών από οποιαδήποτε υποχρέωση έκδοσης SND, υποστηρίζοντας ότι τα μικρά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δε διακρίνονται από έντονη πολυπλοκότητα ώστε να καθίσταται επιτακτική η εποπτεία τους μέσω του συγκεκριμένου χρέους.

Ένα ακόμη επιχείρημα υπέρ της εξαίρεσης των μικρών τραπεζών αποτελεί το γεγονός ότι τα κύρια οφέλη μιας πολιτικής που θα υποχρεώνει τις τράπεζες να εκδίδουν SND θα προκύψουν από την εφαρμογή της στους μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς, καθώς ένας μικρός αριθμός οργανισμών κατέχει το μεγαλύτερο όγκο των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, πιθανές κρίσεις του οικονομικού συστήματος μπορούν να προκύψουν από τις μεγάλες τράπεζες και όχι από μικρότερα ιδρύματα. Επίσης, η περιορισμένη έκθεση των μικρών ιδρυμάτων σε παράγωγα

⁴⁰ U.S. Shadow Financial Regulatory Committee, March 2000. “Reforming Bank Capital Regulation: A Proposal by the U. S. Shadow Regulatory Committee”, The AEI Press, Washington D.C.

⁴¹ Evanoff D. D., May 1991. “Subordinated Debt: The overlooked Solution for Banking”, Chicago Fed Letter No 45, Federal Reserve Bank of Chicago.

⁴² Meyer L., June 1999. “Market Discipline as a Complement to Bank Supervision and Regulation”, Remarks Before the Conference on Reforming Bank Capital Standards, New York.

χρηματοοικονομικά προϊόντα καθιστά λιγότερο περίπλοκη και αδιαφανή την εκτίμηση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν⁴³, μειώνοντας παράλληλα τον αντίκτυπο που θα μπορούσε να έχει μια πιθανή κατάρρευσή τους σε όλο το οικονομικό σύστημα.

Παρά ταύτα, ιδιαίτερης αξίας κρίνεται και ο αντίλογος των προτάσεων για την έκδοση SND μόνο από τις μεγάλες τράπεζες, όπως παραδείγματος χάρη η έρευνα του Morgan D.P. το 1999⁴⁴, η οποία κατέδειξε ότι οι μικροί σε μέγεθος οργανισμοί διατηρούν υψηλά ποσοστά δανείων ως προς το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, αυξάνοντας την πιθανότητα πτώχευσης. Επιπλέον, η εφαρμογή ενός προγράμματος στις μικρότερες τράπεζες θα επιφέρει σημαντική βελτίωση στην εποπτεία που τους ασκείται, καθώς η διάρθρωση του παθητικού τους βασίζεται κυρίως σε βραχυχρόνιες ασφαλισμένες καταθέσεις οι οποίες στερούνται κινήτρων να ελέγχουν και να εποπτεύσουν τον κίνδυνο των οργανισμών.

Παρατηρώντας τη συμπεριφορά των τραπεζών στην αγορά διαπιστώνουμε πως οι μικρότερες τράπεζες, παρ' όλη τη δυνατότητα που τους προσφέρεται να συμπεριλάβουν το SND στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση μέσω του Tier II επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας, αποφεύγουν την έκδοσή του. Κύριος λόγος προβάλλεται να είναι το υψηλό κόστος έκδοσης, μιας και οι εκδόσεις χρέους στο ευρύ επενδυτικό κοινό χαρακτηρίζονται από οικονομίες κλίμακας. Η παραπάνω διαπίστωση βρίσκει εφαρμογή και σε επίπεδο τραπεζικών συμμετοχικών εταιρειών (Bank Holding Companies) όπως προκύπτει από στοιχεία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α., καθώς το 1998 το ενενήντα τοις εκατό (90%) περίπου των BHGs με περιουσιακά στοιχεία άνω των δέκα δισεκατομμυρίων δολαρίων είχε προχωρήσει στην έκδοση SND, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό των BHGs με περιουσιακά στοιχεία έως και πεντακόσια εκατομμύρια δολάρια που είχε προχωρήσει στην έκδοση SND έφτανε μόλις το έξι τοις εκατό (6%).

Συνεπώς, δεδομένου του έντονου ενδιαφέροντος ιδιωτών επενδυτών για την αγορά SND μικρών τραπεζών -όπως παραδείγματος χάρη οι προτάσεις επενδυτικών τραπεζών για τη δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων στηριζόμενα στην έκδοση SND από μικρούς οργανισμούς- και των πλεονεκτημάτων που προκύπτουν αναφορικά με την εποπτεία, καθίσταται απαραίτητος ο σχεδιασμός εναλλακτικών προγραμμάτων που θα είναι πλήρως εφαρμόσιμα σε αυτή την κατηγορία τραπεζών και θα αυξάνουν τα κίνητρα των ιδρυμάτων να συμπεριλάβουν το SND στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

7.2 Αποτελεί το SND αξιόπιστη ένδειξη παρέμβασης για τις Ρυθμιστικές Αρχές;

Οι περισσότερες έρευνες, αν και υποστηρίζουν ότι η καθιέρωση ενός υποχρεωτικού επιπέδου SND θα αυξήσει ελάχιστα την ευαισθησία των τραπεζών απέναντι στον κίνδυνο, δηλώνουν κατηγορηματικά πως τα πλεονεκτήματα θα είναι ιδιαίτερα επωφελή όσον αφορά τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας. Οι τιμές διαπραγμάτευσης του χρέους στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά παρέχουν

⁴³ Episcopos, A., 2004. "Contingent Claims Valuation When Capital Structure Includes Option Liability", Journal of Derivatives 4, 21-32.

⁴⁴ Morgan D.P, 1999. "Whether and Why Banks are Opaque", Proceedings of the 35th Annual Conference on Bank Structure and Competition, 54-71.

ακριβείς και έγκαιρες πληροφορίες για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι οργανισμοί, αποτελώντας πολύτιμο εργαλείο στη διάθεση των τραπεζικών ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις του SND επανδρώνουν με τον καλύτερο τρόπο τα ήδη ισχύοντα διεθνή λογιστικά πρότυπα παρέχοντας ενδείξεις που μπορούν να αντληθούν μόνο μέσα από μηχανισμούς της αγοράς.

Τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας είναι ποικίλα.. Κατ' αρχάς, σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι οι αποδόσεις του SND αποτελούν εύκολα παρατηρήσιμες εκτιμήσεις της αγοράς αναφορικά με τον τραπεζικό κίνδυνο, καθώς οι τιμές στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά αποτελούν ακριβή εκτίμηση των ιδιωτών επενδυτών για τον κίνδυνο των οργανισμών. Επίσης, τα ήδη υπάρχοντα κριτήρια για την άσκηση τραπεζικής παρέμβασης βασίζονται κυρίως σε λογιστικές αρχές. Οι μηχανισμοί της αγοράς και συγκεκριμένα το SND παρέχουν πολύτιμες συμπληρωματικές πληροφορίες για τον κίνδυνο των τραπεζών⁴⁵, διαδραματίζοντας ενισχυτικό ρόλο στο έργο των εποπτικών αρχών. Επιπλέον, δίνουν το δικαίωμα στις εποπτικές αρχές να παρεμβαίνουν μόνο όταν κρίνεται απαραίτητο χωρίς να επισκιάζουν τη νομοθετική δύναμη τους, όπως παραδείγματος χάρη όταν οι αποδόσεις του χρέους των τραπεζών κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα και δεν υποδηλώνουν την ύπαρξη οικονομικών προβλημάτων. Συνεπώς, οι ενδείξεις του SND δεν επιβάλλουν ρυθμιστικές παρεμβάσεις, αλλά παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για τη σωστή και άμεση παρέμβαση των αρχών.

Ακόμα, η έκδοση SND όχι μόνο δεν αναιρεί την υπάρχουσα προστασία των τραπεζών μέσω των Tier I και Tier II επιπέδων κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά βιοθάει στον καλύτερο υπολογισμό των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται σε κίνδυνο (risk-weighted assets) που χρησιμοποιούν τα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας. Τέλος, οι προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND περιορίζουν τις έμμεσες κρατικές εγγυήσεις οι οποίες διαστρεβλώνουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς και την τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών εργαλείων. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν προτάσεις οι οποίες μέσα στο πλαίσιο έκδοσης SND προβλέπουν τη μείωση της αξίας του χρέους σε περίπτωση που το κράτος προσφέρει έμμεσες εγγυήσεις στους επενδυτές.

7.3 Μπορεί το SND να αντικαταστήσει το μετοχικό κεφάλαιο στην κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών;

Το υπάρχων πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας υποδεικνύει σαφή προτίμηση στη χρησιμοποίηση μετοχικού κεφαλαίου από τις τράπεζες και όχι στην έκδοση SND. Σύμφωνα με την τραπεζική νομοθεσία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να πληρούν τρεις προϋποθέσεις ώστε να κρίνονται ως ικανοποιητικώς κεφαλαιοποιημένα. Πρώτον, πρέπει να διατηρούν συνολικά κεφάλαια (Tier I + Tier II Capital) σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται σε κίνδυνο. Δεύτερον, πρέπει να διατηρούν πρωτογενές κεφάλαιο σε ποσοστό μεγαλύτερο του 6% του συνόλου των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων σε κίνδυνο, και τρίτον, να διατηρούν πρωτογενές κεφάλαιο σε ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του συνόλου των μη

⁴⁵ Covitz M, Hancock D. and Kwast M., April 2003. "Market Discipline Reconsidered: The Roles of Deposit Insurance Reform, Funding Manager Decisions and Bond Market Liquidity", Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., Working Paper No 2003-46.

σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων (Tier I leverage ratio). Μέσα σε αυτούς τους κανόνες, το SND παρουσιάζεται μόνο ως συστατικό του Tier II επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας και δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% του πρωτογενούς κεφαλαίου.

Νέες προτάσεις, όπως η πρόταση της επιτροπής SFRC και η πρόταση των Evanoff D.D. και Wall L.D.⁴⁶ το 2000, αντιστρέφουν τις μέχρι σήμερα προτιμήσεις διατήρησης μετοχικού κεφαλαίου για λόγους κεφαλαιακής επάρκειας καθώς προτείνουν την υποχρεωτική έκδοση SND και την κατάργηση του περιορισμού του χρέους στο 50% του πρωτογενούς κεφαλαίου. Η ιδέα πίσω από αυτές τις προτάσεις στηρίζεται στην πεποίθηση ότι τα κίνητρα των κατόχων SND βρίσκονται σε μεγαλύτερη ταύτιση με τα κίνητρα των ρυθμιστικών αρχών, σε αντίθεση με τους κατόχους μετοχικού κεφαλαίου οι οποίοι έχουν κίνητρα υπέρ της ανάληψης κινδύνων. Παρ' όλα αυτά, η αντικατάσταση του μετοχικού κεφαλαίου με SND έχει δύο αντίθετα αποτελέσματα τα οποία πρέπει να αναλυθούν προτού ληφθεί οποιαδήποτε απόφαση. Ναι μεν οι κάτοχοι του SND έχουν κίνητρα να επιβλέψουν τους τραπεζικούς οργανισμούς και η αύξηση του χρέους μπορεί να συνεισφέρει προς αυτήν την κατεύθυνση, η αντικατάσταση όμως του μετοχικού κεφαλαίου αυξάνει την πιθανότητα χρεοκοπίας καθώς μειώνεται το μετοχικό κεφάλαιο για την απορρόφηση έκτακτων ζημιών. Επίσης μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι οι κάτοχοι SND υφίστανται ζημία μόνο σε περίπτωση που ο οργανισμός χρεοκοπήσει και όχι νωρίτερα, ενώ οι κάτοχοι μετοχικού κεφαλαίου υφίστανται ζημία μόλις αρχίσει να μειώνεται η απόδοση της τράπεζας. Σε γενικές γραμμές, όπως άλλωστε έχει αποδείξει και η πράξη^{47,48}, οφέλη από την αντικατάσταση του μετοχικού κεφαλαίου με SND δεν είναι ευδιάκριτα, αν και επισημαίνεται η προσφορά των ενδείξεων της αγοράς από το συγκεκριμένο εργαλείο για τον έλεγχο του κινδύνου των τραπεζών.

7.4 Ποιο είναι το καταλληλότερο επίπεδο έκδοσης SND;

Αν και στις προτάσεις του παρελθόντος για τον προσδιορισμό του καταλληλότερου επιπέδου έκδοσης SND υπήρχαν σημαντικές διαφωνίες, οι τελευταίες προτάσεις φαίνεται να συμφωνούν σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο έκδοσης χρέους. Συγκεκριμένα, η επιτροπή Shadow Financial Regulatory Committee προτείνει την ελάχιστη έκδοση SND σε ποσοστό 2% επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων, τονίζοντας ότι υποστηρίζει αυτήν την άποψη λόγω του ότι το ποσοστό αυτό αποτελεί το επίπεδο έκδοσης στο οποίο έχουν ήδη προχωρήσει εθελοντικά οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες και BHCs στην Αμερική. Το ποσοστό αυτό επίσης είναι κατάλληλο να εξασφαλίσει ρευστότητα και βάθος στη δευτερογενή αγορά διαπραγμάτευσης του χρέους, γεγονός πολύ σημαντικό για την αποτελεσματικότητα του SND να ελέγχει τους οργανισμούς, προσφέροντας σαφείς και ποιοτικές πληροφορίες. Τέλος, απαραίτητη προϋπόθεση για τη μείωση του ποσοστού έκδοσης στο 2%, όπως προτείνεται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α., αποτελεί η βελτίωση των πληροφοριών που παρέχουν οι επιχειρήσεις στην

⁴⁶ Evanoff D.D. & Wall L.D., Second Quarter 2000. "Subordinated Debt as Bank Capital: A Proposal for Regulatory Reform", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 40-53.

⁴⁷ Levonian M., October 1999. "Can Subordinated Debt Enhance Market Discipline in Banking?", Manuscript.

⁴⁸ Levonian M., May 2001. "Subordinated Debt and the Quality of Market Discipline in Banking", Federal Reserve Bank of San Francisco.

αγορά σχετικά με τα περιουσιακά τους στοιχεία και τους κινδύνους που αναλαμβάνουν.

7.5 Ποια μορφή τραπεζικού οργανισμού πρέπει να εκδίδει το SND;

Ένα ακόμη θέμα που συζητείται έντονα στις προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND αποτελεί η επιλογή του οργανισμού που πρέπει να εκδίδει το χρέος. Πολλοί υποστηρίζουν ότι η έκδοση θα πρέπει να γίνεται από τη μητρική τράπεζα, ενώ άλλες απόψεις τάσσονται υπέρ της έκδοσης από τις BHCs. Το κύριο επιχείρημα για την έκδοση του χρέους από τις εμπορικές (commercial) τράπεζες αποτελεί το γεγονός ότι οι ρυθμιστικές αρχές προσπαθούν να ελέγξουν και να εποπτεύσουν αυτή ακριβώς τη μορφή τραπεζών, καθώς οι μητρικές εταιρείες έχουν πρόσβαση στο κρατικό προστατευτικό πλαίσιο και όχι οι BHCs. Καθώς ο αντικειμενικός στόχος της ρύθμισης και της κρατικής προστασίας είναι οι εμπορικές τράπεζες, οι ενδείξεις της αγοράς που λαμβάνουν οι εποπτικές αρχές για να κρίνονται ωφέλιμες θα πρέπει να απευθύνονται στην οικονομική κατάσταση και εκτίμηση του κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι μητρικές εταιρείες. Επίσης, η έκδοση SND από τη μητρική εταιρεία προσφέρει πιο άμεση προστασία στον Οργανισμό Εγγύησης Καταθέσεων, μιας και τα επενδυόμενα κεφάλαια αποτελούν μια πρόσθετη εξασφάλιση του οργανισμού σε περίπτωση χρεοκοπίας της εμπορικής τράπεζας.

Στην περίπτωση όπου η μητρική εταιρεία κατέχει μεγάλο μερίδιο των μετοχών της θυγατρικής BHC, δε συνίσταται μεγάλη διαφορά για το ποια τράπεζα θα προχωρήσει στην έκδοση του SND. Όταν όμως δε συμβαίνει αυτό, η πρόταση για την έκδοση χρέους μόνο από τις εμπορικές τράπεζες μπορεί να προκαλέσει μετατόπιση των κινδύνων και ανάληψή τους από τις BHCs. Δεδομένου ότι οι τράπεζες αυτές δε θα ελέγχονται μέσω του SND και θα είναι δύσκολο για τις εποπτικές αρχές και τους επενδυτές να υπολογίσουν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν, θα έχουν κίνητρο να εμπλακούν σε λιγότερο ασφαλή επενδυτικά σχέδια προσδοκώντας μεγαλύτερες αποδόσεις επί των κεφαλαίων τους. Συνεπώς, για την αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού θα πρέπει να ισχύουν νόμοι οι οποίοι θα απαγορεύουν την οποιαδήποτε εισροή κεφαλαίων προς τις BHCs από τις εμπορικές τράπεζες, όπως το δανεισμό κεφαλαίων ή την πληρωμή μερισμάτων.

7.6 Πρέπει να εφαρμόζονται περιορισμοί στη χρονική διάρκεια του SND;

Οι υποστηρικτές των προτάσεων για την υποχρεωτική έκδοση SND φαίνεται να διαφωνούν σχετικά με τη χρονική διάρκεια (maturity) που πρέπει να διέπει το καταλληλότερο πρόγραμμα. Κάποιοι από αυτούς υποστηρίζουν ότι το χρέος πρέπει να έχει μακροχρόνια διάρκεια, -όπως παραδείγματος χάρη ο Keehn S.⁴⁹, ο οποίος προτείνει ως ελάχιστη χρονική διάρκεια του SND τα πέντε έτη με την προϋπόθεση ότι ένα ποσοστό της τάξης του 10% έως 20% του χρέους θα πρέπει να λήγει κάθε έτος και να εκδίδεται νέο στη θέση του- ενώ άλλοι συμμερίζονται την άποψη πως η

⁴⁹ Keehn S., 1988. "Banking on the Balance: Powers and the Safety Net: A proposal", mimeo, Chicago, Ill., Federal Reserve Bank of Chicago.

χρονική διάρκεια θα πρέπει να έχει βραχυχρόνιο χαρακτήρα, όπως οι Meyer L.⁵⁰ και Sironi A.⁵¹. Επίσης, η επιτροπή Shadow Financial Regulatory Committee προτείνει ως ελάχιστη αρμόζουσα χρονική διάρκεια το ένα έτος, με ποσοστό 10% του χρέους να λήγει κάθε τρίμηνο. Η διαμάχη για τον προσδιορισμό ενός συγκεκριμένου πλαισίου χρονικής διάρκειας του SND στοχεύει στην ευθυγράμμιση των επενδυτών με το συμφέρον των τραπεζών, εξαλείφοντας τη δυνατότητα να αποσύρουν άμεσα τα κεφάλαιά τους όταν ο οργανισμός βρίσκεται σε δυσχερή οικονομική κατάσταση. Ουσιαστικά, ο χρόνος έως τη λήξη του χρέους διαφοροποιεί τη συμπεριφορά των επενδυτών από αυτήν των καταθετών οι οποίοι μπορούν οποιαδήποτε στιγμή να αποσύρουν τα χρήματά τους, απομακρύνοντας παράλληλα τον κίνδυνο χρεοκοπίας μιας τράπεζας λόγω μιας απροσδόκητης εκροής κεφαλαίων από τους κατόχους του SND.

Οι υποστηρικτές των προτάσεων μακροχρόνιας διάρκειας σημειώνουν πως αναλογικά με τη χρονική διάρκεια του χρέους αυξάνεται η δέσμευση των επενδυτών με το απότερο συμφέρον της εταιρείας, εντείνοντας παράλληλα τα κίνητρα για έλεγχο και επίβλεψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες. Επίσης, οι πληροφορίες που αντλούνται εκφράζουν τη μακροχρόνια προοπτική των χρηματοοικονομικών οργανισμών, και σε συνδυασμό με τις πληροφορίες που παρέχουν οι βραχυχρόνιας μορφής ανασφάλιστες τραπεζικές υποχρεώσεις -όπως οι ανασφάλιστοι καταθέτες- προσφέρουν μια ολοκληρωμένη εικόνα στους επενδυτές και στις εποπτικές αρχές. Ακόμη, τονίζουν ότι χρηματοοικονομικά εργαλεία με μεγαλύτερη διάρκεια έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους συναλλαγής για την έκδοση νέου χρέους, σε αντίθεση με εργαλεία βραχυχρόνιας διάρκειας που προϋποθέτουν συχνότερη αναπλήρωση του χρέους που λήγει και μεγαλύτερα σταθερά κόστη για τους τραπεζικούς οργανισμούς.

Οι οπαδοί των προτάσεων που περιλαμβάνουν έκδοση SND βραχυχρόνιας διάρκειας, αν και αποσκοπούν εξίσου στην ταύτιση των επενδυτών με το συμφέρον των επιχειρήσεων, τονίζουν ότι η συχνότερη έκδοση εξασφαλίζει καλύτερη εποπτεία των τραπεζών λόγω του ότι το χρέος και συνεπώς ο κίνδυνος ανατιμολογούνται πιο τακτικά από την αγορά, με αποτέλεσμα να αναγνωρίζονται νωρίτερα οι προβληματικοί οργανισμοί από τις ρυθμιστικές αρχές. Έτσι, παράλληλα με τη βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών που παρέχονται από την αγορά επιτυγχάνεται και βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας, μειώνοντας το χρονικό διάστημα (Υστέρηση Αναγνώρισης) αντίληψης ενός προβληματικού οργανισμού. Οι ενστάσεις των υποστηρικτών μιας βραχυχρόνιας διάρκειας του SND όμως, αν και σωστές, δε λαμβάνονται ως μείζονος σημασίας από τις ρυθμιστικές αρχές δεδομένου ότι υπάρχουν δευτερογενείς αγορές χρέους οι οποίες μπορούν να παράγουν τη βραχυχρόνια πληροφόρηση που χρειάζονται οι επενδυτές και οι εποπτικές αρχές. Ως εκ τούτου, προτιμάται μια μακροχρόνια διάρκεια του χρέους τέτοια όμως ώστε να αποτρέπεται η άτακτη φυγή των επενδυτών από τις προβληματικές τράπεζες, δυσχεραίνοντας ακόμη περισσότερο την οικονομική τους κατάσταση.

⁵⁰ Meyer L., June 1999. "Market Discipline as a Complement to Bank Supervision and Regulation", Remarks Before the Conference on Reforming Bank Capital Standards, New York.

⁵¹ Sironi A., June 2003. "Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues", Journal of Money, Credit and Banking vol. 35 (3), 443-472.

Συμπεράσματα

Μολονότι όλες οι προσπάθειες για την υποχρεωτική έκδοση SND αποσκοπούν στη βελτίωση του ελέγχου των τραπεζών, δεν υπάρχει ένα κοινά αποδεκτό πρόγραμμα εφαρμογής μιας τέτοιας πρότασης. Η διαμάχη περιστρέφεται κυρίως γύρω από έξι βασικά θέματα, όπως σε ποια μορφή τραπεζών και σε τι τάξη μεγέθους πρέπει να επιτρέπεται η έκδοση SND, αν μπορεί το SND να αντικαταστήσει το μετοχικό στην κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, τι ποσοστό πρέπει να εκδίδεται, τι χρονική διάρκεια πρέπει να έχει, και ποια είναι τα πλεονεκτήματα που αποκομίζουν οι εποπτικές αρχές. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι πρακτικές που ακολουθούν οι οργανισμοί στην αγορά και ποιες προτάσεις συγκλίνουν περισσότερο με αυτές. Παραδείγματος χάρη, παρατηρείται ότι οι BHCs στις Η.Π.Α. διατηρούν SND σε ποσοστό περίπου 2%, το οποίο είναι σύμφωνο με την πρόταση της επιτροπής Shadow Financial Regulatory Committee, όπως επίσης και ότι προτιμάται η έκδοση SND με σχετικά μακροχρόνια χρονική διάρκεια. Τέλος, θα πρέπει να διερευνηθεί περισσότερο η δυνατότητα αντικατάστασης του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση SND, καθώς τα συμπεράσματα των ερευνών μέχρι σήμερα δεν τάσσονται υπέρ ενός εκ των δύο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ ΕΚΔΟΣΗ SND

Οι προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες, ή όπως έχει επικρατήσει, σε προτάσεις πρώτης, δεύτερης και τρίτης γενιάς. Οι προτάσεις πρώτης γενιάς βασίζονται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς μέσω της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών που αναλαμβάνουν υπέρμετρο κίνδυνο. Οι προτάσεις δεύτερης γενιάς βασίζονται στην αδυναμία των τραπεζών να εκδώσουν νέο χρέος, και στη δυνατότητα των επενδυτών να επιβάλλουν στους οργανισμούς την εξαγορά του SND που έχουν εκδώσει μέσω της χρήσης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (put options). Τέλος, οι προτάσεις τρίτης γενιάς στηρίζονται στην επιβολή κυρώσεων στον εκδότη του SND όταν οι αποδόσεις του χρέους υπερβούν τις αποδόσεις των ομολόγων του δημοσίου ανάλογης λήξης κατά ένα ορισμένο επίπεδο.

8.1 Προτάσεις Πρώτης Γενιάς

Τα χαρακτηριστικά των προτάσεων πρώτης γενιάς περιλαμβάνουν την έκδοση SND βραχυχρόνιας λήξης από τις τράπεζες, τέτοιας ώστε να αποφεύγεται η πιθανότητα μαζικών αναλήψεων σε περιόδους πανικού. Οι προτάσεις αυτές χαρακτηρίζονται από ετερογένεια όσον αφορά το ποσοστό του χρέους που πρέπει να εκδίδεται, και το οποίο κυμαίνεται σε 2% του συνόλου των υποχρεώσεων, σε 3% έως 5% του συνόλου των καταθέσεων ή σε 1% έως 4% των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας που βρίσκονται σε κίνδυνο (risk weighted assets) ανάλογα με την πρόταση. Επίσης, προβλέπουν την έκδοση χρέους ανά συχνά αλλά όχι τακτά διαστήματα. Το έναυσμα πίσω από τις προτάσεις αυτές αποτέλεσε η προσπάθεια για διακριτική αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, προσφέροντας μια πρόσθετη εξασφάλιση στον οργανισμό εγγύησης καταθέσεων σε περίπτωση πτώχευσης, χωρίς να απαιτείται από τις τράπεζες να εκδώσουν μετοχές υψηλότερου κόστους.

Η πρώτη πρόταση αναπτύχθηκε το 1983 από την FDIC⁵², σύμφωνα με την οποία οι τράπεζες υποχρεούνταν να διατηρούν ένα ποσοστό 10% των κεφαλαίων τους είτε σε μορφή SND είτε σε μορφή μετοχικού κεφαλαίου για την προστασία των καταθετών. Σύμφωνα με το πλαίσιο αυτό, μείωση του ποσοστού κάτω από το ορισμένο επίπεδο συνεπάγεται κυρώσεις για τους τραπεζικούς οργανισμούς. Ακόμη, προβλέπει την αύξηση του ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας μέσω της έκδοσης νέου χρέους για τις τράπεζες που αναπτύσσονται, ώστε να διατηρείται το ποσοστό σε ένα ικανοποιητικό επίπεδο και να απομακρύνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας. Η πρόταση δεν καθορίζει συγκεκριμένη χρονική διάρκεια του χρέους αλλά τονίζει ότι η αγορά θα πρέπει να εκτιμά συχνά τον κίνδυνο των τραπεζών, και κατά συνέπεια τείνει προς ένα βραχυχρόνιο πλαίσιο έκδοσης. Πολύ σημαντική επίσης είναι η διέξοδος που προσφέρει για την εξυγίανση των προβληματικών τραπεζών, με την FDIC να έχει πρωτεύοντα ρόλο στην εξέλιξη των διαδικασιών. Σύμφωνα με την πρόταση,

⁵² Federal Deposit Insurance Corporation, June 1983. "Deposit Insurance in a Changing Environment: A Study of the Current System of Deposit Insurance Pursuant to Section 712 of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982", A Report to Congress on Depository Insurance, Washington, D.C., Government Printing Office.

προτείνεται μέσω μιας “εικονικής” συναλλαγής η συγχώνευση της προβληματικής τράπεζας με μια νέα υγιή τράπεζα κάτω από την επίβλεψη της FDIC, απορροφώντας τα ποιοτικά περιουσιακά στοιχεία της προβληματικής τράπεζας και αναλαμβάνοντας τις υποχρεώσεις με την απαιτούμενη βοήθεια από την FDIC. Τέλος, προτείνει με επιφύλαξη στους κατόχους SND τη δυνατότητα να μετατρέπουν το χρέος σε κοινές μετοχές ή τη δυνατότητα να αποκτούν δικαιώμα ψήφου για την επιλογή του διοικητικού συμβουλίου μιας τράπεζας.

Η δεύτερη σημαντική πρόταση αναπτύχθηκε το 1986 από τους Benston, Eisenbeis, Horvitz, Kane και Kaufman, η οποία συνέδεσε για πρώτη φορά τη χρήση δικαιωμάτων με την έκδοση SND⁵³. Κατά την πρόταση αυτή, μικρό ποσοστό του SND θα πρέπει να συνδέεται με την πώληση ενός δικαιωματος πώλησης στον κάτοχο του χρέους. Το ποσοστό έκδοσης του χρέους ορίζοταν μεταξύ 3% και 5% του συνόλου των καταθέσεων ή σε ένα σημαντικό ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου, και προέβλεπε έκδοση SND με μικρή χρονική διάρκεια -τέτοια όμως που να αποτρέπει μαζικές ρευστοποιήσεις- κατά συχνά χρονικά διαστήματα. Ακόμη, πρότεινε στις ρυθμιστικές αρχές το κλείσιμο των τραπεζών όταν η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου μηδενίζόταν, και έδινε το δικαιώμα στην FDIC να ηγείται των διαδικασιών πτώχευσης για την καλύτερη εκμετάλλευση των ποιοτικών περιουσιακών στοιχείων των προβληματικών ιδρυμάτων. Το πλαίσιο αυτό βρίσκει εφαρμογή κυρίως στις μεγάλες τράπεζες, οι οποίες είναι σε θέση να εκδώσουν SND στις μεγάλες χρηματαγορές, αλλά και σε τράπεζες μικρότερου μεγέθους που μπορούν να πωλούν ομόλογα στη δευτερογενή αγορά ομολόγων.

Το ίδιο έτος αναπτύχθηκε ακόμη μία πρόταση από τον Horvitz P.M. αναφορικά με την έκδοση SND⁵⁴. Η πρόταση αναφέρει ένα ελάχιστο ποσοστό 4% επί του συνόλου των καταθέσεων ως ιδανικό επίπεδο έκδοσης SND, χωρίς όμως να αναφέρεται στη χρονική διάρκεια ή σε λεπτομέρειες της έκδοσης. Υποδεικνύει όμως ότι η FDIC πρέπει να έχει τη διακριτική ευχέρεια να αποφασίζει πότε θα επιβάλλει το κλείσιμο των προβληματικών τραπεζών, και ότι οι κάτοχοι του SND θα πρέπει απλά να παρέχουν τέτοια πληροφόρηση στην FDIC ώστε η απόφασή της για το κλείσιμο ενός ιδρύματος να είναι η βέλτιστη.

Η επόμενη πρόταση παρουσιάστηκε το 1997 από τους Litan R.E. και J. Rauch⁵⁵, η οποία προέβλεπε την έκδοση SND σε ποσοστό 1% έως 2% των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονταν σε κίνδυνο. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, το SND πρέπει να έχει χρονική διάρκεια τουλάχιστον ενός έτους, και ένα ποσοστό του χρέους θα πρέπει να λήγει κάθε τρίμηνο, ώστε να εκδίδεται νέο και να επιτυγχάνεται ρευστότητα στην αγορά. Η πρόταση αυτή δηλώνει ότι η έκδοση SND πρέπει να γίνεται μόνο από μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς με περιουσιακά στοιχεία πάνω από δέκα (10) δισεκατομμύρια δολάρια.

Η τελευταία πρόταση της γενιάς παρουσιάστηκε τον Απρίλιο του 1998⁵⁶, σύμφωνα με την οποία το επίπεδο του SND θα έπρεπε να είναι ένα ελάχιστο ποσοστό 2% του συνόλου των υποχρεώσεων ενός οργανισμού. Στην πρόταση δεν αναφέρεται χρονική διάρκεια του χρέους ή χαρακτηριστικά έκδοσής του, προσφέρει όμως μια νέα προοπτική δίνοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να ακολουθούν είτε τα λογιστικά

⁵³ Benston G., R.A. Eisenbeis, P.M. Horvitz, E. Kane, & G.C. Kaufman, 1986. “Perspectives on Safe and Sound Banking”, Cambridge, Mass., MIT Press.

⁵⁴ Horvitz P.M., December 1986. “Subordinated Debt is Key to New Bank Capital Requirement”, American Banker.

⁵⁵ Litan R.E. & J. Rauch, November 1997. “American Finance for the 21st Century”, U.S. Treasury, U.S. Government Printing Office.

⁵⁶ The Bankers Roundtable, April 1998. “Market-Based Incentive Regulation and Supervision: A Paradigm for the Future”, Washington D.C.

πρότυπα της πρώτης Συνθήκης της Βασιλείας αναφορικά με τα επίπεδα κεφαλαιακής τους επάρκειας, είτε πρότυπα που βασίζονται περισσότερο σε αγοραίες αξίες. Οι τράπεζες που θα κρίνονται επαρκώς κεφαλαιοποιημένες (*adequately capitalized*) ή θα διατηρούν επαρκή κεφάλαια ανάλογα με τα πρότυπα της Συνθήκης της Βασιλείας για την απορρόφηση ζημιών χρησιμοποιώντας εσωτερικές διαδικασίες θα υποχρεούνται να εκδίδουν SND.

8.2 Προτάσεις Δεύτερης Γενιάς

Το κίνητρο για τη δημιουργία των προτάσεων δεύτερης γενιάς αποτέλεσε η ανοχή που έδειχναν οι ρυθμιστικές αρχές στις αρχές της δεκαετίας του 1980 κατά τη διάρκεια της κρίσης των Καταθετικών Ιδρυμάτων (S&L) στην Αμερική. Οι προτάσεις αυτές ήρθαν να συμπληρώσουν την αρχική ιδέα για επιβολή υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης στις τράπεζες που αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους, καθώς και να συνδέσουν τη βιωσιμότητα ενός οργανισμού με την ικανότητά του να εκδίδει νέο χρέος. Στην περίπτωση που ένα ίδρυμα αδυνατούσε να εκδώσει SND, αυτό θα αποτελούσε ένανσμα για ρυθμιστική παρέμβαση από τις εποπτικές αρχές. Ακόμη, επισημαίνεται η σημασία της έκδοσης χρέους κατά συχνά χρονικά διαστήματα μέσα σε ένα έτος, και προτείνεται η σύνδεση του SND με την πώληση ενός δικαιώματος πώλησης στους επενδυτές, το οποίο επιτρέπει στον κάτοχο του δικαιώματος αν το εξασκήσει να επιβάλλει στην τράπεζα την επαναγορά του χρέους της.

Η πρώτη πρόταση αυτής της γενιάς παρουσιάστηκε το 1988 από τον Keehn S.⁵⁷, και προέβλεπε την ελάχιστη έκδοση SND σε ποσοστό 4% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων σε κίνδυνο, παράλληλα με την υποχρεωτική έκδοση μετοχικού κεφαλαίου σε ποσοστό 4%. Το πλαίσιο αυτό προέβλεπε χρονική διάρκεια του SND μεγαλύτερη των πέντε ετών, και λήξη ενός ποσοστού μεταξύ 10% και 20% του χρέους ετησίως. Ακόμη, σε περίπτωση που παρουσιαζόταν επιδείνωση των οικονομικών στοιχείων της τράπεζας προβλέπονταν κυρώσεις όσον αφορά τη μερισματική πολιτική, τα επιμίσθια των διοικητικών στελεχών και το μέγεθος των καταθέσεων της τράπεζας, όπως επίσης και αύξηση του επιτοκίου καταθέσεων. Επίσης, σε περίπτωση χρεοκοπίας της τράπεζας ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι η κυριότητα της τράπεζας θα πρέπει να περνάει στα χέρια των κατόχων SND, οι οποίοι θα έχουν ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στη διάθεσή τους για να καθορίσουν μια μέθοδο εξυγίανσης προτού ρευστοποιηθεί ο οργανισμός.

Η δεύτερη πρόταση του ίδιου έτους ανήκει στους Cooper K. και Fraser D.R.⁵⁸, στην οποία υποστηρίζεται η έκδοση βραχυχρόνιου SND κυμανόμενου επιτοκίου σε ποσοστό 3% επί του συνόλου των καταθέσεων ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Κύριο χαρακτηριστικό της έκδοσης είναι ότι περιλαμβάνει την πώληση δικαιώμάτων πώλησης στους κατόχους του χρέους, οι οποίοι θα μπορούν να εξασκούν το δικαίωμά τους όταν η αγοραία αξία του χρέους μειώνεται κάτω από το 95% της ονομαστικής του αξίας. Το χρέος δε θα ανακαλείται από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που εξέδωσε το χρέος αλλά από τον οργανισμό εγγύησης καταθέσεων, ο οποίος θα εξαγοράζει την έκδοση και θα αποκτά αυτομάτως μετοχές της τράπεζας ως αποζημίωση. Η τράπεζα θα έχει ένα συγκεκριμένο χρονικό όριο μέσα στο οποίο θα πρέπει να εξαγοράσει

⁵⁷ Keehn S., 1988. "Banking on the Balance: Powers and the Safety Net: A proposal", mimeo, Chicago, Ill., Federal Reserve Bank of Chicago.

⁵⁸ Cooper K. & Fraser D.R., Fall 1988. "The Rising Cost of Bank Failures: A Proposed Solution", Journal of Retail Banking, vol. 10, 5-12.

αυτές τις μετοχές, προτού ανακληθεί η άδεια λειτουργίας της και οδηγηθεί σε χρεοκοπία. Η πρόταση προϋποθέτει τη δημιουργία μιας κατάλληλης αγοράς για το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό εργαλείο ανεξάρτητα από το μέγεθος της εκδότριας τράπεζας. Ελλείψει αυτής της αγοράς, ο οργανισμός εγγύησης καταθέσεων θα πρέπει να αναλάβει πρωταγωνιστικό ρόλο στη διαδικασία διάθεσης του χρέους, προκειμένου να εξασφαλιστεί η απαιτούμενη ρευστότητα και διαπραγματευσιμότητα στο σύστημα.

Η επόμενη πρόταση δεύτερης γενιάς διατυπώθηκε το 1989 από τον Wall L.D.⁵⁹, η οποία πρότεινε την έκδοση SND με δικαιώμα ανάκλησης, σε ποσοστό μεγαλύτερο του 4%-5% των περιουσιακών στοιχείων σε κίνδυνο. Οι κάτοχοι του χρέους μπορούσαν να ζητήσουν ανάκληση του χρέους μόνο σε περίπτωση που η κίνησή τους αυτή δεν παραβίαζε τα ρυθμιστικά πρότυπα και δεν δυσχέραινε σημαντικά την οικονομική κατάσταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι τραπεζικοί οργανισμοί με τη σειρά τους είχαν προθεσμία ενενήντα ημερών να προβούν στην έκδοση νέου χρέους ή στη μείωση των περιουσιακών τους στοιχείων σε κίνδυνο ρευστοποιώντας μέρος από αυτά, ώστε να διατηρείται το επίπεδο του SND σε ποσοστό μεγαλύτερο του 4%. Οι τράπεζες που δε συμμορφώνονταν με αυτήν την οδηγία θα οδηγούνταν σε ρευστοποίηση των περιουσιακών τους στοιχείων, με τους κατόχους του SND να έχουν προτεραιότητα στην κάλυψη των απαιτήσεων τους σε περίπτωση που η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων υπερέβαινε το σύνολο των καταθέσεων. Η πρόταση αυτή προορίζόταν για τράπεζες με περιουσιακά στοιχεία αξίας δύο δισεκατομμυρίων δολαρίων και άνω καθώς και σε επίπεδο μητρικών εταιρειών, αποκλείοντας τις μικρότερες τράπεζες υποστηρίζοντας ότι θα αντιμετώπιζαν προβλήματα απορρόφησης του χρέους που θα εξέδιδαν στην αγορά.

Η τελευταία πρόταση της συγκεκριμένης γενιάς προήλθε το 1993 από τον Evanoff D.D.⁶⁰, στην οποία προτείνεται η διατήρηση ενός σημαντικού ποσοστού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των τραπεζών σε μορφή SND. Ο συγγραφέας προτείνει ένα ποσοστό 4% των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας να είναι σε μορφή SND, με το υπόλοιπο 4% να αποτελείται από μετοχικό κεφαλαίο. Το χρέος θα πρέπει να έχει τέτοια λήξη ώστε η τράπεζα να απευθύνεται συχνά στην αγορά για την εξεύρεση νέων κεφαλαίων, αλλά και να δεσμεύει τους κατόχους του με τη μακροχρόνια βιωσιμότητα της εκδότριας εταιρείας. Επίσης, υπονοεί ότι η έκδοση SND με δικαιώμα ανάκλησης μπορεί να αποτελέσει μία σημαντική ένδειξη για την έναρξη ρυθμιστικών παρεμβάσεων. Σε περίπτωση εξάσκησης του δικαιώματος από τους κατόχους του SND οι τράπεζες θα έχουν στη διάθεσή τους ενενήντα ημέρες να εκδώσουν νέο χρέος, διαφορετικά οι ρυθμιστικές αρχές θα αναλαμβάνουν την εξυγίανση του οργανισμού.

Ακόμη, σημειώνεται ότι σε περίπτωση που τα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας μειώνονται κάτω από το επιτρεπτό όριο, οι κάτοχοι SND θα αποκτούν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου και θα αναλαμβάνουν την αναδιάρθρωση ή την πώληση της επιχείρησης. Τέλος, το συγκεκριμένο πλαίσιο ακυρώνει την πληρωμή μερίσματος και τα επιμίσθια των διοικητικών στελεχών στις προβληματικές τράπεζες, ακολουθώντας τις εντολές της FDICIA για λήψη αναγκαίων μέτρων όταν αυξάνεται ο κίνδυνος πτώχευσης ενός οργανισμού. Η παραπάνω πρόταση συμπληρώνεται από το ενδιαφέρον μεγάλων επενδυτικών τραπεζών για τη δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων

⁵⁹ Wall L.D., July/August 1989. "A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Putable Subordinated Debt", Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2-17.

⁶⁰ Evanoff D.D., 1993. "Preferred Sources of Market Discipline", Yale Journal on Regulation, vol. 10, 347-367.

που θα περιλαμβάνουν SND από μικρές εκδότριες τράπεζες, βοηθώντας στο σχηματισμό της αγοράς για το συγκεκριμένο χρέος.

8.3 Προτάσεις Τρίτης Γενιάς

Κύριες αδυναμίες των προτάσεων των δύο προηγούμενων γενεών, αποτελεί το γεγονός ότι βασίζονται αποκλειστικά στη δυνατότητα των τραπεζών να εκδώσουν νέο χρέος (άμεση αποτελεσματικότητα της αγοράς) και αποτυγχάνουν να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες που παρέχουν οι πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές ομολόγων (έμμεση αποτελεσματικότητα της αγοράς). Επίσης, ενστάσεις επί των προτάσεων αναφέρουν ότι η σύνδεση του χρέους με χρηματοοικονομικά δικαιώματα θα μπορούσε να προκαλέσει μείωση της ρευστότητας στην αγορά ομολόγων, μετατόπιση αρμοδιοτήτων δίνοντας το δικαίωμα στους ιδιώτες επενδυτές και όχι στις ρυθμιστικές αρχές να οδηγούν έναν οργανισμό σε πτώχευση, καθώς και μαζική εξάσκηση των δικαιωμάτων από τους επενδυτές σε περιόδους οικονομικής κρίσης, αυξάνοντας τον κίνδυνο κατάρρευσης ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος.

Προσπαθώντας να καλύψουν τα προαναφερόμενα προβλήματα, οι προτάσεις τρίτης γενιάς για την υποχρεωτική έκδοση SND συνδυάζουν συστατικά των δύο προηγούμενων γενεών. Τα προτεινόμενα σχέδια υποστηρίζουν τη μηνιαία έκδοση χρέους λήξης δύο ετών, και ορίζουν τις πενήντα (50) μονάδες βάσης ως ανώτατο όριο αποδόσεων του χρέους πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Οι τράπεζες που δεν είναι σε θέση να εκδώσουν SND με βάση το ανώτατο αυτό όριο θα αναγκάζονται κάθε μήνα να προβούν σε πώληση περιουσιακών τους στοιχείων⁶¹.

Η πρωτοποριακή πρόταση αυτής της γενιάς αναπτύχθηκε το 1997 από τον Calomiris C.W.⁶² και προέβλεπε την έκδοση SND κατά τακτά χρονικά διαστήματα, σε ποσοστό 2% του συνόλου των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονταν σε κίνδυνο ή σε ποσοστό 2% του συνόλου των μη αποθεματικών περιουσιακών στοιχείων (nonreserve assets). Επίσης, υποστήριζε ότι οι αποδόσεις του χρέους δε θα έπρεπε να υπερβαίνουν κατά πενήντα μονάδες βάσης το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, απαγόρευε στα διοικητικά στελέχη των τραπεζών την κατοχή του συγκεκριμένου χρέους, όπως και οποιοδήποτε δικαιώματα των κατόχων του χρέους στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Μάλιστα, ο πρωτεργάτης αυτής της ιδέας υποστήριζε ότι ιδανικοί κάτοχοι SND θα αποτελούσαν χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού. Στην πρόταση αυτή δεν προσδιορίζεται όμως η χρονική διάρκεια που θα έπρεπε να έχει το χρέος και δεν αναφέρεται αν θα έπρεπε να συνοδεύεται από χρηματοοικονομικά δικαιώματα.

Η δεύτερη πρόταση προήλθε το 1999 επίσης από τον ίδιο δημιουργό⁶³. Σύμφωνα με αυτήν, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν τουλάχιστον ένα ποσοστό 2% των περιουσιακών τους στοιχείων που βρίσκονται σε κίνδυνο με τη μορφή SND. Η χρονική διάρκεια του χρέους ορίζεται στα δύο έτη, και προβλέπεται το 1/24 της έκδοσης να λήγει κάθε μήνα. Οι αποδόσεις του χρέους θα συνδέονται με τις

⁶¹ Υποθέτοντας ότι οι τράπεζες διαθέτουν 2% των σταθμισμένων περιουσιακών τους στοιχείων που βρίσκονται σε κίνδυνο (RWA) με τη μορφή SND, τότε θα υποχρεώνονται να ρευστοποιούν το 1/24 των περιουσιακών τους στοιχείων μηνιαίως.

⁶² Calomiris C.W., 1997. "The Postmodern Bank Safety Net: Lessons from Developed and Developing Countries", American Enterprise Institute, Washington, D.C.

⁶³ Calomiris C.W., October 1999. "Building an Incentive-Compatible Safety Net". Journal of Banking and Finance, 1499-1519.

αποδόσεις των ετήσιων ομολόγων του δημοσίου και δε θα πρέπει να υπερβαίνουν ένα ορισμένο επίπεδο, χωρίς όμως να προσδιορίζεται επακριβώς το επίπεδο αυτό. Το πλάνο αυτό έχει εφαρμογή σε όλες τις τράπεζες, ακόμη και στις μικρότερες σε τάξη μεγέθουνς. Προβλέπει μάλιστα την κατοχή του χρέους που εκδίδουν οι μικρότερες τράπεζες από μεγαλύτερα ιδρύματα, στην περίπτωση που τα μικρά ιδρύματα δεν είναι σε θέση να προσελκύσουν ξένους τραπεζικούς οργανισμούς. Τέλος, σε περίπτωση κατάρρευσης του ιδρύματος που έχει εκδώσει το SND προτείνει τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων κατά 1/24 κάθε μήνα, και σε περίπτωση υποχρεωτικής περαιτέρω σμίκρυνσης την εφαρμογή ενός σχεδίου πτώχευσης εντός τριών μηνών.

Η επόμενη πρόταση τρίτης γενιάς προήλθε το 2000 από τους Lang W.W. και Robertson D⁶⁴. Σύμφωνα με την πρότασή τους, οι τραπεζικοί οργανισμοί πρέπει να διατηρούν ποσοστό 2% των περιουσιακών τους στοιχείων με τη μορφή SND, σημειώνοντας ότι το ποσοστό συμφωνεί με αυτό που διατηρούν οι επιχειρήσεις στην πραγματικότητα. Ακόμη, υποστηρίζουν ότι η χρονική διάρκεια του χρέους πρέπει να είναι μακροχρόνια κυρίως για την αποφυγή μαζικών ρευστοποιήσεων σε περιόδους πανικού, για τη μείωση του κόστους συναλλαγών που συνεπάγονται οι πιο συχνές εκδόσεις νέου χρέους, αλλά και λόγω της ανάγκης να παράγονται πληροφορίες με μακροχρόνιο ορίζοντα για την οικονομική κατάσταση μιας τράπεζας. Σε αντίθεση με τις προηγούμενες προτάσεις δε θέτουν ένα ανώτατο όριο για τις αποδόσεις του χρέους πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, θεωρώντας ότι οι αποδόσεις του SND πρέπει να αποτελούν ένα συνοδευτικό εργαλείο -μαζί με τα λογιστικά πρότυπα- για την αναγνώριση προβλημάτων και την υποβολή διορθωτικών κινήσεων από τις ρυθμιστικές αρχές. Οι δύο συγγραφείς πιστεύουν ότι το SND πρέπει να εκδίδεται μόνο από μεγάλες τράπεζες, λόγω των σημαντικών σταθερών εξόδων που συνεπάγεται η υποχρεωτική έκδοσή του στο ευρύ επενδυτικό κοινό, καθώς επίσης και ότι οι κάτοχοι SND πρέπει να είναι ανεξάρτητοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί από την εκδότρια εταιρεία.

Την ίδια χρονιά επίσης (2000) κατατέθηκε η πρόταση της επιτροπής U.S. Shadow Regulatory Committee⁶⁵, η οποία προέβλεπε την εξασφάλιση ποσοστού τουλάχιστον 2% των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων εκτός ισολογισμού (off-balance sheet commitments) με την έκδοση SND, το οποίο θα συμπεριλαμβανόταν μαζί με το μετοχικό κεφάλαιο στον υπολογισμό του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης που χρησιμοποιείται ως ένδειξη επαρκούς κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Η πρόταση αυτή προβλέπει την έκδοση SND με ελάχιστη χρονική διάρκεια ενός έτους και επισημαίνει ότι οι αποδόσεις του χρέους μπορούν να αποτελέσουν ικανοποιητική ένδειξη των εκτιμήσεων της αγοράς για τον κίνδυνο των τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι το SND διαπραγματεύεται σε μια δημόσια δεντρογενή αγορά με επαρκή όγκο συναλλαγών. Αν οι προϋποθέσεις αυτές δεν εκπληρώνονται, τότε απαιτείται η συχνή έκδοση SND από τις τράπεζες στην πρωτογενή αγορά, με ποσοστό 10% του χρέους να λήγει στο τέλος κάθε τριμήνου. Επίσης, υποστηρίζεται ότι οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να προσθέσουν στους ήδη υπάρχοντες παρεμβατικούς κανόνες που ορίζονται από την FDICIA τις ενδείξεις των τιμών του SND στην αγορά. Έτσι, σε περίπτωση όπου οι αποδόσεις του SND ενός οργανισμού υπερβαίνουν κατά ένα ορισμένο επίπεδο τις αποδόσεις των εμπορικών ομολόγων περιορισμένου κινδύνου ίδιας λήξης (παραδείγματος χάρη ομόλογα με πιστοληπτική ικανότητα BBB ή Baa) για τρεις συνεχόμενους μήνες, τότε αυτό θα

⁶⁴ Lang W.W. & Robertson D., 2002. "Analysis of Proposals for a Minimum Subordinated Debt Requirement", Journal of Economics and Business, 115-136.

⁶⁵ U.S. Shadow Financial Regulatory Committee, March 2000. "Reforming Bank Capital Regulation: A Proposal by the U. S. Shadow Regulatory Committee", The AEI Press, Washington D.C.

εκλαμβάνεται από τις εποπτικές αρχές ως ένδειξη ανάληψης υπερβολικών κινδύνων και οι τράπεζες θα αντιμετωπίζονται όπως οι ελλιπώς κεφαλαιοποιημένες τράπεζες.

Προκειμένου όμως οι τιμές του SND στην αγορά να αντιπροσωπεύουν τον πραγματικό κίνδυνο των τραπεζών, η παραπάνω πρόταση τονίζει ότι το χρέος δεν πρέπει να συνδέεται με κρατικές εγγυήσεις και παρεμβάσεις σε περίπτωση πιθανής χρεοκοπίας, ακόμη και αν η FDIC προσφέρει προστασία σε άλλες κατηγορίες ανασφάλιστου χρέους. Το SND πρέπει να παραμείνει αδιάβλητο ώστε να επιτυγχάνεται η αποτελεσματικότητά του να ελέγχει τον κίνδυνο των τραπεζικών οργανισμών. Η πρόταση της επιτροπής αρχικά απευθύνεται σε τράπεζες με περιουσιακά στοιχεία άνω των δέκα δισεκατομμυρίων δολαρίων, προβλέπει όμως μακροχρόνια την εφαρμογή της και σε μικρότερες τράπεζες, καθώς με την πάροδο του χρόνου αναμένεται να μειωθούν τα κόστη συναλλαγής και η αγορά του SND να γίνει πιο εμβριθής.

Ακόμη μία σημαντική πρόταση και η τελευταία της τρίτης γενιάς προήλθε το 2000 από τους Evanoff D.D και Wall L.D.⁶⁶. Οι δύο συγγραφείς παρουσιάζουν ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα αποτελούμενο από τρία στάδια για την υποχρεωτική έκδοση SND από τους τραπεζικούς οργανισμούς. Το πρώτο στάδιο περιλαμβάνει τις νομοθετικές ρυθμίσεις και το κατάλληλο υπόβαθρο που απαιτείται για την εφαρμογή του σχεδίου, προσδίδοντας στις ρυθμιστικές αρχές την απαραίτητη εξουσία για την επιβολή της έκδοσης ενός ελάχιστου επιπέδου SND από τις εμπορικές τράπεζες και τις BHCs.

Το δεύτερο στάδιο περιλαμβάνει την έκδοση SND σε ελάχιστο ποσοστό 2% επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται σε κίνδυνο για τις εικοσιπέντε μεγαλύτερες τράπεζες. Το χρέος προβλέπεται να είναι σταθερού επιτοκίου, μη ανακλήσιμο και με χρονική διάρκεια δέκα ετών, ενώ θα εκδίδεται σε ετήσια βάση και με συχνότητα ανά τρεις μήνες και άνω, ώστε να αποφεύγονται είτε συχνές εκδόσεις σε περιόδους κρίσεων είτε μεγάλα χρονικά διαστήματα μεταξύ δύο εκδόσεων. Ακόμη, ορίζεται ένα ανώτατο όριο στις αποδόσεις του χρέους, καθώς οποτεδήποτε οι αποδόσεις του SND μιας τράπεζας είναι ανάλογες με τις αποδόσεις ομολόγων χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (junk bonds) για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των δύο εβδομάδων, οι οργανισμοί θα κρίνονται ως ελλιπώς κεφαλαιοποιημένοι και θα έρχονται αντιμέτωποι με τις παρεμβάσεις των ρυθμιστικών αρχών.

Το τρίτο στάδιο για την ολοκλήρωση του προγράμματος περιλαμβάνει την αύξηση του ποσοστού έκδοσης του SND από 2% σε 3% από τις εικοσιπέντε μεγαλύτερες τράπεζες, όπως και την υιοθέτηση της πρότασης και από άλλες μικρότερες τράπεζες, αρκεί το κόστος έκδοσης του χρέους να μη λειτουργεί αποτρεπτικά σε αυτήν την προσπάθεια. Η νέα έκδοση SND προβλέπεται να είναι σταθερού επιτοκίου, μη ανακλήσιμη, χρονικής διάρκειας πέντε ετών και με ελάχιστο αριθμό εκδόσεως δύο φορές ετησίως, υπό την προϋπόθεση ότι η μία έκδοση θα απέχει τουλάχιστον δύο μήνες από την άλλη. Βασικό χαρακτηριστικό του τρίτου σταδίου αποτελεί η προβλεπόμενη μερική τροποποίηση της Συνθήκης της Βασιλείας ώστε να επιτρέπεται πλέον η διατήρηση SND στην κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών σε ποσοστό μεγαλύτερο του 50% επί του Tier I κεφαλαίου. Επίσης, επισημαίνεται ότι οι ήδη χρησιμοποιούμενες ενδείξεις για την έναρξη διορθωτικών κινήσεων από τις ρυθμιστικές αρχές, μπορούν παράλληλα με τις ενδείξεις που προκύπτουν από την τιμολόγηση του SND να συμβάλλουν στη βελτίωση εξεύρεσης

⁶⁶ Evanoff D.D. & Wall L.D., Second Quarter 2000. “Subordinated Debt as Bank Capital: A Proposal for Regulatory Reform”, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 40-53.

προβληματικών οργανισμών και στην άμεση εξυγίανσή τους. Τέλος, η πρόταση των Evanoff και Wall καθιστά σαφές πως οι κάτοχοι του SND πρέπει να είναι ανεξάρτητοι οργανισμοί από την εκδότρια τράπεζα, και η διαπραγμάτευση του χρέους πρέπει να λαμβάνει μέρος στη δευτερογενή αγορά.

Συμπεράσματα

Οι περισσότερες προαναφερόμενες προτάσεις δε συμβάλλουν στην επίτευξη όλων των στόχων που μπορεί να επιτύχει το SND για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας. Παρ' όλα αυτά κρίνεται σκόπιμη η ανάλυση όλων των θεωρητικών προτάσεων ώστε να παρουσιάζεται με τον καλύτερο τρόπο η ιστορική τους εξέλιξη μέχρι σήμερα. Ως σημαντικότερες παρουσιάζονται οι προτάσεις τρίτης γενιάς, καθώς ανταποκρίνονται περισσότερο στις προσδοκίες των επενδυτών και των ρυθμιστικών αρχών. Οι κυριότερες προτάσεις παρουσιάζεται να είναι αυτές των Lang W.W. και Robertson D. (2000), Evanoff D.D και Wall L.D.(2000), καθώς και η πρόταση της επιτροπής U.S. Shadow Regulatory Committee (2000), στις οποίες υποστηρίζεται η έκδοση SND λήξης δύο ετών, και όριο πενήντα (50) μονάδων βάσης ως ανώτατο όριο αποδόσεων του χρέους πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Το ευρύ φάσμα των οικονομικών και χρηματοοικονομικών επιστημών στερείται ενός βασικού πλεονεκτήματος που διακρίνει τις φυσικές επιστήμες, όπως είναι η δημιουργία ενός τεχνητού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο μπορούν να βρουν εφαρμογή πειράματα υπό κατάλληλες συνθήκες και να εξελιχθούν διαδικασίες μέχρι να επιτευχθεί το απαιτούμενο αποτέλεσμα. Στο χρηματοοικονομικό κόσμο όμως δεν υπάρχουν περιθώρια διεξαγωγής πειραμάτων, καθώς η εφαρμογή οποιασδήποτε πρότασης έχει άμεσο αντίκτυπο στο κοινωνικό και οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο εκτελείται. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να γίνεται διεξοδικός έλεγχος και ανάλυση όλων των προγραμμάτων προτού υλοποιηθούν και κάθε νέα πρόταση που αποσκοπεί στη βελτίωση της οικονομικής ευημερίας, παράλληλα με το θεωρητικό υπόβαθρο στο οποίο στηρίζεται, θα πρέπει να συνοδεύεται και από εμπειριστατωμένη εμπειρική τεκμηρίωση. Το κεφάλαιο αυτό συμβάλλει προς αυτήν την κατεύθυνση προσθέτοντας ακόμα μία έρευνα στην υπάρχουσα πλούσια βιβλιογραφία, επαληθεύοντας επίσης τα επιχειρήματα υπέρ της έκδοσης SND από τους τραπεζικούς οργανισμούς.

9.1 Επισκόπηση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με το SND

Το έντονο ενδιαφέρον σχετικά με την έκδοση SND και τη δυνατότητα ελέγχου του τραπεζικού κινδύνου από το συγκεκριμένο μηχανισμό της αγοράς αντανακλάται στην πληθώρα εμπειρικών ερευνών που έχουν ιστορικά καταγραφεί. Από το 1988 όπου αναφέρεται η πρώτη έρευνα από τους Avery, Belton και Goldberg μέχρι και σήμερα, πολλοί ερευνητές μελέτησαν τις ιδιότητες του SND και το κατά πόσο η θεωρητική προσέγγιση έβρισκε εφαρμογή στην πράξη. Η πλειοψηφία των ερευνών βασίζεται κυρίως σε στοιχεία προερχόμενα από την αμερικανική οικονομία, και ιδιαίτερα σε εταιρείες BHCs. Μολονότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι συγκεχυμένα ανάλογα με την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, οι περισσότερες μελέτες αποδεικνύουν τη σημασία του SND για την άσκηση ελέγχου και εποπτείας των τραπεζών.

Ιδιαίτερης αναφοράς αξίζουν οι πρόσφατες έρευνες των Sironi (2003), Gropp, Vesala και Vulpes (2002), Gropp και Richards (2001), καθώς αποτελούν τις μόνες βασιζόμενες μελέτες σε στοιχεία από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Καθώς η νέα συνθήκη της Βασιλείας παραθέτει τη σημασία των μηχανισμών της αγοράς ως έναν από τους τρεις πυλώνες που αποτελούν το Διεθνές Ρυθμιστικό Πλαίσιο για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας το οποίο θα εφαρμοστεί πλήρως από το έτος 2007, οι εποπτικές αρχές, οι τραπεζικοί οργανισμοί και η πανεπιστημιακή κοινότητα πρέπει να εντείνουν τις έρευνες τους γύρω από την ευρωπαϊκή αγορά.

Προτού παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας, κρίνεται απαραίτητη η περιληπτική παρουσίαση των προγενέστερων μελετών και των συμπερασμάτων τους, όπως φαίνονται στον πίνακα 9.1.1:



ΠΙΝΑΚΑΣ 9.1.1

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
Avery R., Belton T.M. & Goldberg M.A., November 1988. Market Discipline in Regulating Bank Risk: New Evidence from the Capital Markets, Journal of Money, Credit and Banking vol. 20, 547-610.	U.S.	1983-84	71 BHCs 137 ομόλογα	Οι αποδόσεις των μακροχρόνιων ομολόγων δε σχετίζονται με λογιστικούς δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας των τραπεζών.	Δεν παρατηρείται.
Berger A.N., Davies S.M., Flannery M.J., August 2000. Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who knows What When?, Journal of Money, Credit, and Banking, 32, 641-667.	U.S.	1989:Q4-1992:Q2	184 μεγάλες BHCs	Οι εκτιμήσεις των εποπτικών αρχών και των γραφείων εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας για τον κίνδυνο των τραπεζών συμπληρώνουν η μία την άλλη, επιτυγχάνοντας ακριβέστερες εκτιμήσεις.	Ναι. Τα γραφεία εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας επιτυγχάνουν να προβλέπουν προβλήματα στα χαρτοφυλάκια δανείων των BHCs.
Bliss R.R. and Flannery M.J., 2000. Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper.	U.S.	1986:Q1-1997:Q4	107 BHCs 761 ομόλογα	Αποφέρεις των διοικητικών στελεχών έπειτα από αλλαγές στην αξία των ομολόγων μπορεί να προκαλέσουν με την ίδια πιθανότητα αύξηση ή μείωση της αξίας του χρέους μιας BHC.	Δεν παρατηρείται.
Covitz M, Hancock D. and Kwast M., June 2000. Mandatory Subordinated Debt: Would Banks Face More Market Discipline ?, Board of Governors of the Federal Reserve System, working paper.	U.S.	1986:Q2-1997:Q4	Οι μεγαλύτερες 50 BHCs σε κάθε τρίμηνο	Οι αποφέρεις έκδοσης SND εξαρτώνται από την επικινδυνότητα των BHCs. Επίσης, οι αποδόσεις του SND πάνω από τις αποδόσεις των ομολόγων του Δημοσίου ίδιας διάρκειας σχετίζονται θετικά με λογιστικούς δείκτες και δείκτες της αγοράς για τη μέτρηση του κινδύνου.	Ναι.

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς (συνέχεια)**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
De Young R., Flannery M.J., Lang W.W. & Sorescu S., November 2001. The Information Content of Bank Exam Ratings and Subordinated Debt Prices, <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i> , 33, 900-925.	U.S.	1989:Q2-1995:Q1 για τις BHCs και 1986:Q2-1995:Q1 για τις μητρικές τράπεζες	67 διαφορετικές BHCs και 1079 διαφορετικές δημόσιες τράπεζες	Οι αποδόσεις του SND σχετίζονται θετικά με λογιστικούς και αγοραίους δείκτες μέτρησης του κινδύνου, όπως επίσης και με τις εκτιμήσεις των επιθεωρητών των εποπτικών αρχών, με τη διαφορά ότι οι εκτιμήσεις των ελεγκτών αποκαλύπτουν πληροφορίες οι οποίες αντικατοπτρίζονται στις τιμές των ομολόγων αρκετούς μήνες μετά.	Ναι.
Evanoff D.D. & Wall L.D., October/December 2001. Sub-debt Yield Spreads as Bank Risk Measures, <i>Journal of Financial Services Research</i> , 20, 121-146.	U.S.	1985-99	100 μεγαλύτεροι οργανισμοί (BHCs και μητρικές τράπεζες)	Οι αποδόσεις του SND προβλέπουν εξίσου καλά ή ακόμη καλύτερα από οποιοδήποτε δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας τις εκτιμήσεις των εποπτικών αρχών για των κίνδυνο των τραπεζών (π.χ. μέσω των δεικτών CAMELS και BOPEC ⁶⁷).	Ναι.
Evanoff D.D. & Wall L.D., May 2002. Measures of the Riskiness of Banking Organizations: Subordinated Debt Yields, Risk-based Capital, and Examination Ratings, <i>Journal of Banking and Finance</i> , 989-1009.	U.S.	1985-99	100 μεγαλύτεροι οργανισμοί (BHCs και μητρικές τράπεζες)	Οι αποδόσεις του SND προβλέπουν εξίσου καλά ή ακόμη καλύτερα από οποιοδήποτε δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας τις εκτιμήσεις των εποπτικών αρχών για των κίνδυνο των τραπεζών (π.χ. μέσω των δεικτών CAMELS και BOPEC), εκτός από το δείκτη Tier I leverage ratio.	Ναι.
Flannery M.J. & Sorescu S.M., September 1996. Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991, <i>Journal of Finance</i> vol. 51(4), 1347-1377.	U.S.	1983-91	80 BHCs 3 τράπεζες 422 ομόλογα	Τα επιτόκια του SND σχετίζονται με διάφορες μορφές μέτρησης του κινδύνου των τραπεζών καθ' όλη τη δειγματική περίοδο, και ειδικά τα 3 τελευταία χρόνια του δείγματος.	Ναι.

⁶⁷ Η μονογραφία BOPEC αποτελεί μια εκτίμηση σημαντικών παραγόντων που εξασφαλίζουν την οικονομική βιωσιμότητα των τραπεζικών οργανισμών, και προέρχεται από τα αρχικά των λέξεων: Bank subsidiaries, Other (nonbank) subsidiaries, the Parent company, consolidated Earnings, consolidated holding company Capital adequacy.

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς (συνέχεια)**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
Gorton G. & Santomero A. M., February 1990. Market Discipline and Bank Subordinated Debt, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 22 No1, 119-128.	U.S.	1983-84	71 BHCs 137 ομόλογα	Η εφαρμογή ενός μη γραμμικού μοντέλου αποτίμησης της αξίας των τραπεζών με τη χρήση δικαιωμάτων στα δεδομένα της έρευνας των Avery, Belton και Goldberg (1988), δε βρήκε ένδειξη αποτελεσματικότητας της αγοράς για την εποπτεία των τραπεζών μέσω του SND.	Όχι.
Goyal V.K., October 2001. Market Discipline of Bank Risk: Evidence from Subordinated Debt Contracts, Working Paper, Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology.	U.S.	1974-95	150 μεγαλύτερες BHCs, 72 από τις οποίες έχουν εκδώσει SND.	BHCs με υψηλότερο δείκτη Tobin's q (ο οποίος ορίζεται ως το ποσοστό της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων ως προς τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων) είναι λιγότερο πιθανό να εκδώσουν χρέος που περιλαμβάνει περιοριστικά συμβόλαια (όπως π.χ. περιορισμό επενδύσεων, μερισμάτων και χρηματοδότησης) από τράπεζες που έχουν χαμηλότερο Tobin's q δείκτη.	Ναι.
Hancock D. & Kwast M.L., October/December 2001. Using Subordinated Debt to Monitor Bank Holding Companies: Is it Feasible?, Journal of Financial Services Research, 20, 147-187.	U.S.	January 1997-October 1999	40 BHCs	Οι χρονολογικές σειρές διαφόρων μεθόδων μέτρησης του τραπεζικού κινδύνου καθώς και πολλών παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις του SND, διαφοροποιούνται ανάλογα με την πηγή από την οποία προέρχονται, προκαλώντας προβλήματα σύγκρισης των αποτελεσμάτων των ερευνών.	Ναι.

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς (συνέχεια)**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
Hassan M.K., Winter 1993. Capital Market Tests of Risk Exposure of Loan Sales Activities of Large U.S. Commercial Banks, Quarterly Journal of Business and Economics, 27-49.	U.S.	1984-1988	'84: 50 τράπεζες 171 ομόλογα '85: 49 τράπεζες 137 ομόλογα '86: 48 τράπεζες 160 ομόλογα '87: 43 τράπεζες 174 ομόλογα '88: 49 τράπεζες 223 ομόλογα	Λογιστικοί δείκτες εκτίμησης του κινδύνου συσχετίζονται με τις τεκμαρτές διακυμάνσεις (implied variances) των τραπεζών, οι οποίες υπολογίζονται από το μοντέλο τιμολόγησης του SND των Gorton και Santomero, ενσωματώνοντας αποδόσεις ανάλογα με τον κίνδυνο πτώχευσης των οργανισμών (default risk-premium).	Ναι.
Hassan M.K., Karels G.V. and Peterson M.O., Fall 1993. Off-Balance Sheet Activities and Bank Default-Risk Premia: A Comparison of Risk Measures, Journal of Economics and Finance, 69-83.	U.S.	1984-1988	'84: 50 τράπεζες 171 ομόλογα '85: 49 τράπεζες 137 ομόλογα '86: 48 τράπεζες 160 ομόλογα '87: 43 τράπεζες 174 ομόλογα '88: 49 τράπεζες 223 ομόλογα	Λογιστικοί δείκτες εκτίμησης του κινδύνου συσχετίζονται με τις τεκμαρτές διακυμάνσεις (implied variances) των τραπεζών, οι οποίες υπολογίζονται από το μοντέλο τιμολόγησης του SND των Gorton και Santomero. Κανείς από τους δείκτες εκτός ισολογισμού για τη μέτρηση του κινδύνου που χρησιμοποιούνται δε συσχετίζεται με τις τεκμαρτές διακυμάνσεις.	Ναι.
Jagtiani J., Kaufman G. and Lemieux C., December 1999. Is the Safety Net Extended to Bank and Bank Holding Company Debt?: Evidence from Debt Pricing, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 1998.	U.S.	1992-1997	19 τράπεζες με 39 μη ανακλήσιμα SND 41 BHCs με 39 μη ανακλήσιμα SND	Τα ομόλογα των τραπεζών και των BHCs τιμολογούνται στην αγορά ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο του κάθε οργανισμού. Η σχέση αυτή παρουσιάζεται να είναι πιο δυνατή για τις BHCs.	Ναι.

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς (συνέχεια)**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
Jagtiani J., Kaufman G. and Lemieux C., June 2000. Do Markets Discipline Banks and Bank Holding Companies? Evidence from Debt Pricing, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper.	U.S.	1992-1997	19 τράπεζες με 19 μη ανακλήσιμα SND 39BHCs με 39 μη ανακλήσιμα SND	Οι εκδόσεις SND σε επίπεδο BHCs και μητρικών τραπεζών διαπραγματεύονται στην αγορά με αποδόσεις οι οποίες δεν είναι στατιστικά διαφορετικές μεταξύ τους. Οι αποδόσεις αυξάνονται καθώς αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος των οργανισμών, ιδιαίτερα για τις ελλιπώς κεφαλαιοποιημένες τράπεζες.	Nai.
Jagtiani J. and Lemieux C., April 2000. Stumbling Blocks to Increasing Market Discipline: A Note on Bond Pricing and Funding Strategy Prior to Failure, Federal Reserve Bank of Chicago Emerging Issues Series, S&R-98-8R.	U.S.	1980-1995	5 τράπεζες που χρεοκόπησαν, οι θυγατρικές BHCs των οποίων είχαν προχωρήσει στη δημόσια έκδοση ομολόγων κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριμήνων πριν την πτώχευση.	Η αγορά τιμωρεί τις χρεοκοπημένες τράπεζες επιβάλλοντας δραματικά υψηλότερες αποδόσεις στο SND (σε συσχέτιση με λογιστικούς δείκτες εκτίμησης του κινδύνου) ζεκινώντας την επιβολή των κυρώσεων περίπου 5 τρίμηνα πριν την πτώχευση του οργανισμού. Επίσης, καθώς η πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών μειώνεται, η χρηματοδότηση των οργανισμών γίνεται κυρίως μέσω ασφαλισμένων καταθέσεων και όχι με έκδοση ομολόγων.	Nai.
Krainer J. and Lopez J., 2003. Forecasting Bank Supervisory Ratings using Securities Market Information, Federal Bank of San Francisco Working Paper.	U.S.	1990-1998	Οι μεγαλύτερες BHCs	Στο συγκεκριμένο δείγμα οι τιμές διαπραγμάτευσης του SND στην αγορά μπορούν να προβλέψουν τους δείκτες εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας BOPEC που εκδίδει η Fed.	Nai.
Morgan D. and Stiroh K., December 1999. Bond Market Discipline of Banks: Is the Market Tough Enough ?, Staff Report #95, Federal Reserve Bank of New York.	U.S.	1993-1998	Μητρικές τράπεζες και BHCs 600 ομόλογα	Η σύγκριση της στατιστικής αλληλεξάρτησης των ομολογιακών αποδόσεων και δεικτών πιστοληπτικής ικανότητας μεταξύ τραπεζικών οργανισμών και άλλων Αμερικανικών επιχειρήσεων την περίοδο 1993-1998 υπέδειξε μεγάλη ομοιότητα, κυρίως για εκδόσεις ομολόγων με χαμηλότερο κίνδυνο.	Nai.

**Περιληπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών αναφορικά με την
άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου του SND στους τραπεζικούς οργανισμούς (συνέχεια)**

Βιβλιογραφικές Παραπομπές	Χώρα	Εξεταζόμενη Περίοδος	Δείγμα	Συμπεράσματα	Άσκηση Αποτελεσματικού Ελέγχου
Gropp R. & Richards A., 2001. Rating Agency Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What can we Infer about Private Sector Monitoring of Bank Soundness?, Economics Notes 30 (3), 373-398.	E.U.	1989-2000	32 μεγάλες εμπορικές τράπεζες	Οι τιμές του SND δε σχετίζονται με μεταβολές διαφόρων δεικτών μέτρησης του κινδύνου των τραπεζών.	Όχι.
Gropp R. & Vesala J. May 2002. Deposit Insurance, Moral Hazard and Market Monitoring, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank Structure Conference Proceedings.	E.U.	1991-1998	128 μεγάλες εμπορικές τράπεζες	Η ρητή ασφάλιση των καταθέσεων αποτελεί μηχανισμό δέσμευσης που συμβάλλει στον περιορισμό των Σ.Ε.Κ. και ωθεί τους κατόχους SND να ελέγχουν τους οργανισμούς. Επίσης, ο περιορισμός των Σ.Ε.Κ. οδηγεί στην ανάληψη μικρότερων κινδύνων από τις μικρότερες σε κατάταξη τράπεζες που έχουν προχωρήσει στην έκδοση SND.	Ναι.
Gropp R., Vesala J. & Vulpes G., 2002. Equity and Debt Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility, ECB Working Papers No. 150.	E.U.	1990-2000	84 τράπεζες, 23 εκ των οποίων πτώχευσαν.	Οι αποδόσεις του SND παρουσιάζεται να έχουν προβλεπτική ικανότητα αναφορικά με τις πτωχεύσεις των τραπεζών. Οι αποδόσεις του SND επηρεάζονται από τα Σ.Ε.Κ. και φαίνεται να προβλέπουν σχετικά αργά τις επικείμενες πτωχεύσεις.	Ναι.
Krishnan C.N.V., Ritchken P.H. and Thomson J.B., May 2003. Monitoring and Controlling Bank Risk: Does Risky Debt Serve any Purpose?, Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 03-01.	U.S.	1994-1999	17 τράπεζες 33 BHCs 133 μη τραπεζικοί οργανισμοί	Μεταβολές στις αποδόσεις του SND δεν αντανακλούν μεταβολές του κινδύνου των τραπεζών. Επίσης, η έκδοση SND δεν αποτρέπει την ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τους οργανισμούς.	Όχι.
Sironi A., June 2003. Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues, Journal of Money, Credit and Banking vol. 35 (3), 443-472.	E.U.	1991-2000	31 μεγάλες εμπορικές τράπεζες	Οι αποδόσεις του SND αυξάνονται καθώς αυξάνεται και ο κίνδυνος των τραπεζών, με εξαίρεση τις αποδόσεις του SND που εκδίδεται από δημόσιους τραπεζικούς οργανισμούς. Η ευαισθησία απέναντι στον κίνδυνο φαίνεται να βελτιώθηκε κατά τη δεκαετία του 1990.	Ναι.

9.2 Θεωρητικό πλαίσιο και μεθοδολογία

Η έρευνα που ακολουθεί, έχοντας κληρονομήσει τα αποτελέσματα των μελετών του παρελθόντος, εστιάζει την προσοχή της στο κατά πόσον οι προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND περιορίζουν τον κίνδυνο των τραπεζικών οργανισμών, αποτυπώνοντας το έντονο ενδιαφέρον τόσο του επενδυτικού κοινού όσο και των εποπτικών αρχών. Προκειμένου να αποδειχθεί η σχέση αυτή, θα πρέπει να διαπιστωθεί σύμφωνα με τη θεωρία ότι οι οργανισμοί που διατηρούν μεγαλύτερα ποσοστά SND στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση απολαμβάνουν μικρότερες εκτιμήσεις από την αγορά για τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Στην περίπτωση όπου δεν παρατηρείται κάτι τέτοιο, τότε το SND δεν μπορεί να αποτελέσει μηχανισμό ασκησης ελέγχου του κινδύνου των τραπεζών.

Το πρώτο βήμα στη διαδικασία ανάλυσης αποτελεί η επιλογή των κατάλληλων μεταβλητών που χρησιμοποιούνται ως επεξηγηματικές μεταβλητές στο υπόδειγμα εκτίμησης του τραπεζικού κινδύνου και ο προσδιορισμός του μοντέλου. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν βασίζονται αποκλειστικά σε λογιστικά στοιχεία, καθώς είναι δύσκολη η εξεύρεση των απαιτούμενων δεδομένων για διάφορους δείκτες εκτίμησης του κινδύνου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που προέρχονται από την αγορά, όπως είναι οι δείκτες εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών C.A.M.E.L.S., B.O.P.E.C., M.B.F.S.(Moody's Banks Financial Strength), F.I.I.(FitchIBCA Individual), δείκτες εκτίμησης της μεταβλητότητας των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων που παρέχονται από εταιρείες όπως οι Moody's και Standard & Poors, οι αποδόσεις του SND πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ο χρόνος έως τη λήξη του SND και αρκετές άλλες. Αν και ομολογουμένως οι πληροφορίες που παρέχονται από την αγορά είναι σημαντικές και διαδραματίζουν κυρίαρχο ρόλο στην επεξήγηση της μεταβλητότητας των τραπεζικών οργανισμών, τα λογιστικά στοιχεία μας επιτρέπουν να παρουσιάσουμε κάποια βασικά και ασφαλή συμπεράσματα αναφορικά με τη σχέση της μεταβλητότητας των τραπεζών και του ύψους του SND που διατηρούν στην κατοχή τους.

Μολαταύτα, η αποτυχία εξόρυξης ουσιαστικών αποτελεσμάτων για τη σχέση της μεταβλητότητας και του επιπέδου του SND, μπορεί να οφείλεται στην καταστρατήγηση ορισμένων κοινά αποδεκτών υποθέσεων, όπως:

- I. Οι λογιστικοί δείκτες μέτρησης του κινδύνου αποτελούν ακριβείς εκτιμήσεις του πραγματικού κινδύνου των τραπεζών.
- II. Η επιλογή ενός γραμμικού μοντέλου για την εφαρμογή ανάλυσης παλινδρόμησης είναι σωστή.
- III. Οι εποπτικές αρχές μαζί με τα Σ.Ε.Κ έχουν καθορίσει σαφείς κανόνες για την πτώχευση των προβληματικών οργανισμών.

Η πρώτη υπόθεση, αν και έχει κάποια μειονεκτήματα, αναγνωρίζεται ως κοινά αποδεκτή. Τα λογιστικά δεδομένα, παρ' όλο που χαρακτηρίζονται από συσχέτιση των καταλοίπων (noise), θεωρείται ότι αποτελούν αμερόληπτες εκτιμήσεις του πραγματικού κινδύνου σε πολλούς τομείς των χρηματοοικονομικών. Η δεύτερη υπόθεση για την επιλογή ενός γραμμικού μοντέλου πρέπει να αποτελεί μια σωστή προσέγγιση της πραγματικής σχέσης που συνδέει την εξαρτημένη με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Τέλος, η τρίτη υπόθεση εξασφαλίζει τον αποκλεισμό έμμεσης ενίσχυσης από κυβερνητικές αρχές στις προβληματικές τράπεζες για τη διάσωσή τους, αυξάνοντας έτσι τα κίνητρα των κατόχων SND να ασκήσουν έλεγχο για την

αποτροπή οικονομικής κατάρρευσης των ιδρυμάτων. Σε περίπτωση όπου παρατηρείται σημαντική συσχέτιση μεταξύ κινδύνου και SND συμπεραίνεται ότι η αγορά ανταποκρίνεται στον κίνδυνο σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις, ενώ αντιθέτως η έλλειψη σημαντικής συσχέτισης μπορεί να οφείλεται σε μη αποτελεσματικότητα της αγοράς ή σε ελαστικότερη συμπεριφορά των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών απέναντι στους προβληματικούς οργανισμούς.

Οι συμβολισμοί των λογιστικών δεδομένων που θα αποτελέσουν τις επεξηγηματικές μεταβλητές του υποδείγματος και η ερμηνεία τους είναι οι εξής:

SND με SND συμβολίζεται το ύψος του Χρέους με Υπόταξη Εξόφλησης κάθε τραπεζικού οργανισμού στο τελευταίο τρίμηνο του 2003, ως ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 9.3.1). Όπως έχει ήδη συζητηθεί στο κεφάλαιο έξι, η συσχέτιση του SND και της μεταβλητότητας εξαρτάται από την αξία της επιχείρησης, σε σχέση με την αξία της στο σημείο καμπής (inflection point) της συνάρτησης του SND. Στην περίπτωση όπου η αξία της επιχείρησης βρίσκεται υψηλότερα του σημείου καμπής, τότε το SND αναμένεται να συνδέεται αρνητικά με τη μεταβλητότητα, καθώς οι κάτοχοι του δεν επιθυμούν αυξημένο κίνδυνο του οργανισμού. Στην αντίθετη περίπτωση όπου η αξία της επιχείρησης βρίσκεται χαμηλότερα από το σημείο καμπής, το SND αναμένεται να σχετίζεται θετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο.

RESERVES ως RESERVES ορίζεται ο λόγος των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια ως προς το σύνολο των δανείων ενός οργανισμού. Η μεταβλητή αυτή σχετίζεται θετικά με τη μεταβλητότητα, καθώς αύξηση του ποσοστού συνεπάγεται υψηλότερη αναμενόμενη ζημία. Εντούτοις, μια υψηλότερη τιμή της μεταβλητής μπορεί να ερμηνευθεί από τους κατόχους SND και από τους υπόλοιπους πιστωτές ως μία επιπρόσθετη προστασία των κεφαλαίων τους από μη αναμενόμενες ζημιές. Στην περίπτωση αυτή αναμένεται η μεταβλητή να σχετίζεται αρνητικά με τη μεταβλητότητα των τραπεζών.

INCOME ως μεταβλητή INCOME ορίζεται το ποσοστό του τριμηνιαίου καθαρού εισοδήματος της επιχείρησης ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Υψηλότερο ποσοστό ερμηνεύεται ως απομάκρυνση της πιθανότητας πτώχευσης του οργανισμού και κατά συνέπεια σχετίζεται αρνητικά με τον κίνδυνο. Παρ' όλα αυτά υψηλότερη κερδοφορία μπορεί να ερμηνευτεί ως αποζημίωση για την ανάληψη αιβέβαιων επενδυτικών σχεδίων, και συνεπώς να παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητότητα.

LEVERAGE με τον όρο LEVERAGE εννοούμε την αναλογία της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων ενός οργανισμού ως προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Υψηλότερη μόχλευση συνεπάγεται και μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης, και επομένως σχετίζεται θετικά με τη μεταβλητότητα των οργανισμών.

NET LOANS

η μεταβλητή *NET LOANS* απεικονίζει το ποσοστό του συνόλου των δανείων έπειτα από την αφαίρεση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια, ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Η μεταβλητή αυτή σχετίζεται θετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο όταν τα δάνεια θεωρούνται μεγαλύτερης επικινδυνότητας, ή όταν απλά ο κίνδυνος τους είναι δυσκολότερο να εκτιμηθεί.

INVESTMENTS

η μεταβλητή *INVESTMENTS* περιλαμβάνει το ποσοστό των μετοχών για επενδυση που κατέχουν οι τράπεζες ως προς το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων. Η μεταβλητή αυτή σχετίζεται θετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο αν οι μετοχές που αποτελούν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο χαρακτηρίζονται ως υψηλού κινδύνου. Όμως, η αύξηση του ποσοστού μπορεί επίσης να θεωρηθεί από τους κατόχους SND και τους υπόλοιπους επενδυτές ως πιθανό μη αναμενόμενο κέρδος στην περίπτωση όπου οι επενδύσεις κριθούν επιτυχημένες, προσφέροντας μία πρόσθετη εξασφάλιση στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών.

CONTROL

η μεταβλητή *CONTROL* υπολογίζεται ως η αναλογία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων κάθε τράπεζας ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της μεγαλύτερης σε μέγεθος τράπεζας του δείγματος, και χρησιμοποιείται ως ένας δείκτης βαρύτητας κάθε τράπεζας στο δείγμα. Η μεταβλητή *CONTROL* αναμένεται να επηρεάζει αρνητικά τη μεταβλητότητα των τραπεζών, καθώς οι μεγαλύτερες τράπεζες τείνουν να έχουν πιο διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, και κατά συνέπεια να αντιμετωπίζουν χαμηλότερο κίνδυνο. Επομένως, η μεταβλητή αυτή περιλαμβάνει κατά κάποιο τρόπο το φαινόμενο “too-big-to-fail” (TBTF).

Ο πίνακας 9.2.1 συνοψίζει τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος και τα προαναφερόμενα θεωρητικά συμπεράσματα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.2.1

Θεωρητική αλληλεξάρτηση μεταβλητότητας και ερμηνευτικών μεταβλητών του δείγματος

	<i>SND</i>	<i>RESERVES</i>	<i>INCOME</i>	<i>LEVERAGE</i>	<i>NET LOANS</i>	<i>INVESTMENTS</i>	<i>CONTROL</i>
<i>VOLATILITY</i>	(+)	(+)	(-)	(+)	(+)	(+)	(-)
	(-)	(-)	(+)			(-)	(+)

Συνεπώς, η εκτιμώμενη συνάρτηση μπορεί να συμβολιστεί ως:

$$VOLATILITY = f(SND, LEVERAGE, INCOME, NET LOANS, CONTROL, INVESTMENTS, RESERVES),$$

και επιλέγοντας ένα γραμμικό υπόδειγμα, η συσχέτιση της μεταβλητής με τις ερμηνευτικές μεταβλητές, μπορεί να γραφεί με τη μορφή εξίσωσης ως:

$$\begin{aligned}\sigma_j = & \beta_0 + \beta_1 \cdot SND_j + \beta_2 \cdot LEVERAGE_j + \beta_3 \cdot INCOME_j + \beta_4 \cdot NETLOANS_j \\ & + \beta_5 \cdot CONTROL_j + \beta_6 \cdot INVESTMENTS_j + \beta_7 \cdot RESERVES_j + v_j\end{aligned}\quad (9.2.1)$$

όπου με j συμβολίζονται οι επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στο δείγμα. Η εκτίμηση της εξίσωσης 9.2.1 για ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα διαστρωματικών στοιχείων παρέχει πολύτιμα συμπεράσματα για την επίδραση του SND και των υπόλοιπων δεικτών στη μεταβλητή της τραπεζικών οργανισμών.

9.3 Συλλογή δεδομένων και περιγραφή στοιχείων

Για την εφαρμογή της έρευνας προτιμήθηκε η συλλογή δεδομένων που αφορούν τις μεγαλύτερες BHCs στην αμερικανική οικονομία. Δεν αποτελεί τυχαίο γεγονός το ότι η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών για την υποχρεωτική έκδοση SND βασίζεται σε δεδομένα που αφορούν τη συγκεκριμένη μορφή τραπεζών και αγορά. Το μέγεθος των αμερικανικών BHCs τραπεζών τις κατατάσσει ανάμεσα στους μεγαλύτερους τραπεζικούς οργανισμούς παγκοσμίως, αποκαλύπτοντας τη βαρύτητα που έχουν τόσο στην εγχώρια οικονομία όσο και στο παγκόσμιο τραπεζικό στερέωμα. Επίσης, οι νομοθετικές ρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα των Η.Π.Α. αποτελούν ίσως το πληρέστερο νομοθετικό πλαίσιο το οποίο έχει δοκιμαστεί και βελτιωθεί με την πάροδο του χρόνου μέσα από χρηματοοικονομικές κρίσεις. Ακόμη, το νομοθετικό διάταγμα GLBA του 1999 για την αποφυγή μεγάλων τραπεζικών κρίσεων απαιτεί από τις πενήντα μεγαλύτερες τράπεζες των Η.Π.Α. την έκδοση μακροχρόνιου, ακάλυπτου χρέους ως ένα πρόσθετο εργαλείο ελέγχου και εποπτείας, διευκολύνοντας έτσι τη συλλογή των απαραίτητων στοιχείων για την εκπόνηση της μελέτης.

Το εκτιμώμενο δείγμα περιλαμβάνει στοιχεία από τριάντα BHCs που κατατάσσονται ανάμεσα στους μεγαλύτερους οργανισμούς του κλάδου. Παρουσιάζοντας μια “φωτογραφική” απεικόνιση της σχέσης του κινδύνου των τραπεζών με το ύψος του SND και μια σειρά ανεξάρτητων μεταβλητών, η ανάλυση εστιάζεται στο τελευταίο τρίμηνο του 2003 και χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία (Federal Reserve Board Y9 Reports) προερχόμενα από την ιστοσελίδα του εθνικού κέντρου πληροφοριών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. (National Information Center, Federal Reserve System)⁶⁸. Ακόμη, για την εκτίμηση του κινδύνου χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες τιμών των μετοχών (Price Index) των αντίστοιχων BHCs, προερχόμενοι από τη βάση οικονομικών δεδομένων Datastream για τη χρονική περίοδο 1 Οκτωβρίου 2003 έως 31 Δεκεμβρίου 2003. Στον πίνακα 9.3.1 παρουσιάζονται οι τραπεζικοί οργανισμοί που περιλαμβάνονται στο δείγμα, το ποσοστό του SND ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων κάθε τράπεζας το τελευταίο τρίμηνο του 2003, καθώς και η εκτιμώμενη μεταβλητή των τιμών των τραπεζικών μετοχών για το ίδιο χρονικό διάστημα. Πρέπει να σημειωθεί ότι το εκτιμώμενο δείγμα σχηματίστηκε έτσι ώστε να περιλαμβάνει όσο το δυνατόν

⁶⁸ www.ffiec.gov/nic/default.htm

ακριβέστερες πληροφορίες, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μέγεθος των τραπεζών όσο και τη διαθεσιμότητα πληροφοριών που παρέχεται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Έτσι, ορισμένες BHCs με μεγαλύτερο μέγεθος περιουσιακών στοιχείων από αυτές που περιλαμβάνονται στο δείγμα αποκλείστηκαν υποχρεωτικά, καθώς δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για το τελευταίο τρίμηνο του 2003.

Ο υπολογισμός της ημερήσιας μεταβλητότητας S των τιμών των τραπεζικών μετοχών δίνεται από τον τύπο:

$$S = \sqrt{(1/N - 1) \cdot \sum_{t=1}^N (R_t - \bar{R})^2} \quad (9.3.1)$$

όπου με N συμβολίζεται ο αριθμός των παρατηρήσεων, με R_t συμβολίζεται η ημερήσια απόδοση μιας μετοχής την ημέρα t , και με \bar{R} συμβολίζεται η μέση απόδοση των μετοχών στις N ημέρες. Η ημερήσια απόδοση μιας μετοχής R_t , υποθέτοντας ανατοκισμό σε συνεχή χρόνο, υπολογίζεται από τον τύπο:

$$R_t = \ln(P_t / P_{t-1}) \quad (9.3.2)$$

όπου με P_t και P_{t-1} συμβολίζεται ο δείκτης τιμών των τραπεζικών μετοχών την ημέρα t και $t-1$ αντίστοιχα. Τέλος, ο υπολογισμός της τριμηνιαίας μεταβλητότητας των μετοχών των BHCs, υποθέτοντας 252 ημέρες διαπραγμάτευσης το χρόνο, εκτιμάται ως εξής:

$$S_{\text{τριμήνου}} = S \cdot \sqrt{252/4} \quad (9.3.3)$$

Η μεταβλητότητα των μετοχών για όλες τις BHCs του δείγματος εμφανίζεται στην τέταρτη στήλη του πίνακα 9.3.1 για το τελευταίο τρίμηνο του 2003.

Προτού προχωρήσουμε σε ανάλυση παλινδρόμησης των διαστρωματικών στοιχείων για τον υπολογισμό της εξίσωσης 9.2.1, θα πρέπει να αναφερθούν ορισμένες υποθέσεις κάτω από τις οποίες διεξάγεται η συγκεκριμένη εμπειρική μελέτη. Κατ' αρχάς, πολύ βασική υπόθεση αποτελεί το γεγονός ότι η αξία όλων των τραπεζών του δείγματος βρίσκεται στην ίδια κατεύθυνση αναφορικά με το σημείο καμπής (inflection point). Όπως γνωρίζουμε, το SND των τράπεζες με αγοραία αξία υψηλότερη από την αξία στο σημείο καμπής συσχετίζονται αρνητικά με τον κίνδυνο, καθώς οι κάτοχοι του χρέους συμπεριφέρονται όπως και οι υπόλοιποι πιστωτές του ιδρύματος. Όταν όμως η αξία των τραπεζών κυμαίνεται σε επίπεδα χαμηλότερα από το σημείο καμπής, τότε το SND συσχετίζεται θετικά με τη μεταβλητότητα, καθώς οι κάτοχοι του συμπεριφέρονται όπως οι μέτοχοι του οργανισμού. Σε περίπτωση όπου οι τράπεζες του δείγματος δεν ανήκουν στην ίδια κατηγορία, η αντίδραση του SND σε σχέση με τη μεταβλητότητα θα είναι διφορούμενη και δε θα μπορούν να διεξαχθούν

σημαντικά συμπεράσματα. Λόγω του ότι το εκτιμώμενο δείγμα αποτελείται από τις μεγαλύτερες BHCs των Η.Π.Α., δεχόμαστε την παραπάνω υπόθεση αυθαίρετα με την πεποιθηση ότι η αξία των τραπεζών κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα από το σημείο καμπής. Εξίσου σημαντική και απλουστευτική υπόθεση αποτελεί το γεγονός ότι η μεταβλητότητα ενός οργανισμού μπορεί να ερμηνευθεί από ένα γραμμικό υπόδειγμα όπως αυτό που χρησιμοποιείται στη συγκεκριμένη ανάλυση. Επίσης, δεχόμαστε την υπόθεση ότι τα λογιστικά στοιχεία των ισολογισμών αποτελούν αμερόληπτους εκτιμητές των αγοραίων τιμών. Κάτω από τις υποθέσεις αυτές μπορούμε να παρουσιάσουμε ευδιάκριτα και συνεπή αποτελέσματα σχετικά με τη συμπεριφορά του SND και της μεταβλητότητας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.3.1

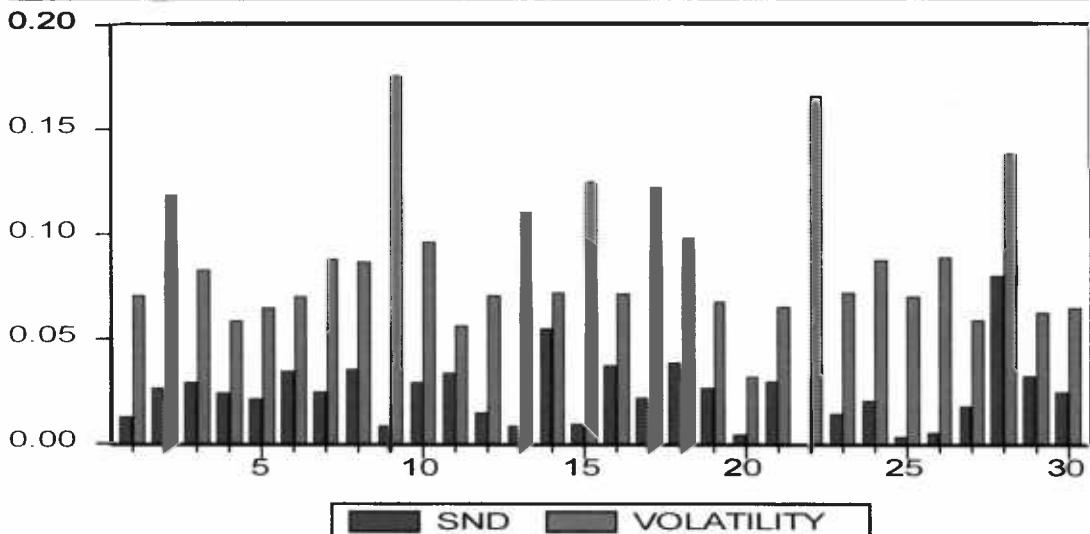
Μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών και ποσοστό του SND ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των BHCs στο τέλος του 2003

Επωνυμία	Σύμβολο (RIC)	Πολιτεία	Μεταβλητότητα των μετοχών το τελευταίο τρίμηνο του 2003	SND προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων το τελευταίο τρίμηνο του 2003
CITIGROUP INC.	C	NY	7.08%	1.28%
BANK OF AMERICA CORPORATION	BAC	NC	11.94%	2.63%
J.P. MORGAN CHASE & CO.	JPM	NY	8.32%	2.90%
WELLS FARGO & COMPANY	WFC	CA	5.84%	2.40%
WACHOVIA CORPORATION	WB	NC	6.50%	2.17%
U.S. BANCORP	USB	MN	7.01%	3.43%
SUNTRUST BANKS, INC.	STI	GA	8.81%	2.44%
NATIONAL CITY CORPORATION	NCC	OH	8.68%	3.55%
COUNTRYWIDE FINANCIAL CORPORATION	CFC	CA	17.59%	0.83%
BANK OF NEW YORK COMPANY, INC., THE	BK	NY	9.61%	2.91%
BB&T CORPORATION	BBT	NC	5.64%	3.37%
FIFTH THIRD BANCORP	@FITB	OH	7.08%	1.44%
STATE STREET CORPORATION	STT	MA	11.13%	0.85%
KEYCORP	KEY	OH	7.24%	5.49%
CITIZENS FINANCIAL GROUP, INC.	@CZFS	RI	12.52%	0.94%
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC., THE	PNC	PA	7.20%	3.73%
MBNA CORPORATION	KRB	DE	12.30%	2.21%
COMERICA INCORPORATED	CMA	MI	9.87%	3.87%
M&T BANK CORPORATION	MTB	NY	6.79%	2.67%
BANCWEST CORPORATION	BWEP	HI	3.20%	0.41%
AMSouth BANCORPORATION	ASO	AL	6.54%	2.97%
CHARLES SCHWAB CORPORATION, THE	SCH	CA	16.60%	0.00%
UNIONBANCAL CORPORATION	UB	CA	7.22%	1.43%
NORTHERN TRUST CORPORATION	@NTRS	IL	8.75%	2.05%
POPULAR, INC	@BPOP	PR	7.03%	0.34%
HARRIS FINANCIAL CORP.	HRS	DE	8.88%	0.53%
MARSHALL & ISLEY CORPORATION	MI		5.90%	1.81%
MELLON FINANCIAL CORPORATION	MEL	PA	13.89%	8.01%
HUNTINGTON BANCSHARES INCORPORATED	@HBAN	OH	6.28%	3.24%
ZIONS BANCORPORATION	@ZION	UT	6.48%	2.46%

Στο διάγραμμα 9.3.1 παρουσιάζεται το ποσοστό έκδοσης SND και μεταβλητότητας των τραπέζων που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα, δίνοντας μια πρώτη εικόνα της σχέσης των δύο μεταβλητών. Παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές οι τράπεζες με τα μεγαλύτερα ποσοστά έκδοσης SND απολαμβάνουν μικρότερη μεταβλητότητα στην αγορά.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9.3.1

Διαγραμματική απεικόνιση SND και τραπεζικού κινδύνου ως ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων ανά οργανισμό, κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2003



9.4 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας

Ξεκινώντας την οικονομετρική ανάλυση του υποδείγματος για την εξαγωγή ακριβέστερων συμπερασμάτων, πρέπει να σημειωθεί ότι το οικονομετρικό πρόγραμμα που χρησιμοποιείται είναι το E-Views. Χρησιμοποιώντας μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares) για την ανάλυση των διαστρωματικών στοιχείων, με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα σ και με ανεξάρτητη μεταβλητή αρχικά μόνο το επίπεδο του SND, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στην πρώτη στήλη του πίνακα 9.3.3. Όπως παρατηρούμε από το συντελεστή του SND, η ανεξάρτητη μεταβλητή σχετίζεται αρνητικά με τη μεταβλητότητα στο εκτιμώμενο δείγμα, δηλαδή οι τράπεζες που διατηρούν στην κατοχή τους μεγαλύτερα ποσοστά SND φαίνεται να απολαμβάνουν χαμηλότερο κίνδυνο στην αγορά σε σχέση με τους οργανισμούς που διατηρούν χαμηλότερα ποσοστά χρέους στο παθητικό τους. Όμως, ο συντελεστής του SND δεν είναι στατιστικά σημαντικός σύμφωνα με το δείγμα σε επίπεδο 1%, 5% ή 10%, και επομένως δεν μπορούμε να αποκομίσουμε περαιτέρω συμπεράσματα. Επίσης, ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared ο οποίος μας δείχνει τι ποσοστό της μεταβλητικότητας της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από την παλινδρόμηση είναι ιδιαίτερα χαμηλός, γεγονός το οποίο μας θεί να χρησιμοποιήσουμε και άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές για τη βελτίωση των οικονομετρικών αποτελεσμάτων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.3.3

Συσχέτιση μεταξύ κινδύνου των BHCs, SND και Χρηματοοικονομικών Δεικτών για το τελευταίο τρίμηνο του 2003

Μεταβλητή	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>INTERCEPT</i>	0.088923 (8.121136)***	0.096745 (3.169201)***	0.074076 (2.043597)*	0.154982 (4.697394)***	0.148279 (4.510983)***	0.152829 (3.280199)***	0.152582 (2.999042)***
<i>SND</i>	-0.067076 (-0.177769)	-0.075021 (-0.194966)	-0.192483 (-0.485895)	-0.077562 (-0.256467)	-0.093797 (-0.314734)	-0.109311 (-0.337760)	-0.108680 (-0.325356)
<i>LEVERAGE</i>	- (-0.275197)	-0.000738 (-0.166394)	-0.000446 (-1.067879)	-0.002218 (1.397112)	-0.000954 (1.554620)	-0.000890 (1.509928)	-0.000877 (1.469282)
<i>INCOME</i>	- (1.144117)	1.736411 (1.613332)	1.613332 (1.777951)	1.777951 (1.767074)	1.767074 (1.768909)		
<i>NET LOANS</i>	- (-4.465039)***	-0.122498 (-4.705650)***	-0.129445 (-3.281312)***	-0.133595 (-3.161236)***	-0.133698 (-3.161236)***		
<i>CONTROL</i>		- (-0.032309)	-0.033556 (-1.336751)	-0.033556 (-1.279788)	-0.033862 (-0.974774)		
<i>INVESTMENTS</i>			- (-0.010076)	-0.010076 (-0.140795)	-0.009854 (-0.131530)		
<i>RESERVES</i>				- (0.024175)	- (0.013838)		
R-Squared	0.001127	0.003921	0.051666	0.472404	0.508964	0.509387	0.509391
F-Statistic	0.031602	0.053146	0.472171	5.596194	4.975253	3.980021	3.263179
N=	30	30	30	30	30	30	30

Εκτιμώμενη συνάρτηση:

$$\sigma_j = \beta_0 + \beta_1 \cdot SND_j + \beta_2 \cdot LEVERAGE_j + \beta_3 \cdot INCOME_j + \beta_4 \cdot NETLOANS_j + \beta_5 \cdot CONTROL_j + \beta_6 \cdot INVESTMENTS_j + \beta_7 \cdot RESERVES_j + v_j$$

όπου σ_j είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των μετοχών, SND είναι το ύψος του Χρέους με Υπόταξη Εξόφλησης στο τελευταίο τρίμηνο του 2003 ως ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων, LEVERAGE είναι η αναλογία της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων ως προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου, INCOME ορίζεται το ποσοστό του τριμηνιαίου καθαρού εισοδήματος της επιχείρησης ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, NET LOANS είναι το ποσοστό του συνόλου των δανείων -έπειτα από την αφαίρεση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια- ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, CONTROL είναι η αναλογία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της μεγαλύτερης σε μέγεθος τράπεζας του δείγματος, INVESTMENTS είναι το ποσοστό των μετοχών για επένδυση ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, RESERVES είναι ο λόγος των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια ως προς το σύνολο των δανείων, και v_j είναι το τυπικό σφάλμα της εκτιμώμενης συνάρτησης. Οι τιμές στις παρενθέσεις αποτελούν τα αποτελέσματα του ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας των συντελεστών με την κατανομή T, και σημειώνονται με αστερίσκο στην περίπτωση όπου οι συντελεστές εμφανίζονται να είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 10(*), 5(**) και 1(***) τοις εκατό.

Εφαρμόζοντας ξανά μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων στα διαστρωματικά στοιχεία του δείγματος με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα, συμπεριλαμβανομένης αυτής τη φορά και της επεξηγηματικής μεταβλητής *LEVERAGE* στην εξίσωση παλινδρόμησης, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα όπως παρουσιάζονται στη δεύτερη στήλη του πίνακα 9.3.3. Σύμφωνα με τα παραπάνω εκτιμώμενα αποτελέσματα, ο συντελεστής του SND παραμένει αρνητικός και υποδεικνύει την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης με τη μεταβλητότητα. Η μεταβλητή *LEVERAGE*, αν και ο εκτιμώμενος συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός, σχετίζεται αρνητικά με τη μεταβλητότητα των τραπεζών, κάτιο το οποίο βρίσκεται σε αντίθεση με τη θεωρία, καθώς υψηλότερη μόχλευση συνεπάγεται και μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης. Η συμπεριφορά αυτή πιθανότατα να οφείλεται σε δύο λόγους οι οποίοι χρήζουν ιδιαίτερης σημασίας.

Πρώτον, η αρνητική συσχέτιση μεταβλητότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης μπορεί να οφείλεται στο χρονικό περιορισμό του δείγματος, καθώς η ανάλυση επικεντρώνεται μόνο στο τελευταίο τρίμηνο του 2003. Στην περίπτωση αυτή η παραπάνω παρατήρηση μπορεί απλά να ερμηνευτεί ως μία βραχυχρόνια απόκλιση από τη μακροχρόνια σχέση των δύο μεταβλητών, και θα πρέπει να διεξαχθούν έρευνες με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα για να διαπιστωθεί η ύπαρξη αστάθειας.

Δεύτερη πιθανή προέλευση της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ μεταβλητότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης αποτελεί η σύνθεση του δείγματος, το οποίο αποτελείται εξολοκλήρου από μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα τα οποία είναι δύσκολο να πτωχεύσουν. Έτσι, οι επενδυτές πιθανότατα να μην ενδιαφέρονται για μικρές μεταβολές της χρηματοοικονομικής μόχλευσης εφ' όσον δε θεωρούν ότι μπορούν να προκαλέσουν την κατάρρευση των μεγάλων οργανισμών του κλάδου (*too-big-to-fail*). Αν ισχύει αυτό, τότε θα πρέπει να διερευνηθεί η περίπτωση ύπαρξης ενός σημείου καμπής και για τη μεταβλητή *LEVERAGE*, πέρα από το οποίο η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης δε λαμβάνεται τόσο σοβαρά υπόψη από τους επενδυτές για την εκτίμηση του τραπεζικού κινδύνου. Ακόμη, θα πρέπει να εξεταστεί αν ισχύει η υπόθεση της απαγόρευσης έμμεσων κρατικών εγγυήσεων προς τους μεγάλους οργανισμούς για την αποφυγή του συστημικού κινδύνου. Όμως, ο συντελεστής προσδιορισμού παραμένει σε χαμηλά επίπεδα, κρίνοντας απαραίτητη και τη χρησιμοποίηση πρόσθετων μεταβλητών.

Στη συνέχεια, προστίθεται στις επεξηγηματικές μεταβλητές η μεταβλητή *INCOME*, η οποία σχετίζεται θετικά με τη μεταβλητότητα, όπως παρουσιάζεται στην τρίτη στήλη του πίνακα 9.3.3. Θετική συσχέτιση μεταξύ υψηλής κερδοφορίας και μεταβλητότητας μπορεί να ερμηνευτεί ως αποζημίωση για την ανάληψη αβέβαιων επενδυτικών σχεδίων. Παρ' όλα αυτά, ο συντελεστής της μεταβλητής *INCOME* δεν είναι στατιστικά σημαντικός και επομένως δε μπορούμε να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα.. Όσον αφορά το συντελεστή του SND, αν και μειώνεται η επίδρασή του, παραμένει αρνητικός.

Η επόμενη μεταβλητή που περιλαμβάνεται είναι η μεταβλητή *NET LOANS*, η οποία σχετίζεται αρνητικά με τη μεταβλητότητα, όπως φαίνεται από το συντελεστή στην τέταρτη στήλη του πίνακα 9.3.3. Μάλιστα, ο συντελεστής παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1%. Σύμφωνα με τη θεωρία όμως, η μεταβλητή αυτή σχετίζεται θετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο όταν τα δάνεια θεωρούνται μεγάλης επικινδυνότητας, ή όταν ο κίνδυνός τους είναι δύσκολο να εκτιμηθεί. Κατά συνέπεια, μπορούμε να υποθέσουμε ότι τα δάνεια των μεγάλων τραπεζικών οργανισμών δεν κρίνονται τόσο επικίνδυνα ώστε να μπορούν να οδηγήσουν τα ιδρύματα σε πτώχευση, καθώς οποιοσδήποτε κίνδυνος μπορεί να αντισταθμιστεί, παραδείγματος

χάρη με τη χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών παραγώγων. Επίσης, η αρνητική συσχέτιση μεταβλητότητας και δανείων μπορεί να οφείλεται στο γενικό ευοίωνο οικονομικό περιβάλλον, όπου δεν παρατηρούνται οικονομικές κρίσεις ή βαρυσήμαντες πτωχεύσεις επιχειρήσεων. Η προσθήκη της συγκεκριμένης μεταβλητής μάλιστα αυξάνει το συντελεστή προσδιορισμού R-squared σημαντικά, δηλώνοντας ότι το 47% της μεταβλητού της της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από τις ερμηνευτικές μεταβλητές του δείγματος.

Ακόμη, η συσχέτιση της μεταβλητότητας με τη μεταβλητή *CONTROL* όπως φαίνεται στην πέμπτη στήλη του πίνακα 9.3.3, παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον. Η ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης υποδείχνει την ισχύ του καθεστώτος των “too-big-to-fail” οργανισμών, καθώς η μεγάλη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των τραπεζών εκλαμβάνεται ως θετικό στοιχείο για τη μείωση της πιθανότητας πτώχευσης. Παρ’ όλο που ο συντελεστής δεν εμφανίζεται να είναι στατιστικά σημαντικός, η μεταβλητή *CONTROL* πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη, γιατί ουσιαστικά αποδεικνύει την ύπαρξη έμμεσης εξασφάλισης των κατόχων SND, γεγονός που επηρεάζει την τιμολόγηση και τις ιδιότητες του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού εργαλείου. Η μεταβλητή επίσης συμβάλλει στην αύξηση του συντελεστή προσδιορισμού σε 50,8%, βελτιώνοντας περισσότερο το οικονομετρικό μοντέλο.

Στην έκτη στήλη του πίνακα 9.3.3 παρουσιάζεται η συσχέτιση της μεταβλητότητας με τη μεταβλητή *INVESTMENTS*, η οποία φαίνεται να είναι αρνητική. Σύμφωνα με τη θεωρία, κάτι τέτοιο παρατηρείται όταν η αύξηση της μεταβλητής *INVESTMENTS* εκλαμβάνεται από τους κατόχους SND και τους υπόλοιπους επενδυτές ως πιθανό μη αναμενόμενο κέρδος προερχόμενο από διάφορες επενδύσεις, προσφέροντας μία πρόσθετη εξασφάλιση στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών. Συνεπώς, διαπιστώνουμε ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή δρα ανασταλτικά στην αύξηση του κινδύνου, καθώς οι επενδυτές προσδοκούν κέρδη με μεγάλη βεβαιότητα από την ανάληψη επενδύσεων. Επίσης, με την είσοδο της μεταβλητής στο εκτιμώμενο υπόδειγμα, αυξάνεται οριακά ο συντελεστής R-squared.

Τέλος, η έβδομη στήλη του πίνακα 9.3.3 αποκαλύπτει τη θετική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητότητας και της μεταβλητής *RESERVES*. Η μεταβλητή αυτή σχετίζεται θετικά με τη μεταβλητότητα όταν η αύξηση της εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως υψηλότερη αναμενόμενη ζημία. Το γεγονός αυτό δεν έρχεται σε αντίθεση με τα συμπεράσματα της μεταβλητής *NET LOANS*, καθώς αυτή προκύπτει έπειτα από την αφαίρεση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια που περιλαμβάνονται στον υπολογισμό της μεταβλητής *RESERVES*. Όμως, ο συντελεστής της μεταβλητής δεν παρουσιάζεται να είναι στατιστικά σημαντικός, και η χρησιμοποίηση της μεταβλητής αυξάνει οριακά μόνο το συντελεστή R-squared.

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στην έβδομη στήλη αποτελούν την εκτίμηση της εξίσωσης 9.2.1 για τον προσδιορισμό της μεταβλητότητας των BHCs με τη χρηση αποκλειστικά λογιστικών δεικτών. Στο εκτιμώμενο υπόδειγμα, παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ SND και του κινδύνου των τραπεζών, από την οποία μπορεί να αντληθεί το συμπέρασμα ότι υψηλότερα επίπεδα SND μειώνουν τον κίνδυνο των τραπεζών. Επίσης, το τελικό μοντέλο εξηγεί σε ποσοστό 50,9 % τη μεταβλητού της εξαρτημένης μεταβλητής, ποσοστό το οποίο κρίνεται ικανοποιητικό. Η διαπίστωση όμως ότι οι περισσότεροι συντελεστές του υποδειγματος κρίνονται μη στατιστικά σημαντικοί, δε μας επιτρέπει να εξάγουμε επιπλέον συμπεράσματα από το συγκεκριμένο οικονομετρικό μοντέλο, αλλά μόνο να παραμείνουμε σε γενικές διαπιστώσεις και ερμηνεία των προσήμων συντελεστών.

Η εξαγωγή επιπλέον συμπερασμάτων συνεπάγεται την πραγματοποίηση εμπειρικών μελετών με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα, και πιθανότατα με ευρύτερο δείγμα τραπεζών και μεταβλητών. Ακόμη, για την ποιοτικότερη ερμηνεία ενός υποδείγματος θα πρέπει να χρησιμοποιούνται τόσο λογιστικά στοιχεία όσο και δεδομένα προερχόμενα από την αγορά, όπως είναι οι δείκτες εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών και οι αποδόσεις των ομολόγων του SND. Η αξία του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού εργαλείου δε σταματάει σε αυτήν την ανάλυση, καθώς τα οφέλη που προκύπτουν πρωθιμού την πραγματοποίηση και άλλων ερευνών, οι οποίες θα συνεισφέρουν στην πληροφόρηση των επενδυτών και στην επίτευξη του δύσκολου έργου των εποπτικών αρχών.

9.5 Σύγκριση με αποτελέσματα της βιβλιογραφίας

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκριση των εξαγόμενων αποτελεσμάτων με συμπεράσματα ερευνών του παρελθόντος. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα βρίσκονται σε αντίθεση με τα αντίστοιχα ορισμένων παρεμφερών μελετών, όπως προκύπτει από τις έρευνες των Avery, Belton και Goldberg (1988), Krishnan, Ritchken και Thomson (2003), Gropp και Richards (2001), αλλά συμφωνούν με τα αποτελέσματα ενός μεγάλου αριθμού σημαντικών ερευνών όπως αυτές των Covitz, Hancock και Kwast (2000), De Young, Flannery, Lang και Sorescu (2001), Hassan (1993) και Sironi (2003), η οποία μάλιστα απευθύνεται στην ευρωπαϊκή αγορά SND.

Όπως υπέδειξε η έρευνα των Avery, Belton και Goldberg (1988), οι αποδόσεις των μακροχρόνιων ομολόγων δε σχετίζονται με λογιστικούς δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας των τραπεζών, και κατά συνέπεια δεν επιτυγχάνεται άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου μέσω των μηχανισμών της αγοράς. Επίσης, η έρευνα των Krishnan, Ritchken και Thomson (2003) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μεταβολές στις αποδόσεις του SND δεν αντανακλούν μεταβολές του κινδύνου των τραπεζών και ότι η έκδοση SND δεν αποτρέπει την ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τους οργανισμούς. Ακόμα, οι Gropp και Richards (2001) συμπέραναν ότι οι τιμές του SND δε σχετίζονται με μεταβολές διαφόρων δεικτών μέτρησης του κινδύνου των τραπεζών, και επομένως δεν επιτυγχάνεται έμμεση αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Αντίθετα, τα συμπεράσματα της προηγηθείσας έρευνας συμφωνούν με αυτά του Hassan (1993), σύμφωνα με τα οποία λογιστικοί δείκτες εκτίμησης του κινδύνου συσχετίζονται με τις τεκμαρτές διακυμάνσεις από το μοντέλο τιμολόγησης του SND των Gorton και Santomero, αποδεικνύοντας την αποτελεσματικότητα των ενδείξεων του SND για την άσκηση εποπτικού ελέγχου. Επίσης, οι έρευνες των Covitz, Hancock και Kwast (2000), Sironi (2003) και De Young, Flannery, Lang και Sorescu (2001) απέδειξαν ότι οι αποδόσεις του SND σχετίζονται θετικά με λογιστικούς δείκτες και δείκτες της αγοράς για τη μέτρηση του κινδύνου. Τα αντικρουόμενα αποτελέσματα των ερευνών ευθύνονται κυρίως στη διαφορετική χρονική διάρκεια του δείγματος που χρησιμοποιείται. Το γεγονός αυτό προσδίδει ιδιαίτερη αξία στην έρευνα μας, καθώς διευρύνει το χρονικό φάσμα των ερευνών με στοιχεία από το έτος 2003 κατά το οποίο δεν έχουν διεξαχθεί άλλες έρευνες.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η θεωρητική ανάλυση υπέρ των προτάσεων υποχρεωτικής έκδοσης SND από τους τραπεζικούς οργανισμούς τονίζει δύο σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, ότι το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών θα γίνει πιο ευαίσθητο στον κίνδυνο επιτυγχάνοντας άμεση αποτελεσματικότητα, και δεύτερον, ότι οι αποδόσεις του SND μπορούν να αποτελέσουν σαφή ένδειξη της αγοράς για την ανάγκη λήψης ρυθμιστικών μέτρων. Αναγκαία υπόθεση για την ισχύ των παραπάνω πλεονεκτημάτων αποτελεί η έλλειψη κρατικών εγγυήσεων προς τους κατόχους του SND, ώστε να μην μειώνονται τα κίνητρα για την άσκηση ελέγχου στον κίνδυνο των τραπεζών. Αν και τα οφέλη που προκύπτουν από την άμεση αποτελεσματικότητα της αγοράς αναμένεται να είναι οριακά, τα οφέλη από την εκμετάλλευση των αποδόσεων του SND ως εργαλείου ρυθμιστικής παρέμβασης αναμένεται να είναι πολύ σημαντικά. Η λειτουργία του ως μηχανισμού της αγοράς μπορεί να συμπληρώσει τα ισχύοντα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας παρέχοντας πληροφορίες για τον κίνδυνο των οργανισμών, οι οποίες μπορούν να εξαχθούν μόνο από την αγορά.

Άλλο ένα επιχείρημα υπέρ της έκδοσης SND αποτελεί η θέση του στην κατάταξη των απαιτήσεων, καθώς το SND δεν καλύπτεται σε περίπτωση πτώχευσης των τραπεζών, αποτελώντας παράλληλα μια πρόσθετη ασφάλεια για τον οργανισμό εγγύησης καταθέσεων. Έτσι, οι κάτοχοι του SND έχουν περισσότερα κίνητρα από οποιαδήποτε άλλη κατηγορία επενδυτών να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στους τραπεζικούς οργανισμούς. Ακόμη, λόγω του ότι η χρονική διάρκεια του SND είναι μεγαλύτερη από τη χρονική διάρκεια άλλων ανασφάλιστων καταθέσεων, οι κάτοχοί του ευθυγραμμίζονται με το μακροχρόνιο συμφέρον της επιχείρησης, αποκλείοντας την πιθανότητα μαζικών αναλήψεων από το τραπεζικό σύστημα. Τέλος, οι προτάσεις για την υποχρεωτική έκδοση SND μπορούν να μετατραπούν έτσι ώστε η αξία του χρέους να μειώνεται σε περίπτωση κρατικής ενίσχυσης των προβληματικών τραπεζών.

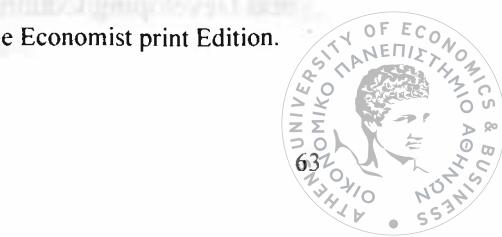
Μολονότι το SND αποτελεί πολύτιμο εργαλείο στα χέρια των ρυθμιστικών αρχών, πρέπει να αναγνωριστεί ότι δε μπορεί να αντικαταστήσει με μεγάλη επιτυχία το μετοχικό κεφάλαιο στην κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Οι προτάσεις για την έπ' αόριστον αντικατάσταση του μετοχικού κεφαλαίου με ανασφάλιστο χρέος, έτσι ώστε να περιοριστεί ο κίνδυνος των οργανισμών, δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως σωστές, καθώς η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου οδηγεί στην ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τα διοικητικά στελέχη. Όμως, η έκδοση SND σε ένα φυσιολογικό ποσοστό μπορεί να συνεισφέρει και στην αντιμετώπιση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου.

Η έρευνα που εφαρμόστηκε για την τεκμηρίωση της θεωρίας, ανέδειξε αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητότητας και του επιπέδου SND των κυριότερων BHCs στην αμερικανική οικονομία, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι υψηλότερα επίπεδα SND μειώνουν τον κίνδυνο των τραπεζικών οργανισμών, επιτυγχάνοντας αποτελεσματική άσκηση ελέγχου. Ωα πρέπει όμως να πραγματοποιηθούν μελέτες με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα για την εξαγωγή περαιτέρω χρήσιμων συμπερασμάτων, όπως επίσης και μελέτες που να αναφέρονται στις Ευρωπαϊκές αγορές SND. Σύμφωνα με στοιχεία που προκύπτουν από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, οι Ευρωπαϊκές πρωτογενείς αγορές SND είναι ιδιαίτερα αναπτυγμένες και δε δικαιολογείται η ύπαρξη μόνο τεσσάρων αναλύσεων πάνω σε αυτές.

Η σημασία των μηχανισμών της αγοράς για τη βελτίωση της τραπεζικής εποπτείας αντικατοπτρίζεται με τον καλύτερο τρόπο σε μία έρευνα της Ένωσης



Γερμανικών Τραπεζών (Association of German Banks)⁶⁹. Σύμφωνα με αυτήν την έρευνα, αν οι ρυθμίσεις της αναθεωρημένης Συνθήκης της Βασιλείας αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών εφαρμοζόταν το Μάρτιο του 1998 όπου χρονολογικά ξεκίνησε η μεγάλη οικονομική κρίση, τα αποτελέσματα δε θα ήταν τέτοια ώστε να μπορεί να αναγνωριστεί η επερχόμενη χρηματοοικονομική αναταραχή. Αντιθέτως, τα πρότυπα της Basel II θα απαιτούσαν τη διατήρηση ενός ποσοστού μόλις 4% επί του συνόλου των συναπτόμενων δανείων για την προστασία των ιδρυμάτων. Το Διεθνές Ρυθμιστικό Πλαίσιο, παρ' όλες τις τροποποιήσεις τις οποίες έχει υποστεί, δεν μπορεί από μόνο του να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος. Εν κατακλείδι, κρίνεται επιτακτική η χρήση πρόσθετων εργαλείων ελέγχου και περιορισμού του κινδύνου των τραπεζών, με τους κατόχους SND να διαδραματίζουν κυρίαρχο ρόλο ως αρωγοί σε αυτήν την προσπάθεια.



⁶⁹ The Economist, May 10th 2003. "Bank Regulation: Deep Impact", The Economist print Edition.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Avery R., Belton T.M. & Goldberg M.A., November 1988. Market Discipline in Regulating Bank Risk: New Evidence from the Capital Markets, *Journal of Money, Credit and Banking* vol. 20, 547-610.

Basel Committee on Banking Supervision, April 2003. Overview of the New Basel Capital Accord: Consultative Document, 2-18.

Basel Committee on Banking Supervision, January 2001. The New Basel Capital Accord, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

Basel Committee on Banking Supervision, January 2001. Pillar 3 (Market Discipline): Supporting Document to the New Basel Capital Accord, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

Basel Committee on Banking Supervision, August 2003. Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries, Bank for International Settlements, Working Paper No. 12.

Benston G., R.A. Eisenbeis, P.M. Horvitz, E. Kane, & G.C. Kaufman, 1986. Perspectives on Safe and Sound Banking, Cambridge, Mass., MIT Press.

Berger A.N., Davies S.M., Flannery M.J., August 2000. Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who knows What When?, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32, 641-667.

Black F. & M. Scholes, May/June 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy* 81, 637-654.

Black F & C. Cox, May 1976. Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indentures, *Journal of Finance* 31 351-367.

Bliss R.R. and Flannery M.J., 2000. Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper.

Blum J., July 2002. Subordinated Debt, Market Discipline and Bank's Risk Taking, *Journal of Banking and Finance*, 1427-41.

Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1999. Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline, Staff Study 172.

Board of Governors of the Federal Reserve System, December 2000. The Feasibility and Desirability of Mandatory Subordinated Debt, Submitted to the Congress Pursuant to Section 108 of the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999.

Calomiris C.W., 1997. The Postmodern Bank Safety Net: Lessons from Developed and Developing Countries, American Enterprise Institute, Washington, D.C.



Calomiris C.W., October 1999. Building an Incentive-Compatible Safety Net, *Journal of Banking and Finance*, 1499-1519.

Covitz D.M. and Harrison P., 2003. Do Banks Strategically Time Public Bond Issuance because of Accompanying Disclosure, Due Diligence, and Investor Scrutiny ?, *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series*, 2003-37.

Covitz M, Hancock D. and Kwast M., April 2003. Market Discipline Reconsidered: The Roles of Deposit Insurance Reform, Funding Manager Decisions and Bond Market Liquidity, *Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., Working Paper No 2003-46.*

Covitz M, Hancock D. and Kwast M., June 2000. Mandatory Subordinated Debt: Would Banks Face More Market Discipline?, *Board of Governors of the Federal Reserve System, working paper.*

Cooper K. & D.R. Fraser, fall 1988. The Rising Cost of Bank Failures: A Proposed Solution, *Journal of Retail Banking*, vol. 10, 5-12.

De Young R., Flannery M.J., Lang W.W. & Sorescu S., August 1998. The Informational Advantage of Specialized Monitors: The Case of Bank Examiners, *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series*, #98-4.

De Young R., Flannery M.J., Lang W.W. & Sorescu S., November 2001. The Information Content of Bank Exam Ratings and Subordinated Debt Prices, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 900-925.

Episcopos, A., 2004. Contingent Claims Valuation When Capital Structure Includes Option Liability, *Journal of Derivatives* 4, 21-32.

Episcopos, A., 2004. The Implied Reserves of the Bank Insurance Fund. *Journal of Banking and Finance* 28, 1617-1635.

Evanoff D.D. & Wall L.D., May 2002. Measures of the Riskiness of Banking Organizations: Subordinated Debt Yields, Risk-based Capital, and Examination Ratings, *Journal of Banking and Finance*, 989-1009.

Evanoff D.D. & Wall L.D., October/December 2001. Sub-debt Yield Spreads as Bank Risk Measures, *Journal of Financial Services Research*, 20, 121-146.

Evanoff D.D. & Wall L.D., Second Quarter 2000. Subordinated Debt as Bank Capital: A Proposal for Regulatory Reform, *Economic Perspectives*, *Federal Reserve Bank of Chicago*, 40-53.

Evanoff D.D., 1993. Preferred Sources of Market Discipline, *Yale Journal on Regulation*, vol. 10, 347-367.

Evanoff D. D., May 1991. Subordinated Debt: The overlooked Solution for Banking, *Chicago Fed Letter No 45*, *Federal Reserve Bank of Chicago*.



Federal Deposit Insurance Corporation, June 1983. Deposit Insurance in a Changing Environment: A Study of the Current System of Deposit Insurance Pursuant to Section 712 of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982, A Report to Congress on Depository Insurance, Washington, D.C., Government Printing Office.

Federal Deposit Insurance Corporation, 1998. History of the Eighties-Lessons for the Future: An examination of the Banking Crisis of the 1980's and Early 1990's, FDIC Banking Review.

Fischel D. & Sykes A., Fall 1999. Government Liability for Breach Contract, American Law and Economics Review, 313-385.

Flannery M.J., August 1998. Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence, Journal of Money, Credit and Banking, 273-305.

Flannery M.J. & Sorescu S.M., September 1996. Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991, Journal of Finance vol. 51(4), 1347-1377.

Garten A. Helen, 1991. Whatever Happened to Market Discipline of Banks, Annual Survey of American Law, 749-800.

Gilbert R. Alton, January/February 1990. Market Discipline of Bank Risk: Theory and Evidence, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 3-18.

Goyal V.K., October 2001. Market Discipline of Bank Risk: Evidence from Subordinated Debt Contracts, Working Paper, Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology.

Gorton G. & Santomero A. M., February 1990. Market Discipline and Bank Subordinated Debt, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 22 No1, 119-128.

Graham, F. and Horner J., 1988. Bank Failure: An Evaluation of the Factors Contributing to the Failure of National Banks, Proceedings of a conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 405-435.

Gropp R. & Vesala J. May 2002. Deposit Insurance, Moral Hazard and Market Monitoring, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank Structure Conference Proceedings.

Gropp R., Vesala J. & Vulpes G., 2002. Equity and Debt Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility, ECB Working Papers No. 150.

Gropp R. & Richards A., 2001. Rating Agency Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What can we Infer about Private Sector Monitoring of Bank Soundness?, Economics Notes 30 (3), 373-398.



Hancock D. & Kwast M.L., October/December 2001. Using Subordinated Debt to Monitor Bank Holding Companies: Is it Feasible?, Journal of Financial Services Research, 20, 147-187.

Hassan M.K., Winter 1993. Capital Market Tests of Risk Exposure of Loan Sales Activities of Large U.S. Commercial Banks, Quarterly Journal of Business and Economics, 27-49.

Hassan M.K., Karel G.V. and Peterson M.O., Fall 1993. Off-Balance Sheet Activities and Bank Default-Risk Premia: A Comparison of Risk Measures, Journal of Economics and Finance, 69-83.

Haubrich J.G., December 1998. Subordinated Debt: Tough Love for Banks?, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Horvitz P.M., December 1986. Subordinated Debt is Key to New Bank Capital Requirement, American Banker.

Hughes J., Lang W., Moon C.G. & Pagano M., May 1999. Measuring the Efficiency of Capital Allocation in Commercial Banking, Proceedings of the 35th Annual Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition, 407-429.

Jagtiani J. Kaufman G. and Lemieux C., December 1999. Is the Safety Net Extended to Bank and Bank Holding Company Debt?: Evidence from Debt Pricing, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 1998.

Jagtiani J. and Lemieux C., April 2000. Stumbling Blocks to Increasing Market Discipline: A Note on Bond Pricing and Funding Strategy Prior to Failure, Federal Reserve Bank of Chicago Emerging Issues Series, S&R-98-8R.

Jagtiani J. Kaufman G. and Lemieux C., June 2000. Do Markets Discipline Banks and Bank Holding Companies? Evidence from Debt Pricing, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper.

Keehn S., 1988. Banking on the Balance: Powers and the Safety Net: A proposal, mimeo, Chicago, Ill., Federal Reserve Bank of Chicago.

Krainer J. and Lopez J., 2003. Forecasting Bank Supervisory Ratings using Securities Market Information, Federal Bank of San Francisco Working Paper.

Krishnan C.N.V., Ritchken P.H. and Thomson J.B., May 2003. Monitoring and Controlling Bank Risk: Does Risky Debt Serve any Purpose ?, Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 03-01.

Kupiec P., September 2002. Internal Models, Subordinated Debt, and Regulatory Capital Requirements for Bank Credit Risk, Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund Working Paper 02/157.



- Lang W.W. & Robertson D, 2002. Analysis of Proposals for a Minimum Subordinated Debt Requirement, *Journal of Economics and Business*, 115-136.
- Lee J.P. and Yu M.T. , January 2003. Capital Standard, Forbearance and Subordinated Debt Valuation, *Manuscript*.
- Levonian M., May 2001. Subordinated Debt and the Quality of Market Discipline in Banking, *Federal Reserve Bank of San Francisco*.
- Levonian M., October 1999. Can Subordinated Debt Enhance Market Discipline in Banking ?, *Manuscript*.
- Litan R.E. & J. Rauch, November 1997. American Finance for the 21st Century, U.S. Treasury, U.S. Government Printing Office.
- Macey & Miller, October 1988. Bank Failures, Risk Monitoring and the Market for Bank Control, *Columbia Law Review* 88, 1153-1226.
- Marino J. & Bennett R.L., October 1999. The Consequences of National Depositor Preference, *Federal Deposit Insurance Corporation Banking Review*, vol. 12, 19-38.
- Merton Robert C., May 1974. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates, *Journal of Finance* 29, 449-470.
- Meyer L., June 1999. Market Discipline as a Complement to Bank Supervision and Regulation, Remarks Before the Conference on Reforming Bank Capital Standards, New York.
- Morgan D. and Stiroh K., December 1999. Bond Market Discipline of Banks: Is the Market Tough Enough ?, *Staff Report #95*, Federal Reserve Bank of New York.
- Morgan D.P. 1999. Whether and Why Banks are Opaque, *Proceedings of the 35th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, 54-71.
- O' Keefe J. & Reidhill J., 1997. Off-Site Surveillance Systems, in FDIC, History of the Eighties, Lessons for the Future, Vol. 1, 477-520.
- Saunders A. & Cornett M., 2003. Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill.
- Sironi A., June 2003. Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues, *Journal of Money, Credit and Banking* vol. 35 (3), 443-472.
- The Economist, May 10th 2003. Bank Regulation: Deep Impact, *The Economist print Edition*.
- The Economist, November 27th 1997. And it Finally Came to Tears, *The Economist print Edition*.

The Bankers Roundtable, April 1998. Market-Based Incentive Regulation and Supervision: A Paradigm for the Future, Washington D.C.

U.S. Shadow Financial Regulatory Committee, March 2000. Reforming Bank Capital Regulation: A Proposal by the U. S. Shadow Regulatory Committee, The AEI Press, Washington D.C.

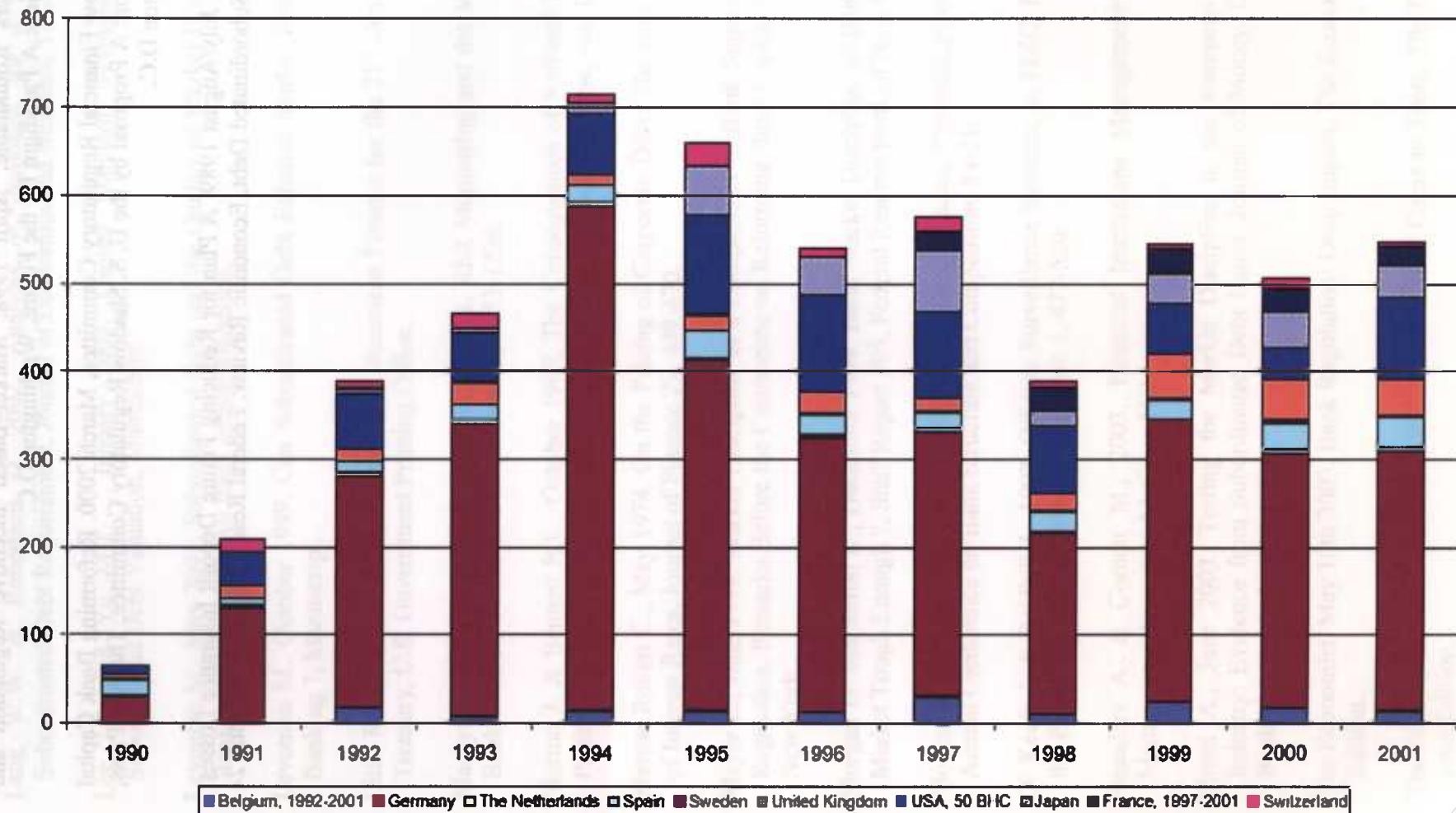
Wall L.D., July/August 1989. A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Putable Subordinated Debt, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2-17.



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

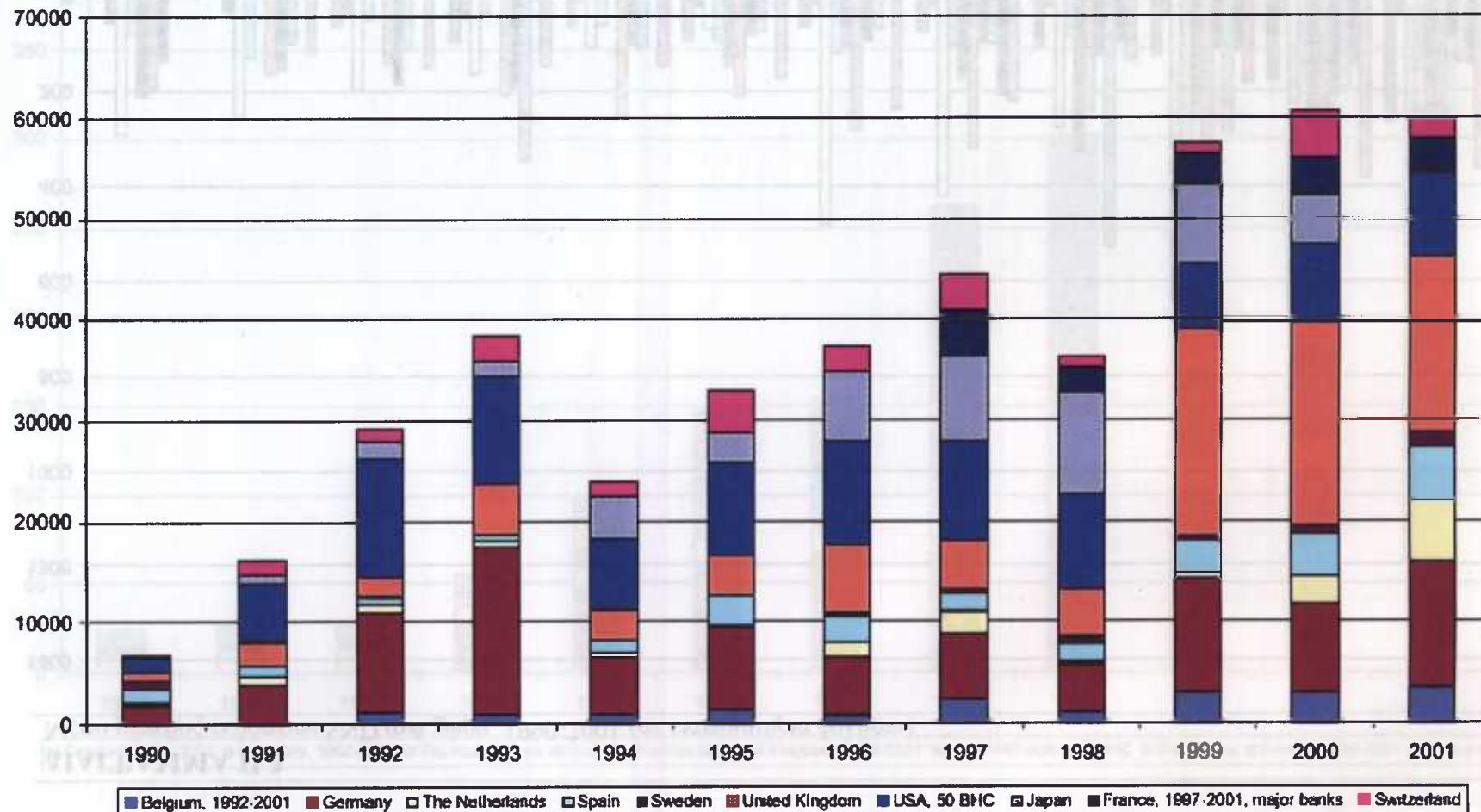
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.1

Αριθμός εκδόσεων SND ανά χώρα, 1990-2001



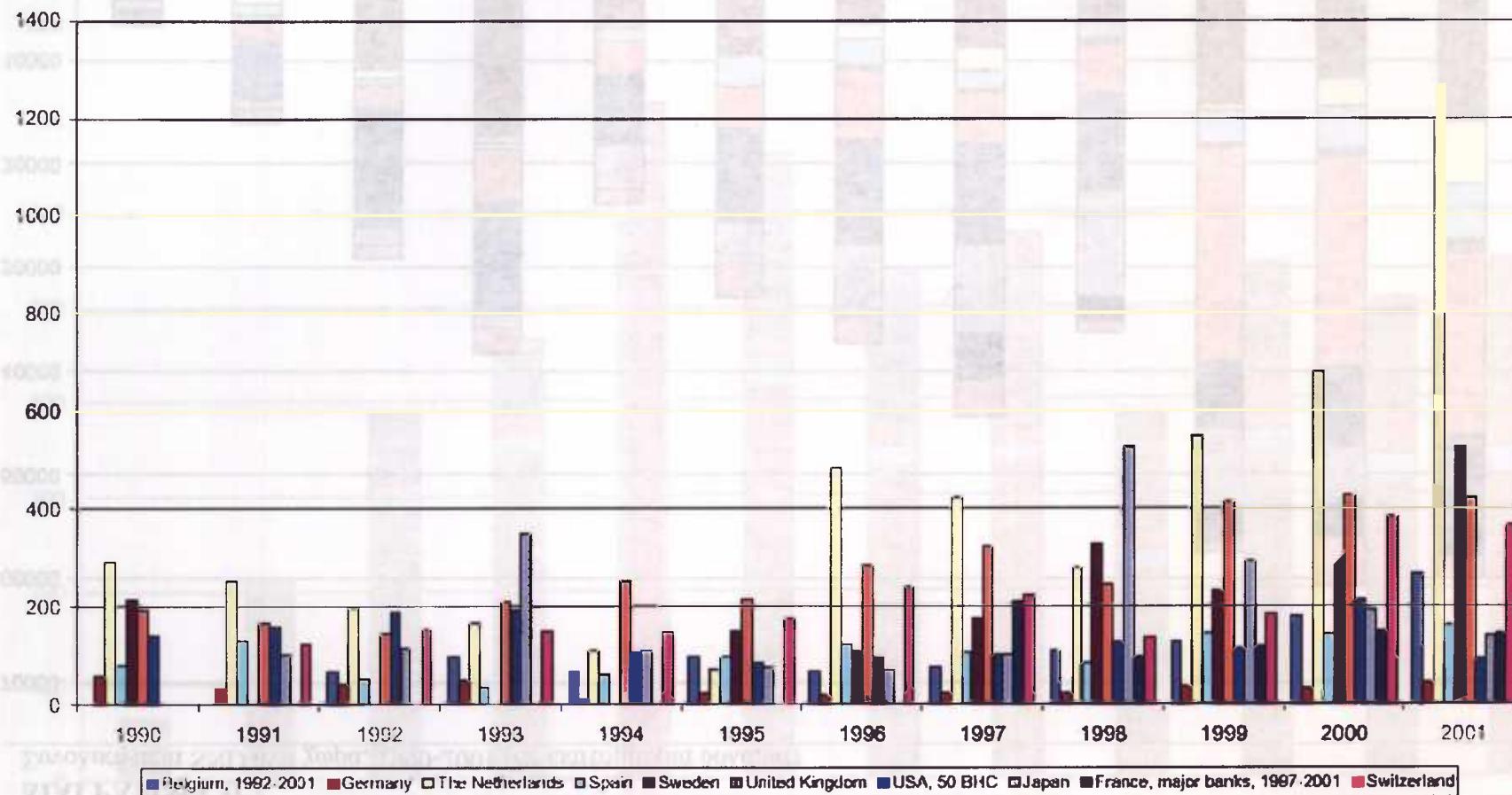
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.2

Συνολική αξία SND ανά χώρα, 1990-2001 (σε εκατομμύρια δολάρια)



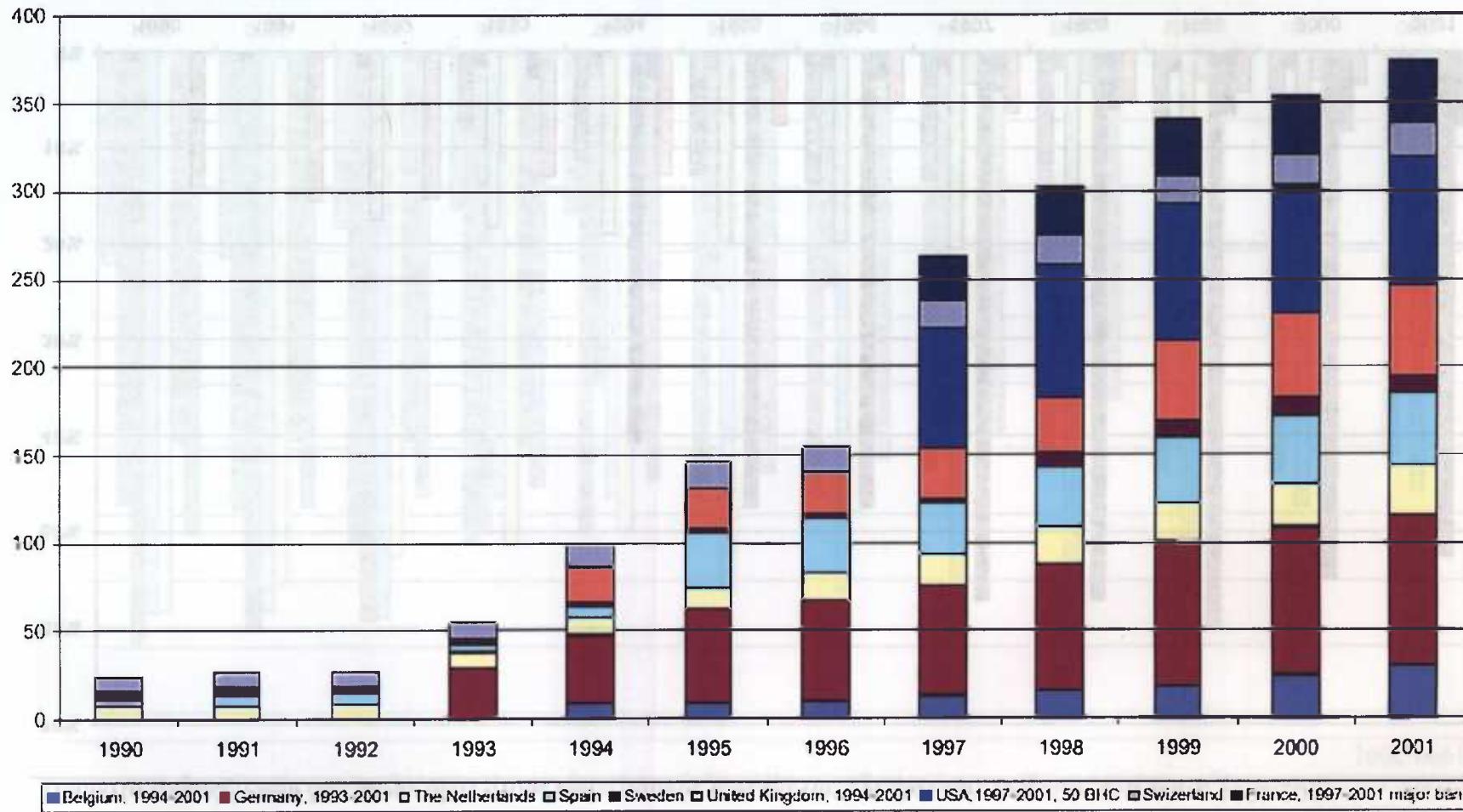
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.3

Μέσο μέγεθος εκδόσεων SND ανά χώρα, 1990-2001 (σε εκατομμύρια δολάρια)



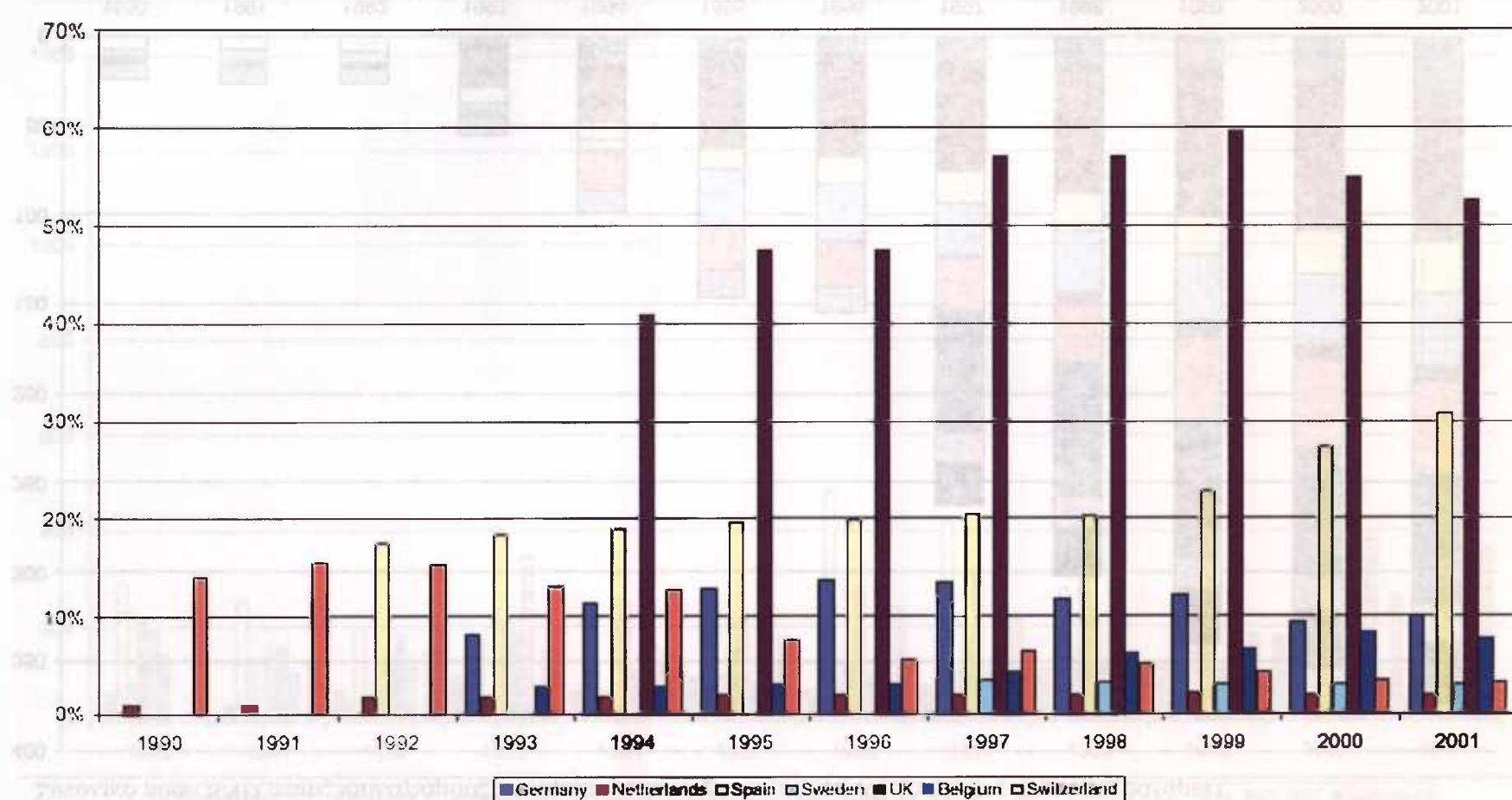
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.4

Συνολικό ποσό SND στους ισολογισμούς των τραπεζών ανά χώρα .1990-2001 (σε δισεκατομμύρια δολάρια)



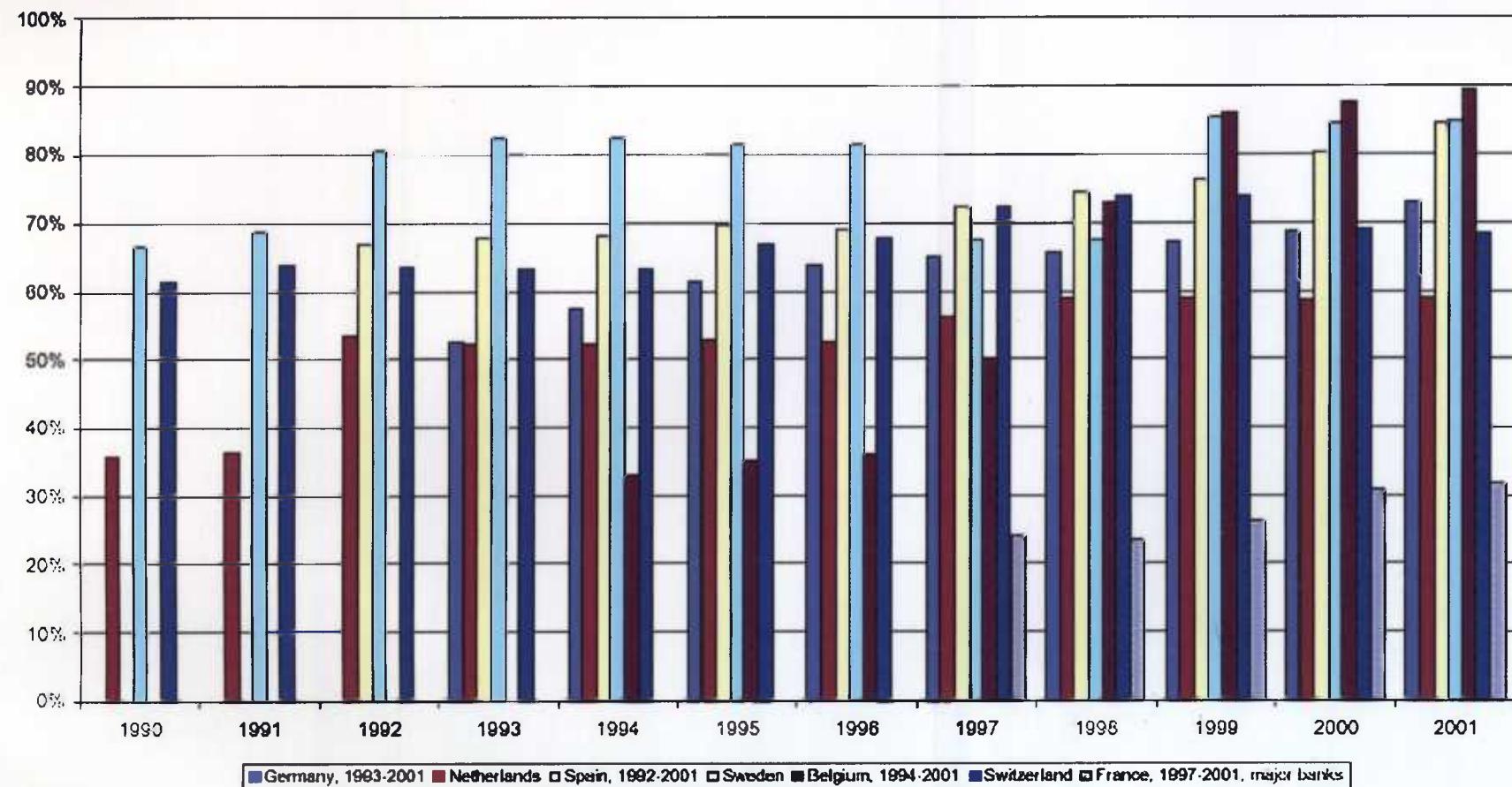
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.5

Ποσοστό τραπεζών που διατηρούν SND στους ισολογισμούς τους επί του συνόλου των τραπεζών ανά χώρα, 1990-2001



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.6

Ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που διατηρούν οι τράπεζες που διατηρούν SND στους ισολογισμούς τους, ανά χώρα, 1990-2001





Διαρέ^δ

