

Κάποιες αρχικές σκέψεις πάνω στη στρατηγική ανάλυση του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα

Βασίλης Πολυμένης¹

Είναι σημαντικό να αναλυθεί σε βάθος η ύπαρξη ενός νέου τύπου χρηματοδότη το *Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας* (ΤΧΣ) έξω από τους παραδοσιακούς επενδυτές (πιστωτές και μετόχους). Σήμερα στην Ελλάδα, αυτός ο νέος επενδυτής επιστρατεύεται σε συνθήκες εξαιρετικής έλλειψης ρευστότητας και εγγεί νέα κεφάλαια που αποτελούν ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης του συστήματος με στόχο τη βελτίωση της ρευστότητάς του. Με άλλα λόγια, το Ταμείο βρίσκεται στο επίκεντρο μιας σημαντικής μεταρρυθμιστικής ατζέντας για το τραπεζικό τοπίο που έχει τεθεί σε εφαρμογή για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης. Η μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας με την έλευση του ΤΧΣ λόγω της απομάκρυνσης της πιθανότητας ενός bank run αυξάνει την αξία των αξιογράφων που διακρατούν τόσο οι παλαιοί μέτοχοι όσο και οι πιστωτές του τραπεζικού συστήματος. Όμως ένα ερωτηματικό που θα πρέπει να αναλυθεί σε βάθος είναι η απόφαση της διοίκησης του ΤΧΣ να προσφέρει τα λεγόμενα warrants για να διευκολύνει την συμμετοχή των ιδιωτών στις ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ένα επιπλέον κρίσιμο ερωτηματικό είναι αν ο φορολογούμενος που τελικά θα πληρώσει την ρευστότητα που προσφέρει το ΤΧΣ θα συμμετάσχει στα κέρδη από την αποφυγή της χρεοκοπίας και έτσι θα διασφαλίσει την αξία της επένδυσής του σε όρους παρούσας αξίας, ή αν ο περισσότερος πλούτος που δημιουργείται από την αποφυγή της χρεοκοπίας μεταφέρεται στους παλαιούς και νέους μετόχους οι οποίοι καταγράφουν σημαντικές υπεραποδόσεις.

¹ Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, ΑΠΘ, 2310-99.1317, polimenis@econ.auth.gr

Ένα μεγάλο μέρος της συζήτησης που γίνεται σήμερα για το θέμα των τραπεζών είναι σε λανθασμένη βάση για δύο λόγους: α) διότι θεωρεί πως οι ελληνικές τράπεζες θα λειτουργήσουν σε μία «μεγάλη» οικονομία στην οποία μπορεί κανείς να θεωρήσει χωρίς σημαντικό σφάλμα τις τιμές να διαμορφώνονται εξωγενώς, και κυρίως β) διότι ατυχώς παραμένει σιωπηρή ως προς τα κίνητρα των παικτών (διοικητών τραπεζών, τραπεζικών στελεχών και μεγαλομετόχων από τη μια, και το οικονομικό επιτελείο, η Τράπεζα της Ελλάδος, οι πιστωτές και το ΤΧΣ από την άλλη) με την έννοια της μη ευθυγράμμισης τους (conflict of interest).² Χρησιμοποιείται δηλαδή μία απλουστευτική παραδοσιακή Νεοκλασική προσέγγιση που βλέπει την τράπεζα ως ένα «μαύρο κουτί» που μεγιστοποιεί κέρδη και ελαχιστοποιεί κόστη, αγοράζοντας χρήμα και εργασία και πουλώντας τραπεζικά προϊόντα σε πλήρως ανταγωνιστικές αγορές (price taker).

Παρακάμπτεται έτσι το κυρίαρχο και δυσεπίλυτο πρόβλημα της **ευθυγράμμισης των κινήτρων** που οδηγούν τους σημαντικούς παίκτες του συστήματος με την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας. Η περίπτωση όμως είναι πιο περίπλοκη διότι α) **οι ελληνικές τράπεζες, όπως διαμορφώνεται ο νέος τραπεζικός χάρτης της χώρας, δεν θα λειτουργούν σε μία πλήρως ανταγωνιστική αγορά**, στην οποία ίσως θα μπορούσε κανείς να θεωρήσει χωρίς μεγάλο σφάλμα τις τιμές να διαμορφώνονται από την αγορά και β) χρειάζεται να δώσουμε μεγάλη σημασία στα κίνητρα των διοικητών τραπεζών, τραπεζικών στελεχών, μετόχων και της διοίκησης του ΤΧΣ. Στην πραγματικότητα η ανάλυση των κινήτρων των παικτών του τραπεζικού μας συστήματος θα πρέπει να γίνει το κεντρικό σημείο αναφοράς της όποιας συζήτησης γύρω από αυτό. Το κεντρικό πρόβλημα έγκειται στην ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριακών ροών ανάμεσα στις διοικήσεις των τραπεζών από τη μία και το Οικονομικό

² Παραπέμπουμε τον αναγνώστη για βιβλιογραφία στο γενικότερο θέμα της σύγκρουσης ανάμεσα σε διοίκηση, μετόχους και πιστωτές στο Jensen and Meckling (1976), και στο θέμα της σύγκρουσης ανάμεσα σε μετόχους και μάνατζμεντ τα άρθρα Jensen (1986), και Stulz (1990)

Επιτελείο³ από την άλλη, που υποτίθεται πως καλείται να ελέγξει τους τραπεζίτες για την εύρυθμη λειτουργία της τραπεζικής πίστης.

1.1. Το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

Το *Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*, ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 2010 (Ν. 3864/2010) ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου με σκοπό τη διασφάλιση και διατήρηση της σταθερότητας του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η Ελληνική κρίση υπερχρέωσης και κυρίως το πρόγραμμα προσαρμογής που χρησιμοποιήθηκε είχε δραματικό αντίκτυπο στον εγχώριο τραπεζικό τομέα όπως ήταν άλλωστε αναμενόμενο. Οι Ελληνικές τράπεζες όχι μόνο αντιμετώπισαν μαζικές εκροές καταθέσεων αλλά έχασαν και την πρόσβαση τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτό δημιούργησε τόσο σοβαρά προβλήματα ρευστότητας, αλλά και χρηματοδότησης των σημαντικών ζημιών που ο τομέας υπέστη από τις επενδύσεις του στα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και από την επιδείνωση των στοιχείων ενεργητικού από την βαθιά οικονομική ύφεση.

Εκ πρώτης όψεως, σύμφωνα με τον ιδρυτικό του νόμο διαθέτει διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια, και λειτουργεί με τους κανόνες της ιδιωτικής οικονομίας. Στην πραγματικότητα όμως είναι ένα υβριδικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με ένα πολύπλοκο και χρηματοοικονομικά **αχαρτογράφητο** ρόλο, δεδομένου ότι καλείται να υποστηρίξει τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος χωρίς να επιφέρει στρέβλωση της λειτουργίας του ανταγωνισμού των τραπεζών. Για να το επιτύχει αυτό, το Ταμείο θα πρέπει να εποπτεύει στρατηγικά και να διαχειρίζεται τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου επισφαλών τραπεζικών στοιχείων, ενώ συνεχώς θα πρέπει να αναγνωρίζει και να αντιμετωπίζει ζητήματα κινδύνου αήθους συμπεριφοράς (*moral hazard*) της

³ Με τον όρο οικονομικό επιτελείο εδώ εννοώ συνολικά το Υπουργείο Οικονομικών, την Τράπεζα της Ελλάδος και το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). Στην πραγματικότητα ούτε τα κίνητρα αυτών των παικτών είναι γνωστά και ευθυγραμμισμένα.

διοίκησης των τραπεζών που σχετίζονται με την αποστολή του. Οι αποφάσεις της διοίκησης του ΤΧΣ πρέπει να είναι σύμφωνες με τις διεθνείς βέλτιστες πρακτικές (best practice), και σε πλήρη συμμόρφωση με την εντολή του.

1.2. *Σημαντικά ερωτήματα ως προς τη λειτουργία του ΤΧΣ*

Επιγραμματικά αναφέρουμε τα ακόλουθα σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη συμβατότητα της λειτουργίας του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας με τον αμιγώς ιδιωτικό χαρακτήρα του. Συγκεκριμένα θα πρέπει να αναλυθεί αν ο αμιγώς ιδιωτικός χαρακτήρας του ΤΧΣ είναι πραγματικά συμβατός

1. με την κάλυψη του συνόλου του κεφαλαίου του από το Ελληνικό Δημόσιο
2. με το σκοπό της διατήρησης της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος
3. με την αποφυγή δημιουργίας στρεβλώσεων στον ανταγωνιστικό χάρτη του τραπεζικού συστήματος, και πρωτίστως
4. ***με τη μεθοδολογία ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων που επελέγη***

Αυτά τα ερωτηματικά δεν μπορούν να απαντηθούν εύκολα, ούτε όμως θα πρέπει να θεωρηθεί βέβαιη η συμβατότητα και συνέπεια του ρόλου του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας με τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα από τη λειτουργία του και ειδικά την εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Τις τελευταίες δεκαετίες έχει αρχίσει να δημιουργείται ένα σύνολο από εργαλεία και θεωρήματα που προσπαθούν να διεισδύσουν και να αναλύσουν το στρατηγικό χαρακτήρα των δύσκολων προβλημάτων του corporate finance, η

*θεωρία εκπροσώπησης (agency theory).*⁴ Το σημείο εκκίνησης της εφαρμογής της θεωρίας εκπροσώπησης στην ανάλυση του τραπεζικού τοπίου και του τρόπου λειτουργίας του ΤΧΣ θα πρέπει να είναι η αναγνώριση ότι υπάρχουν παράμετροι της λειτουργίας των τραπεζών που δε μπορούν άμεσα να παρατηρηθούν (non observable) ή να διακριβωθούν (non verifiable).

1.3. Η ανάγκη για μια πιο πλήρη θεωρία λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος

Η νεοκλασική προσέγγιση, ως μεθοδολογία κατανόησης των επιχειρηματικών φαινομένων, δίνει απόλυτη έμφαση στην τεχνολογία παραγωγής ως τη μόνη δύναμη που διαμορφώνει το κόστος παραγωγής, και τα επίπεδα παραγωγής της εταιρείας και κατά συνέπεια τις τιμές στην αγορά. Για να γίνει αυτό η νεοκλασική θεωρία αντιλαμβάνεται την επιχείρηση ως ένα «μαύρο κουτί» που βελτιστοποιεί τα κέρδη σε καθεστώς πλήρους πληροφόρησης και ευθυγράμμισης των κινήτρων.

Ειδικά όμως όσο αφορά στο τραπεζικό σύστημα, το μεγαλύτερο μέρος της υπεραξίας μιας σύγχρονης τράπεζας αποτελείται από άυλα στοιχεία του ενεργητικού της (intangible assets) όπως α) το αξιόχρεο της, β) η ρευστότητα της, γ) το αξιόχρεο των δανειοληπτών της, δ) η ρευστότητα των καταθετών της, ε) υπάρχουσες συμφωνίες, στ) διατραπεζικές σχέσεις, ζ) η τεχνογνωσία των στελεχών της, η) ολοκληρωμένη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου θ) καλοσχεδιασμένες διαδικασίες ελέγχου και έγκρισης πιστώσεων κλπ.

Όσο λιγότερο η σύγχρονη τραπεζική βασίζεται σε ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία (έπιπλα, μηχανήματα, κτίρια, γη) τόσο η νεοκλασική οικονομική θεωρία θα απέχει από το να εξηγήσει τη δυναμική της.

⁴ Παραπέμπουμε τον αναγνώστη για βιβλιογραφία στο γενικότερο θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης επιχειρήσεων να δει το Harris and Raviv (1991), και Hart and Moore (1995).

Τέλος σημειώνουμε μια από τις ενδιαφέρουσες προσεγγίσεις της πρόσφατης βιβλιογραφίας είναι να επιχειρηθεί η κατανόηση της δυναμικής των επιχειρήσεων με βάση την θεωρία **αδυναμίας σύναψης διεξοδικών συμβάσεων** (*incomplete contracts theory*). Αντίστοιχα προβλήματα υφίστανται και στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

1.4. Βιβλιογραφία

Harris, and Raviv. "The theory of capital structure." *Journal of Finance*, 1991.

Hart, and Moore. "Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management." *American Economic Review*, 1995.

Jensen, and Meckling. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, 1976.

Jensen, Michael. "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers." *American Economic Review*, 1986.

Stulz. "Managerial discretion and optimal financing policies." *Journal of Financial Economics*, 1990.

Some early thoughts on the strategic analysis of the Greek banking system

Vassilis Polimenis, PhD

It is important to analyze and understand in depth the impact of a new source of funding for Greek banks outside traditional investors (i.e. creditors and shareholders), the Hellenic Financial Stability Fund (HFSF). Today in Greece, this new taxpayer funded investor is employed in a situation of extreme banking illiquidity and has to inject an amount of new funds that represent a significant percentage of the total capitalization of the system in order to tackle this liquidity issue. In other words, HFSF lies at the heart of a major reform agenda for the banking landscape that has been designed in an effort to handle the economic crisis. The advent of the HFSF reduces the probability of default by removing the possibility of a bank run, and hence enhances not only the value of securities in the hands of existing shareholders, but also for creditors of the banking system. But an interesting point that requires further investigation is the decision of the administration of the HFSF to offer so-called warrants (basically covered calls) in order to facilitate private participation in the recapitalization of banks. Another crucial question is whether the taxpayer that will actually pay the liquidity offered by the HFSF will also participate in the profits from avoiding a possible systemic collapse, thus safeguarding the value of his investment in terms of its present value, or if most wealth created in the event of bankruptcy avoidance is transferred to old and new shareholders in the form of risk adjusted outperformance for their positions.