



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Μελέτη Περίπτωσης της Τράπεζας Eurobank Α.Ε.

του

ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥ ΒΑΪΤΣΑΚΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Πέτρος Μεσσής

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση Μεταπτυχιακού
Διπλώματος στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Φεβρουάριος 2022

Περιεχόμενα

| | |
|---|----|
| Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή | 3 |
| Κεφάλαιο 2. Αποτίμηση εταιριών και μετοχών: Θεωρία και βασικά υποδείγματα | 9 |
| Κεφάλαιο 3. Αποτίμηση τραπεζών | 18 |
| 3.1) Γενικό περίγραμμα αποτίμησης τραπεζών | 18 |
| 3.1.1. Παραδοσιακοί δείκτες αποτίμησης..... | 21 |
| 3.1.2 Δείκτες οικονομικής αποδοτικότητας..... | 22 |
| 3.1.3 Δείκτες απόδοσης με βάση την αγορά..... | 23 |
| 3.2) Προσδιοριστικοί παράγοντες της απόδοσης και αποτίμησης των τραπεζών ... | 24 |
| 3.2.1 Μέγεθος | 24 |
| 3.2.2 Πιστωτικός κίνδυνος..... | 25 |
| 3.2.3 Κίνδυνος ρευστότητας και κεφαλαιακή επάρκεια..... | 26 |
| 3.2.4. Καθαρό περιθώριο επιτοκίου..... | 28 |
| 3.2.5 Δομή ιδιοκτησίας | 29 |
| 3.2.6 Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ | 30 |
| 3.2.7 Δείκτης κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν..... | 31 |
| 3.2.8 Πληθωρισμός | 32 |
| Κεφάλαιο 4. Αποτίμηση Eurobank | 33 |
| Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα | 52 |
| Βιβλιογραφία | 55 |

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί ένα σύνολο διαδικασιών, αναλύσεων και εκτιμήσεων που οδηγούν στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης σε χρηματικές μονάδες για τη συγκεκριμένη στιγμή (Massari, Gianfrate and Zanetti, 2016). Οι απαιτήσεις που υπάρχουν σήμερα στην οικονομία της αγοράς, με τις συνεχείς αναδιαμορφώσεις της κεφαλαιακής δομής των εταιριών, καθώς και η παγκοσμιοποίηση των κεφαλαιαγορών καθιστούν την αποτίμηση των επιχειρήσεων ως πράξη θεμελιώδους σημασίας για τις οικονομικές διαδικασίες. Λόγω της αύξησης της ροής κεφαλαίων από χώρα σε χώρα και της ευκολίας των επενδυτών να μπορούν να αγοράσουν και να πωλήσουν μετοχές σε οποιοδήποτε χρηματιστήριο του κόσμου, η αποτίμηση καθίσταται αναγκαία για την πώληση, την ιδιωτικοποίηση, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, τη δημιουργία κοινοπραξιών και πολλές άλλες διαδικασίες που αφορούν τις επιχειρήσεις.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η διαδικασία εκτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων -πάγια και κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, καθώς και διάφορα άυλα περιουσιακά στοιχεία και χαρακτηριστικά και των κερδών που επιτυγχάνονται λόγω της αποτελεσματικής διαχείρισής τους (Cornell, 1993). Γενικά, ο στόχος της αποτίμησης των επιχειρήσεων είναι να διευκολύνει τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων όσον αφορά την επιχείρηση, τις μετοχές ή τις επενδύσεις. Η αποτίμηση επιτρέπει την επιλογή τόσο των ιδιοκτησιακών όσο και των χρηματοοικονομικών επιλογών σε περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Ουσιαστικά, πρόκειται για τη εκτίμηση της αξίας που συντάσσεται από εξειδικευμένους εμπειρογνώμονες, αναλυτές και εκτιμητές με βάση τις συλλεγμένες και κατάλληλα αξιοποιημένες πληροφορίες σχετικά με την εξεταζόμενη επιχείρηση και το περιβάλλον των δραστηριοτήτων της (Hitcher, 2011).

Ταυτόχρονα, μπορεί να αναγνωριστεί ότι η αξία της επιχείρησης είναι το μέτρο της αγοράς για την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των ενεργειών που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Επ' αυτού όμως εγείρονται μια σειρά από ζητήματα, τα οποία θα πρέπει να επισημανθούν.

Ένα τέτοιο ζήτημα είναι το κατά πόσο η μεταβολή της αξίας μιας επιχείρησης μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά στις αποφάσεις της διοίκησης, οι οποίες κρίνονται εκ των υστέρων (ex post), που όμως όταν λήφθηκαν σε συγκεκριμένες συνθήκες, άρα η μεταβολή των συνθηκών δεν ήταν γνωστή εκ των προτέρων (ex ante) (Hassan and Ghauri, 2014).

Ένα δεύτερο ζήτημα είναι ότι η αποτίμηση μπορεί να πραγματοποιηθεί με διαφορετικούς τρόπους και μεθοδολογίες, ως εκ τούτου ανάλογα με την κάθε μέθοδο να εξαχθούν διαφορετικά συμπεράσματα. Εδώ θα πρέπει να επισημανθεί ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι μια πολύπλοκη διαδικασία που απαιτεί την εφαρμογή της γνώσης πολλών επιστημονικών πεδίων και υπάρχουν πολλά επιστημονικά και πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με αυτήν, αφού, για παράδειγμα, σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές ο υπολογισμός της αξίας ενός στοιχείου θα πρέπει να γίνεται με έναν συγκεκριμένο τρόπο, ενώ κατά άλλους αναλυτές θα πρέπει το περιουσιακό στοιχείο να λογίζεται με τελείως διαφορετικό τρόπο. Αυτός είναι ο λόγος που ο Damodaran (2009) επισημαίνει ότι η αποτίμηση δεν είναι μια αντικειμενική διαδικασία, αφού η αξιολόγηση διαμορφώνεται από τις προτιμήσεις και προκαταλήψεις του κάθε αναλυτή.

Παρά το γεγονός ότι έχουν συσταθεί ομάδες ειδικών που έχουν καταβάλει προσπάθειες για την τυποποίηση της διαδικασίας αποτίμησης, ωστόσο εξακολουθούν να υπάρχουν πολλά άλυτα προβλήματα και εφαρμόζονται πολλές αμφιλεγόμενες λύσεις (Bloxham, 2002). Επιπρόσθετα, οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων δεν έχουν ρυθμιστεί νομικά ως αυστηρά δεσμευτικές και δεν υπάρχει ένα δεδομένο σύνολο κανόνων που να εφαρμόζεται στη διαδικασία αυτή. Η έλλειψη ενιαίων κανονισμών οφείλεται σε πολλούς λόγους. Ένας λόγος είναι ότι δεν υπάρχει ένα παγκοσμίως κοινό λογιστικό σχέδιο, άρα υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανά χώρα, που οδηγούν σε διαφορετικές αποτιμήσεις. Ένας δεύτερος λόγος είναι ότι δεν είναι δυνατόν να κωδικοποιηθεί πλήρως μια διαδικασία που μπορεί να αφορά οντότητες με διαφορετικές ιδιαιτερότητες, νομικές μορφές, περιουσιακά στοιχεία ή ιδιοκτησιακές δομές.

Μια άλλη συνιστώσα που οδηγεί σε προβλήματα στην αποτίμηση της εύλογης αξίας είναι η αυξανόμενη σημασία των άυλων περιουσιακών στοιχείων, των πνευματικών δικαιωμάτων και της αξίας της τεχνογνωσίας, ενώ επίσης αναγνωρίζεται η αξία

λοιπών άυλων στοιχείων όπως το καλό πελατολόγιο, οι σχέσεις με τους πελάτες, η αναγνώριση του “brand name” από τους καταναλωτές κ.ο.κ. Λόγω των δυσκολιών στην αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων, οι μέθοδοι αποτίμησης υπόκεινται σε συνεχείς αλλαγές, γνωρίζοντας ότι η κάθε μέθοδος που εφαρμόζεται έχει σημαντικούς περιορισμούς και μπορεί να αντικρουστεί από αναλυτές που προτείνουν μια άλλη μέθοδο.

Ο προσδιορισμός της τελικής αξίας της οντότητας είναι δύσκολος λόγω της υποκειμενικότητας της ίδιας της έννοιας της «αξίας». Όπως σημειώνει ο Damodaran (2002), τη στιγμή που ένας αγοραστής είναι πρόθυμος να αγοράσει κάτι σε συγκεκριμένη τιμή, αυτή η τιμή μπορεί να οριστεί και ως η εύλογη αγοραία αξία. Στο ίδιο μήκος κυματος, οι Boger and Link (1999) ορίζουν την εύλογη αγοραία αξία ως την τιμή στην οποία το περιουσιακό στοιχείο θα άλλαζε χέρια μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, οι οποίοι δεν είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν ή να πουλήσουν και οι οποίοι έχουν εύλογη γνώση των σχετικών γεγονότων. Ωστόσο, για να ισχύσουν τα παραπάνω, προϋπόθεση είναι να υπάρχει μια αγορά με τέλεια πληροφόρηση, χωρίς θετικές ή αρνητικές εξωτερικότητες, με πλειάδα συμμετεχόντων, οι οποίοι όχι μόνο να έχουν τέλεια πληροφόρηση, αλλά επίσης να κατέχουν και την τεχνογνωσία για να αντλήσουν γνώση από αυτή την πληροφόρηση. Βεβαίως, στον πραγματικό κόσμο ελάχιστες -αν όχι καμία- από αυτές τις προϋποθέσεις δεν ισχύουν.

Το πρόβλημα έγκειται επίσης στο γεγονός ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι ο συνδυασμός τόσο της θεωρίας όσο και της πρακτικής. Εξαρτάται επίσης από τις δυνατότητες του επιχειρηματικού μοντέλου που χρησιμοποιεί η συγκεκριμένη οικονομική οντότητα. Θεωρητικά, υπάρχει μια σαφής άποψη για τη διαδικασία αποτίμησης και τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να εκτελείται. Ωστόσο, προκύπτουν προβλήματα, καθώς είναι δύσκολο να καλυφθεί κάθε παράμετρος κάθε συγκεκριμένης εταιρείας. Επίσης, καθώς η κάθε αποτίμηση λαμβάνει υπόψη της συγκεκριμένες μεταβλητές, άρα η επιλογή των μεταβλητών ανάλυσης θα πρέπει να καθορίζεται από την προϋποθέσεις (Frykman and Tolleryd, 2003). Ένα άλλο πρόβλημα με την εφαρμογή της θεωρίας στην πράξη είναι ότι τα μοντέλα αποτίμησης μπορεί να καταλήξουν σε διαφορετική αξία ακόμη και αν χρησιμοποιείται το ίδιο μοντέλο από δύο διαφορετικούς αναλυτές (Nilsson et al., 2002), λόγω του ότι ο κάθε

αναλυτής μπορεί να έχει διαφορετική εκτίμηση/αναφορά για τις τιμές των μεταβλητών οι οποίες αποτελούν τη βάση των μοντέλων αποτίμησης.

Επιπρόσθετα, οι τιμές των μεταβλητών -και κατά συνέπεια η τελική αξία- μπορεί να επηρεαστεί από τη διαθεσιμότητα των πληροφοριών. Οι εσωτερικές πληροφορίες για την εταιρεία μπορεί να είναι περιορισμένες λόγω του ανταγωνισμού, υπό την έννοια ότι μια εταιρεία δεν επιθυμεί να δημοσιεύσει την πλήρη εικόνα, για να μην πληγεί από τον ανταγωνισμό. Στις οικονομικές εκθέσεις που δημοσιοποιούνται, η εταιρεία θέλει να προβάλλει την καλύτερη πλευρά της και να αποφεύγει, αν είναι δυνατόν, να παρουσιάζει τυχόν αρνητικές πτυχές της. Στη διαδικασία αποτίμησης, το πρόβλημα είναι ότι η διοίκηση της επιχείρησης έχει περισσότερες γνώσεις σχετικά με την εταιρεία από ό,τι οι αναλυτές, συνεπώς είναι δύσκολο να γνωρίζει την αξιοπιστία των οικονομικών εκθέσεων και αν δίνουν μια σωστή εικόνα (Soffer and Soffer, 2003).

Επίσης, η ύπαρξη πολλών υποκειμενικών παραγόντων που επηρεάζουν την αποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε κατάχρηση, πίεση και επιθυμία επηρεασμού των αποφάσεων των εμπειρογνομόνων, με αποτέλεσμα τη διαστρέβλωση της εύλογης αξίας. Ως εκ τούτου, προκειμένου να εξορθολογιστεί η αποτίμηση των επιχειρήσεων, υπάρχει η ανάγκη να αναπτυχθεί μια συνθετική, εσωτερικά συνεπής μεθοδολογία για την αποτίμηση των βασικών παραμέτρων. Αυτό απαιτεί επίσης την εφαρμογή κατάλληλων κανονισμών ή προτύπων σχετικά με τις γενικώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων, δεδομένου ότι, ανάλογα με την υποκειμενική επιλογή της μεθόδου από τον εκτιμητή, μπορεί να παρατηρηθούν σημαντικές αποκλίσεις στην τελική αποτίμηση.

Εχοντας υπόψη τα παραπάνω, στην παρούσα εργασία καταγράφονται όλες οι μέθοδοι αποτίμησης των εταιριών, με αναφορά στο πότε κρίνεται η κάθε μέθοδος ως κατάλληλη. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι στόχος της αποτίμησης δεν θα πρέπει να είναι μόνο η αποτύπωση της αξίας της εταιρίας. Το κατάλληλο υπόδειγμα για την εκτίμηση της αξίας της οικονομικής οντότητας θα πρέπει όχι μόνο να ενημερώνει για τη συνολική αξία, αλλά και να υποδεικνύει τη διάρθρωση των πηγών δημιουργίας της. Ως εκ τούτου, οι μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη όσο το δυνατόν περισσότερες συνιστώσες της επιχείρησης που επηρεάζουν την αξία της. Σήμερα, η διαδικασία αποτίμησης κινείται ήδη προς αυτή την κατεύθυνση, με παράδειγμα την ταυτόχρονη χρήση μεθόδων που βασίζονται στα

περιουσιακά στοιχεία, στα έσοδα και στις συγκρίσιμες επιχειρήσεις για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της επιχείρησης. Η χρήση διαφόρων μεθόδων αποτίμησης κατά τη διάρκεια της εφαρμοζόμενης διαδικασίας παρέχει τη δυνατότητα λήψης ορθολογικών αποφάσεων όσον αφορά την τελική αξία της επιχείρησης.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί το πρώτο βασικό στοιχείο που διαμορφώνει την προβληματική της έρευνας της παρούσας εργασίας. Όπως προαναφέρθηκε, η αποτίμηση αποτελεί το απαραίτητο στοιχείο για να υπάρξει επένδυση, και να υπάρξει επίσης ακριβής πληροφόρηση για την θέση της κάθε εταιρίας, του εάν αυτή πράγματι αναπτύσσεται, εάν έχει πιστοληπτική ικανότητα, εάν έχει θετικές προοπτικές, εάν η διοίκηση κάνει ορθή και αποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων -ιδίων ή ξένων. Παρ' όλες τις ενδογενείς αδυναμίες της αποτίμησης, αυτή παραμένει ως αναγκαία και πολύτιμη για όλους: τη διοίκηση, τους μετόχους, τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές, το επενδυτικό κοινό, το κράτος.

Τα παραπάνω ισχύουν σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό για τα τραπεζικά ιδρύματα. Οι τράπεζες δεν αποτελούν επιχειρήσεις όπως οι λοιπές άλλες: οι τράπεζες αποτελούν τον θεσμό της κεφαλαιακής/χρηματικής διαμεσολάβησης. Οι καταθέτες εμπιστεύονται στις τράπεζες τις αποταμιεύσεις τους, οι επιχειρήσεις στηρίζονται στις τράπεζες για την χρηματοδότησή τους. Η δυσχέρεια μιας τράπεζας μπορεί να μεταφερθεί σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα και, κατ' επέκταση, η τραπεζική κρίση μπορεί να συμπαράσχει ολόκληρη την οικονομία. Συν τοις άλλοις, οι τράπεζες είναι εισηγμένες εταιρίες, με υψηλή κεφαλαιοποίηση, ως εκ τούτου η απαξίωσή τους θα έχει ως αποτέλεσμα την πτώση του χρηματιστηρίου. Άρα, ακριβώς για όλους τους παραπάνω λόγους, η αποτίμηση των τραπεζών, τόσο σε βάση αποτίμησης εταιρίας, όσο και σε βάση αποτίμησης μετοχής, κρίνεται ως ζήτημα ύψιστης σημασίας.

Πέραν αυτού του πρώτου άξονα, ένας δεύτερος άξονας της προβληματικής της παρούσας έρευνας αφορά στην αποτύπωση της μεταβολής της αξίας των Ελληνικών τραπεζών ανάλογα με τις ευρύτερες συνθήκες της οικονομίας και της χώρας. Θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η πραγματική αγοραία αξία της επιχείρησης πολύ σπάνια προσδιορίζεται αποκλειστικά από τα περιουσιακά στοιχεία που λαμβάνονται υπόψη στον ισολογισμό. Η πραγματική αποτίμηση καθορίζεται από μια σειρά μεταβλητών παραγόντων, όπως η οικονομική κατάσταση της χώρας και η

ελκυστικότητα της αγοράς, όπως επίσης και η στρατηγική ανάπτυξης της επιχείρησης, το ανθρώπινο δυναμικό και ο τρόπος χρήσης των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει. Επομένως, μπορεί να δηλωθεί ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η διαδικασία εκτίμησης της τιμής των περιουσιακών στοιχείων και των οφελών που επιτυγχάνει η επιχείρηση ως αποτέλεσμα της αποτελεσματικής διαχείρισής τους. Πραγματοποιείται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή και, δεδομένου ότι η αγορά είναι ένας ζωντανός οργανισμός, καταγράφονται νέες πληροφορίες που αφορούν την κατάσταση και τις λειτουργίες των επιχειρήσεων και βάσει αυτών γίνεται επανεκτίμηση των αποτιμήσεων.

Έτσι, είναι εξαιρετικά μεγάλης σημασίας να διαπιστωθεί το πώς μεταβλήθηκε η αξία των τραπεζικών ιδρυμάτων της Ελλάδας ανάλογα με τις εκάστοτε ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες, να καταγραφούν οι αποφάσεις των διοικήσεων αναφορικά με την στρατηγική τους και το πώς έγινε η αναπροσαρμογή της αξίας των τραπεζών σε κάθε στιγμή. Έτσι, η ανάλυση μπορεί να εξετάσει την διαμόρφωση της αξίας των τραπεζών και της μετοχής τους ανάλογα με μια σειρά από παραμέτρους, όπως για παράδειγμα η πιστοληπτική πολιτική, το ύψος των μη—εξυπηρετούμενων δανείων, η στρατηγική αναφορικά με τις θυγατρικές σε ξένες χώρες, κ.ο.κ.

Προκειμένου να γίνουν όλα τα παραπάνω, στην παρούσα εργασία ως μεθοδολογία έχει επιλεγεί η μελέτη περίπτωσης, με αναφορά σε μια συγκεκριμένη Ελληνική συστημική τράπεζα, την Eurobank. Σκοπός της εργασίας είναι να αποτυπωθεί η αξία της Eurobank, τόσο σε επίπεδο εταιρίας, όσο και σε επίπεδο μετοχής, και να διαπιστωθεί το πώς μεταβλήθηκε η αξία κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών.

Λόγω του, όπως προαναφέρθηκε, ο κάθε τρόπος αποτίμησης πιθανό να εξάγει διαφορετική εικόνα για την αξία, στην εργασία θα χρησιμοποιηθεί δέσμη μεθόδων, συμπεριλαμβανομένου, μεταξύ άλλων, του υποδείγματος προεξόφλησης των μελλοντικών υπολειμματικών ταμιακών ροών και σειράς θεμελιωδών και επενδυτικών αριθμοδεικτών, ενώ επίσης γίνεται ανάλυση της μεταβολής της αξίας της τράπεζας κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, με συμπερίληψη του χρονικού διαστήματος της οικονομικής κρίσης 2010-2015, όπως επίσης και της περιόδου της πρώτης εμφάνισης και εξάπλωσης της πανδημίας COVID-19 στη χώρα, την περίοδο 2020 – 2021.

Κεφάλαιο 2. Αποτίμηση εταιριών και μετοχών: Θεωρία και βασικά υποδείγματα

Τα υποδείγματα της αποτίμησης των εταιριών διατυπώνονται με τρεις προσεγγίσεις: την προσέγγιση των στοιχείων ισολογισμού, την προσέγγιση των εσόδων και την προσέγγιση της αγοράς

1. Προσέγγιση στοιχείων ισολογισμού

Η προσέγγιση αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων βασίζεται στην αρχή της υποκατάστασης, σύμφωνα με την οποία ένας συνετός αγοραστής δεν θα πληρώσει περισσότερα για ένα ακίνητο από το κόστος απόκτησης ενός υποκατάστατου ακινήτου ισοδύναμης χρησιμότητας. Όλα τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού προσαρμόζονται ώστε να αντικατοπτρίζουν την επιχείρηση ως συνεχιζόμενη επιχείρηση ή την εταιρεία υπό εκκαθάριση, ανάλογα με την προϋπόθεση της αξίας που είναι κατάλληλη για την αποτίμηση. Η προσέγγιση με βάση το ενεργητικό είναι ένας τύπος αποτίμησης επιχειρήσεων που επικεντρώνεται στην καθαρή αξία ενεργητικού (NAV) μιας εταιρείας, ή στην εύλογη αγοραία αξία του συνολικού ενεργητικού της μείον το σύνολο των υποχρεώσεων της, για να προσδιοριστεί τι θα κόστιζε η ανασύσταση της επιχείρησης. Υπάρχει κάποιο περιθώριο ερμηνείας στην προσέγγιση των περιουσιακών στοιχείων όσον αφορά την απόφαση για το ποια από τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εταιρείας θα συμπεριληφθούν στην αποτίμηση και πώς θα μετρηθεί η αξία του καθενός. Η προσέγγιση με βάση το ενεργητικό χρησιμοποιείται καλύτερα όταν μια επιχείρηση δεν λειτουργεί ή παράγει ζημίες και η εστίαση της εταιρείας είναι η κατοχή επενδύσεων ή ακινήτων. Η μέθοδος του προσαρμοσμένου καθαρού ενεργητικού χρησιμοποιείται συνήθως για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Η διαφορά μεταξύ της εύλογης αγοραίας αξίας του συνολικού ενεργητικού της επιχείρησης και της εύλογης αγοραίας αξίας του συνολικού παθητικού της προσδιορίζει την εύλογη αγοραία αξία της επιχείρησης. Η τεχνική αυτή περιλαμβάνει επίσης την αξία όλων των άυλων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της επιχείρησης, όπως η υπεραξία και οι εκκρεμείς δικαστικές υποθέσεις. Σε αυτή την προσέγγιση με βάση το κόστος, η κύρια έμφαση δίνεται στην εύλογη αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα, η προσέγγιση αυτή χρησιμοποιεί

διάφορες μεθόδους που εξετάζουν την αξία των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, συμπεριλαμβανομένων των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Η πιο γνωστή μέθοδος αυτής της προσέγγισης βασίζεται στα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού που αναφέρονται στον ισολογισμό και γενικά ονομάζονται λογιστική αξία. Θα πρέπει να αναγνωριστεί, ωστόσο, ότι σύμφωνα με την έννοια της λογιστικής αξίας τα περιουσιακά στοιχεία αναφέρονται σύμφωνα με διάφορες λογιστικές συμβάσεις που μπορεί να αντανακλούν ή να μην αντανακλούν με ακρίβεια την αξία της εύλογης αγοράς

Σε αυτή την προσέγγιση, συμπεριλαμβάνονται οι εξής μέθοδοι:

A. Εύλογη αγοραία αξία. Η εύλογη αγοραία αξία μπορεί να οριστεί ως η πιο πιθανή τιμή σε μετρητά -ή η ισοδύναμη τιμή σε άλλο μέσο συναλλαγής στην οποία η ιδιοκτησία θα άλλαζε χέρια (ή η ιδιοκτησία θα μπορούσε να δικαιολογηθεί από έναν συνετό επενδυτή) στην οποία ένας πρόθυμος αγοραστής και πωλητής θα αντάλασσαν (ή θα συμφωνούσαν να ανταλλάξουν, ή έχουν συμφωνήσει να ανταλλάξουν, ή μπορεί εύλογα να αναμένεται να ανταλλάξουν) με ισότητα και για τους δύο και όντας αμφοτέρωτεροι πλήρως ενήμεροι ή έχοντας γνώση ή τουλάχιστον βασική γνώση των σχετικών γεγονότων, και ενεργώντας με σύνεση και για ίδιο συμφέρον και χωρίς να βρίσκονται υπό εξαναγκασμό (Brealey & Myers, 2000). Με άλλα λόγια, η εύλογη αγοραία αξία είναι η τιμή στην οποία το περιουσιακό στοιχείο θα άλλαζε χέρια μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, όταν και οι δύο δεν βρίσκονται υπό καμία πίεση για αγορά και πώληση και έχουν εύλογη γνώση των σχετικών γεγονότων και πληροφοριών (Korlan et al., 2000).

Παράδειγμα: Ο ιδιοκτήτης και μόνος μέτοχος μιας επιχείρησης ανακοινώνει ότι πουλά το σύνολο των μετοχών του, για το ποσό των 10 εκ. ευρώ και την ίδια στιγμή βρίσκεται πρόθυμος αγοραστής, ο οποίος έχει πλήρη επίγνωση της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης και ο οποίος είναι πρόθυμος να καταβάλει άμεσα το ποσό των 10 εκ. ευρώ για την αγορά των μετοχών. Άρα, τα 10 εκ. ευρώ αποτελούν την εύλογη αγοραία αξία. Το ίδιο θα έπρεπε να ισχύει σε περίπτωση που κάποιο από τα δύο μέρη ζητούσε από μια ανεξάρτητη ελεγκτική εταιρία να αποτιμήσει την εταιρία.

B. Λογιστική αξία. Η λογιστική αξία είναι η ιστορική αξία, συνώνυμη με τα ίδια κεφάλαια, την καθαρή αξία και την καθαρή λογιστική αξία. Είναι η διαφορά μεταξύ του συνολικού ενεργητικού και του συνολικού παθητικού που εμφανίζεται στον

ισολογισμό μιας εταιρείας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία (Keyso et al, 2004). Σε κάθε ισολογισμό, τα περιουσιακά στοιχεία καταγράφονται στο ιστορικό κόστος, ενώ το καθαρό υπόλοιπο από τις συσσωρευμένες αποσβέσεις και οι υποχρεώσεις καταγράφονται στην ονομαστική τους αξία. Τα λογιστικά πρότυπα διαφόρων χωρών δεν επιτρέπουν στις εταιρείες να ενσωματώσουν τα πιθανά εγχώρια άυλα περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα να υποεκτιμούν την πραγματική λογιστική αξία μιας εταιρείας. Έτσι, μπορεί να μην αποτελεί κατάλληλο μέτρο της αξίας της επιχείρησης, εκτός αν προσαρμοστεί με την αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Συνήθως, όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια των περιουσιακών στοιχείων ή υποχρεώσεων που τηρούνται στα βιβλία, τόσο μεγαλύτερες είναι οι διαφορές μεταξύ της λογιστικής αξίας και της εύλογης αγοραίας αξίας (Fernandez, 2002).

Παράδειγμα: η τιμή αγοράς του βασικού μηχανολογικού εξοπλισμού μιας επιχείρησης ήταν 5 εκ. Σήμερα, μετά την πάροδο δύο ετών, η τιμή πώλησης του μηχανήματος ανέρχεται σε 3 εκ. ευρώ, άρα η λογιστική αξία του μηχανήματος είναι το κόστος του μείον τη σωρευμένη απόσβεση των 2 εκ. ευρώ.

Γ. Εσωτερική αξία. Η εσωτερική αξία είναι η θεμελιώδης αξία που εκτιμάται για ένα αξιόγραφο, όπως οι μετοχές, με βάση όλα τα γεγονότα και τις συνθήκες της επιχείρησης ή της επένδυσης. Η εσωτερική αξία ενός τίτλου προσδιορίζεται με βάση την κερδοφόρα δύναμη και την ποιότητα των κερδών. Η κερδοφόρα δύναμη της επένδυσης μετράται από την άποψη της ικανότητας της υποκείμενης οντότητας να αυξάνει συνεχώς το ποσοστό απόδοσης με εύλογες παραδοχές, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών πόρων, των εξωτερικών οικονομικών δεδομένων και των σημείων αναφοράς. Η ποιότητα κέρδους αξιολογείται από παράγοντες όπως η πελατειακή βάση, η κερδοφορία, η ικανοποίηση των πελατών, η ικανοποίηση των εργαζομένων, ο σχετικός κίνδυνος, η ανταγωνιστικότητα και η σταθερότητα της πρόβλεψης των κερδών. Ουσιαστικά, η εσωτερική αξία είναι η παρούσα αξία της μελλοντικής ροής κερδών προεξοφλημένη με την τρέχουσα απόδοση της αγοράς.

Δ. Αξία αντικατάστασης. Η αξία αντικατάστασης είναι το τρέχον κόστος απόκτησης ενός παρόμοιου νέου περιουσιακού στοιχείου το οποίο είναι πιθανό να παράγει την πλησιέστερη ισοδύναμη χρησιμότητα με το στοιχείο που αποτιμάται. Η εκτίμηση του κόστους αντικατάστασης λαμβάνει υπόψη τον τρόπο με τον οποίο ένα περιουσιακό

στοιχείο θα αντικατασταθεί με νεότερα υλικά και την τρέχουσα τεχνολογία. Η αξία αντικατάστασης και το κόστος αναπαραγωγής χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων που δεν παράγουν άμεσα εισόδημα, όπως έπιπλα και εξαρτήματα, εξοπλισμός γραφείου κ.ο.κ.

Παράδειγμα: Εταιρία μεταφορών επιθυμεί την αντικατάσταση φορτηγού λόγω παλαιότητας του οχήματος. Το φορτηγό αγοράστηκε προ 15 ετών έναντι 30.000 ευρώ. Η αξία αγοράς ενός νέου φορτηγού ίδιων προδιαγραφών ανέρχεται σε 70.000 ευρώ. Αρα, η αξία αντικατάστασης ανέρχεται σε 70.000 ευρώ.

Ε. Αξία εκκαθάρισης/ρευστοποίησης. Η αξία εκκαθάρισης είναι το καθαρό ποσό που μπορεί να πραγματοποιηθεί εάν η επιχείρηση τερματιστεί και τα περιουσιακά στοιχεία πωληθούν. Υπάρχουν δύο τύποι αξίας εκκαθάρισης: ομαλή εκκαθάριση και αναγκαστική εκκαθάριση. Η ομαλή εκκαθάριση λαμβάνει χώρα όταν τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται σε εύλογο χρονικό διάστημα ώστε να μεγιστοποιηθούν τα έσοδα που εισπράττονται. Η αξία αναγκαστικής εκκαθάρισης προκύπτει όταν τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται όσο το δυνατόν γρηγορότερα. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι είναι σημαντικό να γνωρίζουμε αν η αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας είναι μεγαλύτερη από την αξία εκκαθάρισης ή το αντίστροφο. Μερικές φορές, από την άποψη των συμφερόντων της μειοψηφίας, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η αξία της συνεχιζόμενης δραστηριότητας είναι μικρότερη από την αξία ρευστοποίησης. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ωστόσο, οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν μπορούν να επιβάλουν την εκκαθάριση, ακόμη και αν οι ελέγχοντες μέτοχοι επιθυμούν να συνεχίσουν την επιχείρηση ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα. Για παράδειγμα, η ρευστοποίηση είναι η διαφορά μεταξύ κάποιας αξίας των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων.

Παράδειγμα: έστω ότι οι υποχρεώσεις της εταιρείας είναι 800.000 ευρώ και ότι επίσης η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στον ισολογισμό είναι 1,5 εκ. ευρώ και η εκτιμώμενη αξία πώλησης όλων των περιουσιακών στοιχείων σε δημοπρασία είναι 900.000 ευρώ.. Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται αφαιρώντας τις υποχρεώσεις από την αξία του πλειστηριασμού, άρα $900.000 - 800.000 = 100.000$ ευρώ.

ΣΤ. Αξία προσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων. Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας επιχείρησης με βάση τη διαφορά μεταξύ της

εύλογης αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και των υποχρεώσεών της. Ανάλογα με τον ιδιαίτερο σκοπό ή τις περιστάσεις που διέπουν την αποτίμηση, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί μερικές φορές την αξία αντικατάστασης ή ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μείον τις υποχρεώσεις. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο αναλυτής προσαρμόζει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αγοραία αξία (που γενικά μετράται ως αξία αντικατάστασης ή ρευστοποίησης) και στη συνέχεια μειώνει τη συνολική προσαρμοσμένη αξία των περιουσιακών στοιχείων κατά την εύλογη αγοραία αξία όλων των καταγεγραμμένων και μη καταγεγραμμένων υποχρεώσεων. Τόσο τα ενσώματα όσο και τα αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται για τον προσδιορισμό του συνολικού προσαρμοσμένου καθαρού ενεργητικού. Εάν ο αναλυτής θα βασιστεί σε άλλους επαγγελματίες εκτιμητές για τις αξίες ορισμένων ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, ο αναλυτής θα πρέπει να γνωρίζει το πρότυπο αξίας που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση. Η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή μιας συνολικής αξίας για την επιχείρηση ή για συστατικά μέρη της επιχείρησης. Η μέθοδος προσαρμοσμένου καθαρού ενεργητικού είναι μια προσφιλής μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας μιας μη λειτουργικής επιχείρησης (π.χ. εταιρείες χαρτοφυλακίου ή επενδυτικές εταιρείες). Είναι επίσης μια καλή μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης που συνεχίζει να παράγει ζημιές ή που πρόκειται να ρευστοποιηθεί στο εγγύς μέλλον. Η μέθοδος προσαρμοσμένου καθαρού ενεργητικού, στην αξία ρευστοποίησης, θέτει γενικά μια "κατώτατη τιμή" για τον προσδιορισμό της συνολικής αξίας της οντότητας. Σε μια αποτίμηση ενός πλειοψηφικού μεριδίου όπου η επιχείρηση συνεχίζει τη δραστηριότητά της, θα πρέπει να υπάρχει λόγος για τον οποίο ο ιδιοκτήτης που ασκεί τον έλεγχο θα ήταν διατεθειμένος να δεχτεί λιγότερα από την αξία του ενεργητικού για την επιχείρηση. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί όταν τα περιουσιακά στοιχεία υποαποδίδουν, με αποτέλεσμα το συμπέρασμα της αξίας να είναι μικρότερο από την προσαρμοσμένη καθαρή αξία ενεργητικού αλλά μεγαλύτερο από την αξία ρευστοποίησης. Πριν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η μέθοδος προσαρμοσμένων καθαρών περιουσιακών στοιχείων έχει καθορίσει την κατώτατη αξία, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάσει το ενδεχόμενο υπερεκτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, την ύπαρξη μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων και άλλες παραλείψεις στον προσδιορισμό του. Η αρνητική πτυχή αυτής της μεθόδου είναι ότι δεν εξετάζει τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, θα ήταν

ακατάλληλο να χρησιμοποιηθεί αυτή η μέθοδος για την αποτίμηση άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή πνευματικά δικαιώματα, τα οποία συνήθως αποτιμώνται με βάση κάποιο είδος λειτουργικών κερδών (π.χ. δικαιώματα). Ωστόσο, η μεθοδολογία του κόστους αντικατάστασης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό της αξίας ορισμένων άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας.

2. Προσέγγιση εισοδήματος

Η προσέγγιση της αποτίμησης των επιχειρήσεων με βάση το εισόδημα βασίζεται στην ιδέα της αποτίμησης της παρούσας αξίας των μελλοντικών οφελών. Η προσέγγιση αυτή εκτιμά την αξία της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη τα μελλοντικά έσοδα που προκύπτουν κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται συχνότερα από τους επαγγελματίες της αποτίμησης επιχειρήσεων περιλαμβάνουν τη μέθοδο κεφαλαιοποίησης των κερδών και τη μέθοδο προεξόφλησης των κερδών (μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών). Θα ταξινομηθούν περαιτέρω ως εξής:

A) Μέθοδος κεφαλαιοποίησης κερδών

Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης ουσιαστικά διαιρεί τα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης με το λεγόμενο «ποσοστό κεφαλαιοποίησης» (Linton, 2004).. Η ιδέα είναι ότι η αξία της επιχείρησης ορίζεται από τα κέρδη της επιχείρησης και ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης χρησιμοποιείται για να συνδέσει τα δύο. Η μέθοδος αυτή είναι καταλληλότερη όταν φαίνεται ότι οι τρέχουσες δραστηριότητες μιας επιχείρησης είναι ενδεικτικές των μελλοντικών δραστηριοτήτων της, με την προϋπόθεση βέβαια ενός φυσιολογικού ρυθμού ανάπτυξης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ένα σταθερό επίπεδο κερδών διαιρείται με ένα συντελεστή κεφαλαιοποίησης προκειμένου να προκύψει μια λειτουργική αξία για την επιχείρηση. Όταν κεφαλαιοποιούνται τα καθαρά κέρδη, ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο των καθαρών κερδών μείον τον μέσο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (Dauber et al., 2008). Έτσι:

$$\text{Αξία} = \frac{\text{Καθάρá λειτουργικά κέρδη}}{\text{Συντελεστής κεφαλαιοποίησης}}$$

Όπου ο Συντελεστής κεφαλαιοποίησης = Επιτόκιο προεξόφλησης - Ρυθμός ανάπτυξης

B) Μέθοδος Προεξόφλησης ταμειακών ροών

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών υποθέτει ότι το σημερινό εύρος των αξιών της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης είναι ίσο με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους της εταιρείας. Λόγω του περιορισμού της περιόδου των χρηματοοικονομικών προβλέψεων, η αξία της εταιρείας είναι άθροισμα δύο παραγόντων: της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών (άθροισμα της παρούσας αξίας των μερισμάτων που η εταιρεία μπορεί να αντέξει να καταβάλει στους μετόχους και/ή των πρόσθετων εισφορών κεφαλαίου από τους μετόχους) και της υπολειμματικής αξίας της εταιρείας, η οποία είναι η αποτιμημένη αξία της εταιρείας που προκύπτει από τις ταμειακές ροές που παράγει η εταιρεία μετά την περίοδο των προβλέψεων. Οι ταμειακές ροές προκύπτουν από χρηματοοικονομικές προβλέψεις που καταρτίζονται σύμφωνα με παραδοχές. Ανάλογα με το αν στην αποτίμηση χρησιμοποιείται ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση ή των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα ίδια κεφάλαια, το κόστος κεφαλαίου ή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της αποτιμώμενης επιχείρησης, χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο (Pereirp, 20002). Οι ακόλουθοι τρεις παράγοντες χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας των λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (περιουσιακά στοιχεία που παράγουν ταμειακές ροές) της εταιρείας.: ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλητικό επιτόκιο και υπολειμματική αξία Η αξία αυτή σε συνδυασμό με την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (μη δημιουργούντα ταμειακές ροές περιουσιακά στοιχεία - που χωρίζονται κυρίως σε δύο ομάδες: πλεονάζοντα μετρητά, εμπορεύσιμα χρεόγραφα και άλλα μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία) αποτελεί την επιχειρηματική αξία μιας εταιρείας.

Σε αυτή τη μέθοδο, ο εκτιμητής αποτιμά τις ταμειακές ροές της επιχείρησης μετά από όλα τα λειτουργικά έξοδα, τους φόρους και τις τις απαραίτητες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και κεφαλαιουχικές δαπάνες. Η αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων με τη χρήση της μεθόδου των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους απαιτεί την εκτίμηση μόνο των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους κατόχους μετοχών, αφού οι κάτοχοι χρέους έχουν εξοφληθεί. Αυτή η μέθοδος είναι πιο κατάλληλη όταν οι μελλοντικές αποδόσεις αναμένεται να είναι σημαντικά διαφορετικές από από τις τρέχουσες δραστηριότητες. Η τελική αξία προσδιορίζεται όταν τα μελλοντικά μεγέθη της οντότητας “ροή εσόδων” αναμένεται να επιτύχει

σταθερή μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Όλες οι μελλοντικές ταμειακές ροές εκτιμώνται και προεξοφλούνται με τη χρήση του κόστους κεφαλαίου για να δώσουν τις παρούσες αξίες τους. Το άθροισμα των όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών, τόσο των εισερχόμενων όσο και των εξερχόμενων, είναι η καθαρή παρούσα αξία, η οποία λαμβάνεται ως η αξία των εν λόγω ταμειακών ροών.

Γ) Μέθοδος οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι το οικονομικό κέρδος της εταιρείας σε μια δεδομένη περίοδο. Μετρά την οικονομική επίδοση της εταιρείας με βάση τον υπολειμματικό πλούτο που υπολογίζεται με την αφαίρεση του κόστους κεφαλαίου από το λειτουργικό κέρδος, προσαρμοσμένο για φόρους σε ταμειακή βάση. Βοηθά στην αποτύπωση του πραγματικού οικονομικού κέρδους μιας εταιρείας. Τα τρία κύρια συστατικά στοιχεία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) είναι:

1. Καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους
2. Επενδυμένο κεφάλαιο
3. Το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να υπολογιστεί εφαρμόζοντας τον τύπο:

Οικονομική Προστιθέμενη Αξία = Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά φόρων - (Επενδυμένο Κεφάλαιο x WACC) ,

Όπου ουσιαστικά το Επενδυμένο Κεφάλαιο x WACC αποτελεί το κόστος κεφαλαίου. Αυτό το κόστος αφαιρείται από το Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά φόρων για να προκύψει το οικονομικό κέρδος ή ο υπολειπόμενος πλούτος που δημιουργεί ο οργανισμός.

3. Προσέγγιση αγοράς

Στη προσέγγιση της αγοράς σημαντικό βάρος δίνεται στην αποτίμηση με βάση την χρηματιστηριακή τιμή και τα αντίστοιχα μεγέθη που διαμορφώνονται βάσει αυτής.

Στην συγκεκριμένη προσέγγιση, χρησιμοποιούνται οι εξής μέθοδοι αποτίμησης.

Ο δείκτης τιμής προς κέρδη (P/E), αντανakλά το ποσό που οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για κάθε δολάριο κερδών. Ο μέσος δείκτης P/E σε ένα συγκεκριμένο κλάδο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός για την αξία μιας επιχείρησης -αν υποθεθεί ότι οι επενδυτές αποτιμούν τα κέρδη της εν λόγω

επιχείρησης με τον ίδιο τρόπο που αποτιμούν τη "μέση" επιχείρηση του κλάδου. Η προσέγγιση του πολλαπλασιαστή τιμής/κερδών είναι μια δημοφιλής τεχνική που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της αξίας της μετοχής της επιχείρησης - υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό των αναμενόμενων κερδών ανά μετοχή με το μέσο λόγο τιμής/κερδών (P/E) για τον κλάδο. Η χρήση των πολλαπλασιαστών P/E είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στην αποτίμηση επιχειρήσεων που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ενώ οι τιμές της αγοράς μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Σε κάθε περίπτωση, η προσέγγιση του πολλαπλασιαστή τιμής/κερδών θεωρείται ανώτερη από τη χρήση των λογιστικών αξιών ή των αξιών ρευστοποίησης, διότι λαμβάνει υπόψη τα αναμενόμενα κέρδη, υπό την έννοια ότι καταδεικνύει ποια θα πρέπει να είναι η εξέλιξη των κερδών προκειμένου να αιτιολογηθεί η παρούσα τιμή του δείκτη.

Θα παρατεθεί το εξής παράδειγμα:

Η τιμή της μετοχής της εταιρείας Α αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,20 ευρώ από το επόμενο έτος. Η προσδοκία αυτή βασίζεται σε ανάλυση της ιστορικής εξέλιξης των κερδών της επιχείρησης και των αναμενόμενων οικονομικών και κλαδικών συνθηκών. Ο μέσος δείκτης τιμής/κερδών (P/E) για τις επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου είναι 5. Πολλαπλασιάζοντας τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας ύψους 2,60 με αυτόν τον δείκτη, προκύπτει μια αξία για τις μετοχές της επιχείρησης ύψους 6 ευρώ, υποθέτοντας ότι οι επενδυτές θα συνεχίσουν να αποτιμούν την αξία της μέσης επιχείρησης στο πενταπλάσιο των κερδών της.

Κεφάλαιο 3. Αποτίμηση τραπεζών

3.1) Γενικό περίγραμμα αποτίμησης τραπεζών

Ο τραπεζικός τομέας σύμφωνα με τον Walker (2009) έχει μοναδικό ρόλο στην οικονομία, καθώς μπορεί να επηρεάσει το συστηματικό ρίσκο που συνδέεται με αυτόν. Επιπλέον, η υγιής απόδοση των τραπεζών αποτελεί σημαντικό παράγοντα πρόβλεψης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. (Demirguc-Kunt, και Detragiache, 1999). Στην ουσία, η τραπεζική κερδοφορία είναι ένα μέτρο του πόσο καλά λειτουργεί μια τράπεζα. (Dietrich, and Wanzenried, 2011). Ωστόσο, ο τραπεζικός τομέας έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές στο περιβάλλον λειτουργίας του τα τελευταία χρόνια. (Nicolae et al. 2015). Ειδικότερα, με την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2007-2008, το διεθνές περιβάλλον άλλαξε δραστικά. (Claessens, and Van Horen, 2014)

Για το θέμα της αποτίμησης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχουν γραφτεί σχετικά λιγότερες θεωρητικές και μεθοδολογικές εργασίες από όσο για την αποτίμηση των λοιπών εταιριών. Ένα σημαντικό ζήτημα της ανάλυσης της απόδοσης των τραπεζών είναι η εξέταση της απόδοσης από την άποψη της ικανότητάς τους να παράγουν βιώσιμη κερδοφορία. Η κερδοφορία αποτελεί την πρώτη γραμμή άμυνας μιας τράπεζας έναντι απροσδόκητων ζημιών, καθώς ενισχύει την κεφαλαιακή της θέση και βελτιώνει τη μελλοντική κερδοφορία μέσω της επένδυσης των παρακρατηθέντων κερδών. Ένα ίδρυμα που σημειώνει επίμονα ζημίες θα εξαντλήσει τελικά την κεφαλαιακή του βάση, γεγονός που με τη σειρά του θέτει σε κίνδυνο τους κατόχους ιδίων κεφαλαίων και χρέους. Επιπλέον, δεδομένου ότι ο απώτερος σκοπός κάθε οργανισμού που επιδιώκει το κέρδος είναι η διατήρηση και η δημιουργία πλούτου για τους ιδιοκτήτες του, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας πρέπει να είναι μεγαλύτερη από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της, προκειμένου να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους. Αν και τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν γίνει όλο και πιο πολύπλοκα, οι βασικοί παράγοντες που καθορίζουν την απόδοσή τους παραμένουν τα κέρδη, η αποτελεσματικότητα, η ανάληψη κινδύνων και η μόχλευση.

Αναλυτικότερα, ενώ είναι σαφές ότι μια τράπεζα πρέπει να είναι σε θέση να παράγει κέρδη, είναι επίσης σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη η σύνθεση και η μεταβλητότητα αυτών των κερδών. Η αποδοτικότητα αναφέρεται στην ικανότητα της τράπεζας να παράγει έσοδα από ένα δεδομένο ποσό περιουσιακών στοιχείων και να πραγματοποιεί κέρδη από μια δεδομένη πηγή εσόδων. Η ανάληψη κινδύνου αντανακλάται στις αναγκαίες προσαρμογές των κερδών για τους αναλαμβανόμενους κινδύνους για τη δημιουργία τους (π.χ. κόστος πιστωτικού κινδύνου κατά τη διάρκεια του κύκλου). Η μόχλευση μπορεί να βελτιώσει τα αποτελέσματα στην άνοδο, αλλά, αντίθετα, μπορεί επίσης να καταστήσει πιο πιθανή την πτώχευση μιας τράπεζας, λόγω απροσδόκητων ζημιών.

Αναπόφευκτα, τα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη μιας τράπεζας βλέπουν την απόδοση από διαφορετικές οπτικές γωνίες. Για παράδειγμα, οι καταθέτες ενδιαφέρονται για τη μακροπρόθεσμη ικανότητα μιας τράπεζας να φροντίζει τις αποταμιεύσεις τους - τα συμφέροντά τους διασφαλίζονται από τις εποπτικές αρχές. Οι κάτοχοι χρέους, από την άλλη πλευρά, εξετάζουν το πώς μια τράπεζα είναι σε θέση να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της - μια ανησυχία που αναλαμβάνουν οι οίκοι αξιολόγησης. Οι κάτοχοι ιδίων κεφαλαίων, από την πλευρά τους, εστιάζουν στη δημιουργία κερδών, δηλαδή στην εξασφάλιση μελλοντικής απόδοσης της τρέχουσας συμμετοχής τους. Η εστίαση αυτή αντικατοπτρίζεται στις προσεγγίσεις αποτίμησης των αναλυτών των τραπεζών, οι οποίοι προσπαθούν να προσδιορίσουν τη θεμελιώδη αξία της επιχείρησης. Τα στελέχη της διοίκησης επιδιώκουν επίσης τη δημιουργία κερδών, αλλά υπάρχει το ζήτημα της ελλιπούς αντιπροσώπευσης.

Είναι ζωτικής σημασίας ο προσδιορισμός του πεδίου εφαρμογής της ανάλυσης της μέτρησης των επιδόσεων, δεδομένου ότι αυτό μπορεί να υποδείξει πού μπορεί να είναι προτιμότερες οι πιθανές εναλλακτικές λύσεις αντί των παραδοσιακών μετρήσεων, όπως ο δείκτης RoE. Από την άποψη αυτή, οι τραπεζικοί αναλυτές τείνουν να θεωρούν τους δείκτες αποδοτικότητας, ποιότητας στοιχείων ενεργητικού και κεφαλαιακής επάρκειας ως βασικά στοιχεία των μετρήσεων απόδοσης των τραπεζών. Ως εκ τούτου, οι ρητοί δείκτες πιστωτικού κινδύνου και ικανότητας απορρόφησης των κραδασμών θεωρούνται ουσιώδεις για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας τράπεζας και την ενσωμάτωση του κινδύνου στην ανάλυση. Οι αναλύσεις τους βασίζονται επίσης σε λεπτομερείς δείκτες εσόδων και κόστους (π.χ. δομή, βιωσιμότητα και ρυθμός μεταβολής των στοιχείων εσόδων και κόστους),

καθώς και σε δείκτες κερδοφορίας και αποτίμησης με βάση την αγορά (π.χ. P/E, P/BV).

Από την άλλη πλευρά, κατά την αξιολόγηση των επιδόσεων των τραπεζών, οι τραπεζικοί αναλυτές τείνουν να μην χρησιμοποιούν τους δείκτες ρευστότητας, τους δείκτες πιστωτικού κινδύνου βάσει της αγοράς και τους δείκτες αποτελεσματικότητας που σχετίζονται με το κεφάλαιο, κυρίως επειδή οι δείκτες αυτοί παρέχουν λιγότερο αξιόπιστες πληροφορίες. Με τους δείκτες αποδοτικότητας, για παράδειγμα, είναι συχνά δύσκολο να εκτιμηθεί το πραγματικό ποσό του κεφαλαίου που διατίθεται σε κάθε κλάδο δραστηριότητας, ενώ με τους δείκτες που βασίζονται στην αγορά, το πρόβλημα είναι ότι αντικατοπτρίζονται ήδη στην αποτίμηση της τράπεζας. Μια σημαντική αλλαγή στη θεωρία και την πρακτική της αποτίμησης έγινε όταν ο Merton (1973) εισήγαγε το μοντέλο αποτίμησης ουδέτερου κινδύνου για τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Η αποτίμηση των τραπεζών βάσει αυτού του υποδείγματος μπορεί να ερμηνευθεί ως προσδιορισμός της αξίας ενός δικαιώματος αγοράς επί της αξίας των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Επί του παρόντος, ο Merton (2009) στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, προβαίνει στην προώθηση μιας αγοραίας αποτίμησης των τραπεζών και των στοιχείων τους, αναφέροντας ότι οι τράπεζες και οι οντότητες που αντιτίθενται στη χρήση της αποτίμησης της αγοράς, προσπαθούν να κρύψουν την πτώση των τιμών.

Ο Damodaran (2002) αναφέρει ότι οι θεμελιώδεις κανόνες αποτίμησης μπορούν να εφαρμοστούν εξίσου σε εταιρείες όπως και σε ιδρύματα χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ορισμένες προσεγγίσεις για την αποτίμηση των τραπεζών σημειώνουν την ισχυρή εξάρτηση της αξίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από το επιτόκιο της αγοράς. Ο Copeland τονίζει ότι ο κίνδυνος επιτοκίου πρέπει να εστιάζει την προσοχή του σε 4 παράγοντες:

- Το περιθώριο επιτοκίου μεταξύ του επιτοκίου της αγοράς και του επιτοκίου της τράπεζας καθώς και την ευελιξία τους στις εξελίξεις της αγοράς
- Τη δυναμική της μεταβολής κεφαλαίων
- Τον βαθμό υποκατάστασης των τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών ως εναλλακτική λύση στις μεταβολές του επιτοκίου

- Την ανάγκη κάλυψης των κινδύνων που προκύπτουν από την αναντιστοιχία ληκτότητας των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μέρος του κέρδους.

Υπάρχει πληθώρα μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης των τραπεζών, με κάθε ομάδα ενδιαφερομένων να έχει τη δική της προτιμητέα μέθοδο. Μεταξύ του μεγάλου συνόλου μέτρων απόδοσης για τις τράπεζες που χρησιμοποιούνται, μπορεί να γίνει διάκριση μεταξύ των παραδοσιακών, των οικονομικών και των βασισμένων στην αγορά μέτρων απόδοσης.

3.1.1. Παραδοσιακοί δείκτες αποτίμησης

Οι παραδοσιακοί δείκτες αποτίμησης είναι παρόμοιοι με εκείνα που εφαρμόζονται σε άλλους κλάδους, με την απόδοση του ενεργητικού, την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ή τον δείκτη κόστους προς έσοδα να είναι τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα. Επιπλέον, δεδομένης της σημασίας της διαμεσολαβητικής λειτουργίας για τις τράπεζες, συνήθως παρακολουθείται το καθαρό περιθώριο επιτοκίου.

Απόδοση ενεργητικού

Η απόδοση του ενεργητικού είναι το καθαρό εισόδημα του έτους διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού, συνήθως με τη μέση τιμή του έτους.

Απόδοση ενεργητικού = καθαρό εισόδημα / μέσο σύνολο ενεργητικού.

Η απόδοση ενεργητικού είναι ένα εσωτερικό μέτρο απόδοσης της αξίας των μετόχων και είναι μακράν το πιο δημοφιλές μέτρο απόδοσης, δεδομένου ότι προτείνει μια άμεση αξιολόγηση της οικονομικής απόδοσης της επένδυσης ενός μετόχου, είναι εύκολα διαθέσιμο για τους αναλυτές, καθώς βασίζεται μόνο σε δημόσιες πληροφορίες, και επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ διαφορετικών εταιρειών ή διαφορετικών τομέων.

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μερικές φορές αναλύεται σε ξεχωριστούς παράγοντες, κατά την ανάλυση Dupont, όπου η απόδοση ιδίων κεφαλαίων εξάγεται από τον τύπο = (αποτελέσματα/κύκλος εργασιών)*(κύκλος εργασιών/σύνολο

ενεργητικού)*(σύνολο ενεργητικού/ίδια κεφάλαια). Το πρώτο στοιχείο είναι το περιθώριο καθαρού κέρδους και το τελευταίο αντιστοιχεί στον πολλαπλασιαστή χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Κόστος προς έσοδα

Οι δείκτες κόστους προς έσοδα δείχνουν την ικανότητα του ιδρύματος να παράγει κέρδη από μια δεδομένη ροή εσόδων. Οι δαπάνες απομείωσης δεν περιλαμβάνονται στον αριθμητή.

Δείκτης κόστους προς έσοδα = λειτουργικά έξοδα / λειτουργικά έσοδα

Καθαρό περιθώριο επιτοκίου

Τέλος, το καθαρό περιθώριο επιτοκίου είναι ένα μέτρο για την ικανότητα παραγωγής εισοδήματος της διαμεσολαβητικής λειτουργίας των τραπεζών.

καθαρό περιθώριο επιτοκίου = καθαρά έσοδα από τόκους / ενεργητικό (ή τοκοφόρα στοιχεία ενεργητικού).

3.1.2 Δείκτες οικονομικής αποδοτικότητας

Οι δείκτες οικονομικής αποδοτικότητας λαμβάνουν υπόψη την εξέλιξη της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους και αποσκοπούν στην αξιολόγηση, για κάθε οικονομικό έτος, των οικονομικών αποτελεσμάτων που παράγει μια εταιρεία από τα οικονομικά της περιουσιακά στοιχεία (ως μέρος του ισολογισμού της). Οι δείκτες επικεντρώνονται κυρίως στην αποδοτικότητα ως κεντρικό στοιχείο των επιδόσεων, αλλά γενικά έχουν υψηλά επίπεδα απαιτήσεων πληροφόρησης. Δύο ομάδες δεικτών μπορούν να προσδιοριστούν μεταξύ των οικονομικών μέτρων απόδοσης:

Α) Δείκτες που σχετίζονται με τη συνολική απόδοση μιας επένδυσης, με βάση την έννοια του "κόστους ευκαιρίας", με πιο δημοφιλή την οικονομική προστιθέμενη αξία.

Οικονομική προστιθέμενης αξίας = απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων - (σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου * επενδυμένα κεφάλαια) - (σταθμισμένο μέσο κόστος χρέους * καθαρό χρέος).

Η οικονομική προστιθέμενη αξία λαμβάνει υπόψη το κόστος ευκαιρίας για τους μετόχους που έχουν διαθέσει μετοχικό κεφάλαιο σε μια τράπεζα, μετρώντας κατά πόσον μια εταιρεία παράγει οικονομική απόδοση υψηλότερη από το κόστος του επενδυμένου κεφαλαίου προκειμένου να αυξήσει την αγοραία αξία της εταιρείας).

B) Δείκτες που σχετίζονται με το υποκείμενο επίπεδο κινδύνου που συνδέεται με τη δραστηριότητα των τραπεζών. Σύμφωνα με τον Kimball (1998), για να είναι επιτυχημένη η λειτουργία μιας τράπεζας, τα διοικητικά στελέχη πρέπει να σταθμίζουν πολύπλοκους συμβιβασμούς μεταξύ ανάπτυξης, απόδοσης και κινδύνου, γεγονός που ευνοεί την υιοθέτηση μετρήσεων προσαρμοσμένων στον κίνδυνο.

Το RAROC (risk-adjusted return on capital, δηλαδή το αναμενόμενο αποτέλεσμα επί του οικονομικού κεφαλαίου) επιτρέπει στις τράπεζες να κατανέμουν το κεφάλαιο στις επιμέρους επιχειρηματικές μονάδες ανάλογα με τον επιμέρους επιχειρηματικό τους κίνδυνο. Ως εργαλείο αξιολόγησης των επιδόσεων, στη συνέχεια αποδίδει κεφάλαιο στις επιχειρηματικές μονάδες με βάση την αναμενόμενη οικονομική προστιθέμενη αξία τους.

Το RAROC μπορεί να εξαχθεί από το CAPM ως η υπερβάλλουσα απόδοση της αγοράς ανά μονάδα κινδύνου αγοράς (η αγοραία τιμή του κινδύνου).

3.1.3 Δείκτες απόδοσης με βάση την αγορά

Οι δείκτες απόδοσης που βασίζονται στην αγορά χαρακτηρίζουν τον τρόπο με τον οποίο οι κεφαλαιαγορές αποτιμούν τη δραστηριότητα κάθε δεδομένης εταιρείας, σε σύγκριση με την εκτιμώμενη λογιστική ή οικονομική της αξία. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μετρήσεις περιλαμβάνουν:

- η "συνολική απόδοση της μετοχής" ο λόγος των μερισμάτων και της αύξησης της αξίας της μετοχής σε σχέση με την αγοραία τιμή της μετοχής,
- ο "λόγος τιμής-κερδών" ο λόγος των οικονομικών αποτελεσμάτων της εταιρείας προς την τιμή της μετοχής της,
- η "τιμή προς λογιστική αξία" που συνδέει την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων με τη λογιστική αξία τους.

3.2) Προσδιοριστικοί παράγοντες της απόδοσης και αποτίμησης των τραπεζών

Οι Athanasoglou et al. (2008) δήλωσαν ότι ένα υγιές και κερδοφόρο τραπεζικό σύστημα είναι απαραίτητο όχι μόνο για τη σταθερότητα της οικονομίας και του τραπεζικού τομέα, αλλά και για την καλύτερη αντιμετώπιση των αρνητικών κλυδωνισμών. Ως εκ τούτου, οι προσδιοριστικοί παράγοντες της απόδοσης των τραπεζών έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον της ακαδημαϊκής έρευνας. Οι παράγοντες που αναφέρονται στην βιβλιογραφία είναι οι εξής:

3.2.1 Μέγεθος

Το μέγεθος της τράπεζας θεωρείται σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της απόδοσής της. (Pasiouras and Kosmidou, 2007). Ωστόσο, όταν οι συγγραφείς έκαναν την παλινδρόμηση διαπίστωσαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και απόδοσης. Από τη μία πλευρά, το αυξανόμενο μέγεθος φαίνεται να έχει θετική επίδραση στην κερδοφορία. Πολλές μελέτες διαπίστωσαν όχι μόνο θετική αλλά και σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους και της κερδοφορίας μιας τράπεζας. (Smirlock, 1985 - Flamini et al., 2009). Ο Short (1979) ανέφερε ότι ο λόγος για αυτό είναι ότι οι μεγάλες τράπεζες τείνουν να αντλούν λιγότερο δαπανηρό κεφάλαιο και, ως εκ τούτου, φαίνεται να είναι πιο κερδοφόρες. Άλλωστε, αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες είναι πιθανό να έχουν μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης προϊόντων και δανείων από τις μικρότερες τράπεζες, γεγονός που μειώνει το επίπεδο κινδύνου και συνεπώς οδηγεί σε υψηλότερη λειτουργική αποτελεσματικότητα και κερδοφορία. (Djalilov and Jenifer, 2016 - Boyd and Runkle, 1993). Η λειτουργική αποτελεσματικότητα και η κερδοφορία έχουν ως αποτέλεσμα να προκαλούν οικονομίες κλίμακας, οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν περαιτέρω στη μείωση του κόστους συλλογής και επεξεργασίας πληροφοριών. (Dietrich και Wanzenried 2011- Smirlock, 1985- Bikker και Hu, 2002)

Από την άλλη πλευρά, οι Berger κ.ά. (1987), παρείχαν στοιχεία ότι το κόστος μειώνεται ελάχιστα με την αύξηση του μεγέθους μιας τράπεζας και ότι οι πολύ μεγάλοι μεγέθους τράπεζες συχνά αντιμετωπίζουν αναποτελεσματικότητα κλίμακας. Επιπλέον, άλλες μελέτες έδειξαν ότι οι τράπεζες που γίνονται εξαιρετικά μεγάλες, η επίδραση του μεγέθους θα μπορούσε να είναι αρνητική λόγω των γραφειοκρατικών

διαδικασιών και άλλων δαπανών που σχετίζονται με τη διαχείριση. (Stiroh και Rumble, 2006). Τα ευρήματα από την έρευνα των Micco's et al. (2007) έδειξαν ότι ακόμη και αν ο συντελεστής είναι πάντα θετικός, είναι στατιστικά μη σημαντικός.

3.2.2 Πιστωτικός κίνδυνος

Οι Bikker και Metzmakers (2005) δήλωσαν ότι "ο πιστωτικός κίνδυνος συνδέεται πιθανότατα με τη φάση του επιχειρηματικού κύκλου". Συζήτησαν περαιτέρω ότι ο πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει σε μια ύφεση και το αντίστροφο και αυτό οδηγεί σε προκυκλικότητα. Οι Athanasoglou et al. (2014) υποστήριξαν ότι αναφορικά με το σε ποια φάση του κύκλου βρίσκεται μια τράπεζα ο κίνδυνος είναι υπερτιμημένος ή υποτιμημένος.

Ο πιστωτικός κίνδυνος εκφράζεται συνήθως με τον λόγο των αποθεματικών για επισφάλειες προς τα ακαθάριστα ή καθαρά δάνεια που χορηγούν οι τράπεζες. Έτσι, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο περισσότερο η τράπεζα είναι εκτεθειμένη να διατηρεί μεγαλύτερα ποσά σε επικίνδυνα δάνεια στον ισολογισμό και οι τράπεζες θα καταφεύγουν σε υψηλότερα περιθώρια για να καλύψουν αυτόν τον κίνδυνο. (Bikker και Metzmakers 2005 - Ahokrossi, 2013). Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι μία από τις κύριες μεταβλητές που επηρεάζουν την απόδοση των τραπεζών, καθώς εμφανίζει την πιθανότητα ζημίας λόγω της αδυναμίας του οφειλέτη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς την τράπεζα. (Nicolae et al. 2015). Οι Bouvatier και Lepetit (2008, σ. 514) δήλωσαν ότι "η λανθασμένη αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου μπορεί να εξηγήσει τις διακυμάνσεις του τραπεζικού δανεισμού".

Οι Miller και Noulas (1997) διαπίστωσαν ότι η σχέση μεταξύ πιστωτικού κινδύνου και κερδοφορίας είναι αρνητική, διότι η έκθεση των τραπεζών σε επισφαλή δάνεια αυξάνει και συνεπώς μειώνει τα περιθώρια κέρδους. Επιπλέον, οι Mansur κ.ά., (1993), Miller και Noulas, (1997), και Nicolae κ.ά., (2015) διαπίστωσαν επίσης ότι η επίδραση του πιστωτικού κινδύνου στην απόδοση των τραπεζών φάνηκε να είναι σαφώς αρνητική. Οι Athanasoglou et al. (2008, σελ. 123) ότι "το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι όσο περισσότερο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτίθενται σε δάνεια υψηλού κινδύνου, τόσο μεγαλύτερη είναι η συσσώρευση απλήρωτων δανείων, γεγονός που σημαίνει ότι

αυτές οι ζημιές δανείων έχουν δημιουργήσει χαμηλότερες αποδόσεις σε πολλές εμπορικές τράπεζες". Ωστόσο, οι Flamini et al., (2009) διαπίστωσαν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος έχει θετική και σημαντική επίδραση στην κερδοφορία, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μέτοχοι που αποφεύγουν τον κίνδυνο στοχεύουν σε αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο και αναζητούν μεγαλύτερα κέρδη για να αντισταθμίσουν τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο.

3.2.3 Κίνδυνος ρευστότητας και κεφαλαιακή επάρκεια

Ο κίνδυνος ρευστότητας εκφράζεται συχνά με τον λόγο των δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού, ο οποίος δείχνει το ποσοστό του ενεργητικού της τράπεζας που είναι δεσμευμένο σε δάνεια. (Bourke, 1989). Σε άλλες μελέτες, μπορεί να εκφραστεί ως ο λόγος των δανείων προς τις καταθέσεις των πελατών. (Bourke, 1989 - Nicolae, et al. 2015). Οι Pasiouras and Kosmidou (2007, σ. 227) υποστήριξαν ότι χωρίς την απαιτούμενη ρευστότητα και χρηματοδότηση για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων, μια τράπεζα μπορεί γρήγορα να χρεοκοπήσει ή τουλάχιστον να καταστεί τεχνικά αφερέγγυα. Η κακή ποιότητα του ενεργητικού και τα χαμηλά επίπεδα ρευστότητας είναι οι δύο κύριες αιτίες των τραπεζικών πτωχεύσεων. Έτσι, οι τράπεζες προκειμένου να προστατεύονται από αυτόν τον κίνδυνο διατηρούν ένα κατάλληλο ποσό μετρητών ή ένα ρευστό επίπεδο περιουσιακών στοιχείων, το οποίο μπορεί εύκολα να μετατραπεί σε μετρητά για να ικανοποιήσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, όπως αναλήψεις και νέα ζήτηση δανείων - ακόμη και σε καταστάσεις οικονομικής πίεσης. (Golin 2001- Nicolae κ.ά., 2015)

Οι τράπεζες, οι οποίες διαθέτουν ένα κατάλληλο επίπεδο ρευστότητας και έναν "άνετο" δείκτη, είναι σε θέση να μειώσουν τους κινδύνους χρεοκοπίας, γεγονός που μπορεί επίσης να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης και να ενισχύσει την κερδοφορία. (Bourke, 1989). Παρόλα αυτά, αυτό δεν συμβαίνει πάντα, με άλλα λόγια ότι υπάρχει αρνητική επίδραση της ρευστότητας στα κέρδη των τραπεζών. Αυτό συμβαίνει, λόγω του γεγονότος ότι τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία επιφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις, οι οποίες συνδέονται με χαμηλότερη κερδοφορία, και γενικά εάν το συγκεκριμένο ποσό που πρέπει να διατηρούν οι τράπεζες επιβάλλεται από την κυβέρνηση, αποτελεί έξοδο. (Molyneux, and Thornton, 1992- Guru et al., 1999- Pasiouras et al. 2006-Kosmidous et al., 2008- Nicolae, et al., 2015).

Τα τελευταία χρόνια, το ζήτημα της κεφαλαιακής επάρκειας αποτελεί όλο και περισσότερο ένα από τα φλέγοντα ζητήματα που εξετάζουν και μελετούν οι νομισματικές αρχές και ιδίως αυτές της κεντρικής τράπεζας. Υπήρχαν δύο βασικοί λόγοι. Αρχικά, ήταν η προσπάθειά τους να ελέγξουν τις δραστηριότητες καθώς και τη γενικότερη πορεία του τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον, ήταν μια προσπάθεια να δημιουργηθεί ένα σταθερό περιβάλλον με ίσους όρους ανταγωνισμού. Πιο συγκεκριμένα, σε μακροοικονομικό επίπεδο, η επιθυμία των νομισματικών αρχών να ελέγξουν το τραπεζικό σύστημα ξεκίνησε από τον ανταγωνισμό που αναπτύσσεται μεταξύ των τριών μεγαλύτερων οικονομικών μονάδων κάθε χώρας, δηλαδή μεταξύ του εμπορικού τραπεζικού συστήματος, των νομισματικών αρχών και της πραγματικής οικονομίας των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Οι απαρχές αυτού του ζητήματος βρίσκονται στην απάντηση του ερωτήματος "ποιος παίζει τον πρωταρχικό και κυρίαρχο ρόλο σε μια οικονομία;". Εάν, για παράδειγμα, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις επιβάλλουν τους όρους και τις προϋποθέσεις λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και των νομισματικών αρχών, τότε η νομισματική πολιτική που εφαρμόζεται είναι αυτή που ονομάζεται μετακεϋνσιανή και προέρχεται από την αντίστοιχη σχολή οικονομικής σκέψης. Αντίθετα, αν οι νομισματικές αρχές (κεντρική τράπεζα) επιβάλλουν τους όρους και τις προϋποθέσεις σχετικά με τη συμπεριφορά των τραπεζών, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τότε η νομισματική πολιτική που ακολουθείται εντάσσεται στο πλαίσιο της σχολής του μονεταρισμού. Βέβαια, υπάρχει και η Νέα Κεϋνσιανή Σχολή Οικονομικών, η οποία πιστεύει ότι τα εμπορικά τραπεζικά ιδρύματα διαδραματίζουν κυρίαρχο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επιβάλλοντας τους όρους τους στους άλλους δύο προαναφερθέντες θεσμούς, εφαρμόζοντας στην ουσία την ομώνυμη νομισματική πολιτική. Τέλος, υπάρχει και η σχολή της Νεοκεϋνσιανής, η οποία αποτελεί στην ουσία το συνδυασμό της μονεταριστικής σχολής με τη νεοκεϋνσιανή.

Συμπεραίνοντας το γεγονός ότι ο λόγος της διαφωνίας και κατά συνέπεια ο λόγος ύπαρξης των τεσσάρων διαφορετικών σχολών είναι ο τρόπος με τον οποίο η κάθε σχολή των οικονομικών αντιμετωπίζει τις απαιτήσεις (δάνεια) των περιουσιακών στοιχείων των εμπορικών τραπεζών (ενεργητικό). Με άλλα λόγια, η διαφωνία έγκειται στο κατά πόσον και σε ποιο βαθμό τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών ως μέρος της ενεργού ζήτησης της πραγματικής οικονομίας είναι ελέγξιμα και από ποιον.

Η εφαρμογή της Βασιλείας III είναι απαραίτητη για τη νομισματική πολιτική σε κάθε οικονομία. Με το Σύμφωνο γίνεται προσπάθεια να εξαιρεθούν οι κίνδυνοι αλλά και οι γενικότερες δυσκολίες που μπορεί να εμφανιστούν κατά την αποτίμηση τόσο του δανειακού χαρτοφυλακίου όσο και του χαρτοφυλακίου πωλήσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων από μια τοπική ή διεθνή κρίση. Έτσι, ορίζεται η επιβολή ποσοτικών περιορισμών στην αναλογία των ιδίων κεφαλαίων στα χαρτοφυλάκια αυτά, προκειμένου να παρακολουθείται και να εποπτεύεται στενότερα η πιστωτική επέκταση των εμπορικών τραπεζών από τις κεντρικές τράπεζες. Ειδικότερα στα δανειακά χαρτοφυλάκια εισάγεται ο πιο άμεσος μέχρι σήμερα τρόπος για την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών με την παρατήρηση των υποχρεωτικών μετρητών και ισοδυνάμων μετρητών.

3.2.4. Καθαρό περιθώριο επιτοκίου

Οι Naceur και Omran (2011) όρισαν το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο ως τη μέτρηση της διαφοράς μεταξύ αυτού που πληρώνει η τράπεζα στους παρόχους κεφαλαίων και αυτού που εισπράττει από τις επιχειρήσεις και τους άλλους χρήστες τραπεζικών πιστώσεων.

Οι Maudos και Fernandez de Guevara (2004) προκειμένου να προσδιορίσουν το περιθώριο επιτοκίου είχαν ως βάση το υπόδειγμα των Ho και Saunders (1981), Allen (1988) και Angbazo (1997). Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανταγωνιστική δομή των αγορών (Ho and Saunders, 1981), το μέσο λειτουργικό κόστος, η αποστροφή προς τον κίνδυνο, η μεταβλητότητα των επιτοκίων της χρηματαγοράς (Albertazzi and Gambacorta, 2009), ο πιστωτικός κίνδυνος, η συνδιακύμανση μεταξύ του κινδύνου επιτοκίου και του πιστωτικού κινδύνου (Angbazo, 1997) είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν το καθαρό περιθώριο επιτοκίου.

Ο πιστωτικός κίνδυνος επηρεάζει θετικά το περιθώριο επιτοκίου, ενώ ο κίνδυνος ρευστότητας το επηρεάζει αρνητικά. (Carbó and Rodríguez, 2007 - Ahokpossi, 2013). Οι Micco κ.ά. (2007) πραγματοποίησαν έρευνα και ανακάλυψαν ότι, δεδομένης μιας συγκεκριμένης ιδιοκτησίας, οι δημόσιες τράπεζες στις αναπτυσσόμενες χώρες είχαν ελαφρώς χαμηλότερα περιθώρια κέρδους και ότι δεν υπήρχε σημαντική διαφορά

μεταξύ των περιθωρίων κέρδους των δημόσιων και των ιδιωτικών τραπεζών (Ahokrossi, 2013) που βρίσκονται σε βιομηχανικές χώρες. Επιπλέον, όταν οι συγγραφείς επικεντρώθηκαν στις ξένες τράπεζες, οι οποίες βρίσκονται σε αναπτυσσόμενες χώρες, διαπίστωσαν ότι τα καθαρά περιθώρια κέρδους τους δεν διέφεραν σημαντικά από εκείνα των εγχώριων ιδιωτικών τραπεζών. (Ahokrossi, 2013). Αντίθετα, στις βιομηχανικές χώρες τα ευρήματα αποκάλυψαν ότι τα περιθώρια των ξένων τραπεζών ήταν χαμηλότερα από εκείνα των εγχώριων ιδιωτικών τραπεζών.

Οι Flamini, et al. (2009) εξέτασαν τριακόσιες ογδόντα εννέα (389) τράπεζες της υποσαχάριας Αφρικής και διαπίστωσαν ότι οι δημόσιες τράπεζες είναι λιγότερο κερδοφόρες από τις ιδιωτικές, μετά τον έλεγχο άλλων τραπεζικών χαρακτηριστικών. Συγκρίνοντας τη μελέτη αυτή με τη μελέτη του Ahokrossi (2013), το αποτέλεσμα έδειξε ότι τα χαμηλότερα περιθώρια επιτοκίου δεν είναι η αιτία της χαμηλότερης κερδοφορίας των δημόσιων τραπεζών.

Οι Albertazzi και Gambacorta (2009) παρατήρησαν ότι ο παραδοσιακός ρόλος των τραπεζών έχει αλλάξει λόγω της μείωσης των περιθωρίων επιτοκίου, η οποία έχει συμβεί λόγω της αύξησης του ανταγωνισμού (Maudos and Fernandez de Guevara, 2004). Έτσι, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι οι τράπεζες πρέπει να αναζητήσουν νέες πηγές εσόδων.

3.2.5 Δομή ιδιοκτησίας

Ο τύπος ιδιοκτησίας ταξινομείται σε τρεις κατηγορίες: εγχώρια ιδιωτική, δημόσια και ξένη. (Micco et al. 2007). Ενώ άλλες μελέτες το χωρίζουν απλά σε εγχώρια και αλλοδαπή (Demirguc-Kunt, και Levine, 2006)

Σύμφωνα με τον Short (1979), υπάρχουν ελάχιστα στοιχεία που υποστηρίζουν τη θετική σχέση μεταξύ των τραπεζών ιδιωτικής ιδιοκτησίας και των υψηλών οικονομικών κερδών. Επιπλέον, άλλες εκθέσεις ανέφεραν ότι ο τύπος ιδιοκτησίας είναι άσχετος με την εξήγηση της κερδοφορίας. (Bourke, 1989 - Molyneux, και Thornton, 1992)

Οι Athanasoglou et al. (2008) ανέλυσαν την επίδραση των ιδιωτικών τραπεζών στην κερδοφορία, για την περίοδο 1985-2001. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι

το μέγεθος δεν επηρέασε σημαντικά την κερδοφορία. Αν και, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου συνέβησαν πολλές ιδιωτικοποιήσεις, καθώς και συγχωνεύσεις και εξαγορές. Παρά την εξέλιξη αυτή, δεν σημειώθηκε καμία αλλαγή. Για το λόγο αυτό, οι συγγραφείς πιστεύουν ότι οι επιπτώσεις τους δεν έχουν ακόμη προκύψει.

Οι Micco et al. (2007) διαπίστωσαν ότι οι κρατικές τράπεζες που λειτουργούν σε αναπτυσσόμενες χώρες φαίνεται να έχουν χαμηλότερη απόδοση ενεργητικού σε σύγκριση με τις εγχώριες ιδιωτικές τράπεζες. Όταν πρόκειται για δημόσιες και ιδιωτικές τράπεζες, η διαφορά στην αποδοτικότητα τους γίνεται μικρότερη, δεδομένου ότι πρόκειται για διαφορετικά μεγέθη και τμήματα της τραπεζικής αγοράς. Διαπίστωσαν επίσης ότι οι ξένες τράπεζες που εδρεύουν σε βιομηχανικές χώρες και οι ιδιωτικές εγχώριες τράπεζες δεν είχαν καμία αξιοσημείωτη διαφορά. Οι Altunbas et al. (2001) εξέτασαν ορισμένες γερμανικές τράπεζες και δεν βρήκαν κανένα στοιχείο που να υποστηρίζει το γεγονός ότι οι ιδιωτικές τράπεζες είναι πιο αποτελεσματικές από τις δημόσιες και τις αλληλασφαλιστικές. Αυτό μπορεί να συμβαίνει επειδή οι δημόσιες τράπεζες, οι οποίες λειτουργούν σε βιομηχανικές χώρες, έπαψαν να προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους και προσπαθούν να ανταποκριθούν σε μια κοινωνική εντολή. (Micco et al., 2007)

3.2.6 Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ

Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αντικατοπτρίζει την κατάσταση του οικονομικού κύκλου και αναμένεται να έχει αντίκτυπο στη ζήτηση τραπεζικών δανείων. Επιπλέον, οι Flamimi et al. (2009, σ. 12) υποστήριξαν ότι καθώς η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνεται, και ιδίως κατά τη διάρκεια της ύφεσης, η ποιότητα των πιστώσεων επιδεινώνεται και οι αθετήσεις αυξάνονται, μειώνοντας έτσι τις αποδόσεις των τραπεζών. Οι Hassan and Bashir (2003), Kosmidou (2006), Pasiouras and Kosmidou (2007), Bouvatier and Lepetit (2008), Kosmidou et al. (2008), Flamimi et al. (2009), Dietrich and Wanzenried (2011) και Trujillo-Ponce (2013), διαπίστωσαν θετική συσχέτιση μεταξύ του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και των επιδόσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Σύμφωνα με τους Athanoglou et al. (2008), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έχει θετική επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών, πιθανώς λόγω της αύξησης των επιτοκίων δανεισμού με μικρότερη πιθανότητα ποσοστού αθέτησης. (Mirzaei et al., 2013). Αν

και, ταυτόχρονα, οι Mirzaei et al. (2013, σ. 2925) ανέφεραν ότι "το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας επηρεάζει επίσης την προσφορά κεφαλαίων, δηλαδή τις καταθέσεις, και εάν η προσφορά καταθέσεων μειωθεί λόγω αύξησης της κατανάλωσης σύμφωνα με την αύξηση του ΑΕΠ, το πρόσημο του συντελεστή μπορεί να γίνει αρνητικό".

Οι Albertazi και Gambacorta (2009) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και διαπίστωσαν επίσης θετική σχέση μεταξύ τους. Οι Djalilov και Piesse (2016) διαπίστωσαν επίσης ότι η κερδοφορία επηρεάζεται από την αύξηση του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της αύξησης της ζήτησης για δάνεια κατά τη διάρκεια της κυκλικής ανάκαμψης.

3.2.7 Δείκτης κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

Ο δείκτης μετρά το συνολικό επίπεδο ανάπτυξης του τραπεζικού τομέα και της χρηματιστηριακής αγοράς, αντίστοιχα, καθώς και τη σημασία τους στη χρηματοδότηση της οικονομίας. (Πασιούρας και Κοσμίδου, 2007). Με δεδομένο ότι, οι Kosmidous et al. (2008, σελ. 13), 2009 όρισαν τον δείκτη ως "το συνολικό ενεργητικό των καταθετικών τραπεζών και παρέχει μια ένδειξη της συμπληρωματικότητας ή υποκαταστασιμότητας μεταξύ της τραπεζικής και της χρηματιστηριακής χρηματοδότησης". Οι Albertazzi και Gambacorta (2009), Naceur και Omran (2011) χρησιμοποίησαν τον εν λόγω δείκτη ως μέτρο του μεγέθους της αγοράς μετοχών.

Οι Pasiouras, and Kosmidou (2007) εξέτασαν πώς εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες επηρεάζουν την κερδοφορία των εμπορικών και ξένων τραπεζών, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε δεκαπέντε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι συγγραφείς, καθώς και οι Kosmidous et al. (2008), Albertazzi και Gambacorta (2009) ανακάλυψαν ότι υπάρχει θετική και στατικά σημαντική σχέση μεταξύ τόσο των εγχώριων όσο και των ξένων τραπεζών και της κερδοφορίας των τραπεζών. Αυτό υποδηλώνει ότι όταν η χρηματιστηριακή αγορά είναι μεγαλύτερη σε σύγκριση είτε με την οικονομία είτε με τον τραπεζικό τομέα, άρα τα κέρδη και τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών αυξάνονται. Σε μια προηγούμενη μελέτη, ο Naceur (2003) είχε βρει τα ίδια εμπειρικά αποτελέσματα για τον τραπεζικό κλάδο της Τυνησίας και είχε

προτείνει ότι καθώς η χρηματιστηριακή αγορά διευρύνεται, τότε περισσότερες πληροφορίες γίνονται διαθέσιμες.

3.2.8 Πληθωρισμός

Ο Revel (1979) πρότεινε ότι η επίδραση του πληθωρισμού στην κερδοφορία των τραπεζών εξαρτάται από το αν τα λειτουργικά έξοδα αυξάνονται με υψηλότερο ρυθμό από τον πληθωρισμό. Σε μια μεταγενέστερη μελέτη που διεξήχθη από τον Perry (1992), ο οποίος είχε καταλήξει στο συμπέρασμα, ότι ο πληθωρισμός μπορεί να έχει θετική ή αρνητική επίδραση σχετικά με το αν έχει προβλεφθεί πλήρως ή όχι.

Οι Bouvatier και Lepetit (2008) ανακάλυψαν ότι ο πληθωρισμός είχε αρνητική και σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών. Το δείγμα ελήφθη από εκατόν ογδόντα έξι ευρωπαϊκές τράπεζες. Σε μεταγενέστερη μελέτη, οι Albertazzi και Gambacorta (2009) διαπίστωσαν ότι ο πληθωρισμός είχε θετική, αλλά όχι σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών. Η έρευνα έλαβε χώρα στις κυριότερες βιομηχανικές χώρες: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία, Ισπανία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες.

Οι Bourke (1989), Molyneux και Thornton (1992), Demirgüç-Kunt και Huizinga (1998), Claessens et al., (2001) διαπίστωσαν θετική σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων με την απόδοση των τραπεζών. Σε μεταγενέστερες έρευνες, οι Pasiouras και Kosmidou, Athanasoglou et al. (2008), Kosmidous et al. (2008) βρήκαν θετική συσχέτιση μεταξύ πληθωρισμού και κερδοφορίας, όταν ο πληθωρισμός είναι πλήρως προβλεπόμενος, οπότε οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να προσαρμόσουν τα επιτόκια τους. Ως αποτέλεσμα, τα έσοδά τους αυξάνονται ταχύτερα από το κόστος τους.

Ωστόσο, ο πληθωρισμός μειώνει την πιστωτική επέκταση συμβάλλοντας σε υψηλότερα καθαρά περιθώρια επιτοκίου. (Afanasieff et al., 2002 - Naceur and Kandil, 2009 - Flamimi et al., 2009). Οι Afanasieff et al. (2002) πρότειναν ότι ο πληθωρισμός μπορεί να καταγράφει την επίδραση της είσπραξης των «θαλασσοδανείων» στα περιθώρια επιτοκίου. Αργότερα, οι Ben Naceur και Kandil (2009) εξήγησαν τον αρνητικό συντελεστή από το γεγονός ότι ένα υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού αυξάνει την αβεβαιότητα και μειώνει τη ζήτηση για πιστώσεις.

Κεφάλαιο 4. Αποτίμηση Eurobank

Κατά την αποτίμηση ενός Ελληνικού τραπεζικού ομίλου, παρουσιάζονται μια σειρά από εμπόδια που καθιστούν μη αποτελεσματική την εφαρμογή των περισσότερων μεθόδων αποτίμησης.

Ένα σημαντικό πρόβλημα αφορά στην σημαντική μεταβολή της αξίας των τραπεζών στην διάρκεια του χρόνου λόγω των εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί. Ενδεικτικό είναι ότι το 2008 υπήρχαν 7 μεγάλες τράπεζες, 12 μικρότερες, 16 συνεταιριστικές, 30 υποκαταστήματα ξένων τραπεζών, ενώ το 2014 υπήρχαν 4 συστημικές, μια μικρότερη και 10 συνεταιριστικές. Ως εκ τούτου, με την τόσο σημαντική μεταβολή των περιουσιακών στοιχείων, δεν μπορεί να υπάρξει μια σαφής εκτίμηση της αποτίμησης που να έχει μια ιστορική συνέχεια ώστε να διαπιστώνεται μια σύγκριση σε βάθος χρόνου.

Ένα δεύτερο σημαντικό πρόβλημα είναι ότι οι Ελληνικές συστημικές τράπεζες έχουν λάβει σημαντικά κεφάλαια από το Δημόσιο, δια μέσου της ανακεφαλαιοποίησής τους. Ως εκ τούτου, ενώ τα ίδια κεφάλαια καταγράφονται ως σχετικά σταθερά μετά το 2013, ωστόσο αυτή η ανακεφαλαιοποίηση μεταστρέφει την εικόνα που υπήρχε το 2011 και κυρίως το 2012. Ως εκ τούτου, δεν μπορεί να υπάρξει κάποια προεξόφληση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, αφού όταν τα ίδια κεφάλαια έγιναν αρνητικά η τράπεζα χρηματοδοτήθηκε κεφαλαιακά από το Δημόσιο.

Το τρίτο σημαντικό πρόβλημα είναι ότι δεν μπορεί να υπάρξει αντικειμενική εκτίμηση του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης (growth rate) βάσει του οποίου μπορεί να γίνει ο υπολογισμός του CAPM και του Divident Discount Model.

Ένα τέταρτο σημαντικό πρόβλημα αφορά στο ύψος των επισφαλειών. Ειδική αναφορά στην αποτίμηση της τράπεζας θα πρέπει να γίνει στον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος, στην συγκεκριμένη περίπτωση, αφορά τόσο στα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια, όσο και στις προβλέψεις που σχηματίζονται. Ο πιστωτικός κίνδυνος ορίζεται ως η

πιθανότητα πρόκλησης ζημιών στα πιστωτικά ιδρύματα λόγω απρόβλεπτων και συνεπώς απίθανων γεγονότων που σχετίζονται με την αθέτηση των υποχρεώσεων των πελατών τους στους οποίους χορηγήθηκαν δάνεια. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο πρωταρχικός κίνδυνος διαμεσολάβησης στον οποίο εκτίθενται τα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς συνδέεται άμεσα με την κύρια δραστηριότητά τους, δηλαδή την παροχή δανειακών κεφαλαίων. Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα τα πρόσωπα ή τα νομικά πρόσωπα που συνάπτουν συμβάσεις με το πιστωτικό ίδρυμα να μην είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους προς αυτό. Οι υποχρεώσεις αυτές αφορούν είτε την αποπληρωμή ενός δανείου που τους έχει χορηγηθεί από το πιστωτικό ίδρυμα είτε τις τακτικές πληρωμές που προκύπτουν από την έκδοση ενός ομολόγου στο οποίο έχει επενδύσει το πιστωτικό ίδρυμα.

Υπάρχουν πολλοί ορισμοί της αθέτησης πληρωμών. Μία από τις "νομικές" προσεγγίσεις της αθέτησης είναι η αθέτηση της υποχρέωσης όταν επέλθει ένα ή και δύο γεγονότα:

- Το πιστωτικό ίδρυμα θεωρεί ότι είναι δυνατόν ο δανειολήπτης να μην εκπληρώσει τις υποχρεώσεις πληρωμής προς τον εαυτό του ή προς οποιαδήποτε εταιρεία του ομίλου, στο σύνολό τους.
- Ο δανειολήπτης παρουσιάζει καθυστέρηση 90 ημερών στην αποπληρωμή των υποχρεώσεών του.

Εκτός από αυτή τη νομική προσέγγιση, υπάρχει και η "οικονομική". Σύμφωνα με αυτήν, η αθέτηση πληρωμών επέρχεται όταν η αξία των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη διαπιστωθεί ότι είναι μικρότερη από την αξία των υποχρεώσεών του. Η προσέγγιση αυτή αναπτύχθηκε από τον Merton (1974) και έχει ενσωματωθεί στο μοντέλο αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου KMV της Moody's. Ο ορισμός της έννοιας της πιθανότητας είναι ζωτικής σημασίας για την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης.

Επομένως, η πιθανότητα αθέτησης πληρωμών ενός δανειολήπτη σε μια δεδομένη χρονική περίοδο χαρακτηρίζει τον κίνδυνο αθέτησης. Ωστόσο, πέρα από αυτή την ακραία πιθανότητα αθέτησης, υπάρχουν ενδιάμεσες καταστάσεις που αντιπροσωπεύουν την πιθανότητα υποβάθμισης ή αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειολήπτη, δηλαδή την πιθανότητα μετάβασης (transition probability) από τη μία πιστοληπτική διαβάθμιση στην άλλη.

Σε περίπτωση πλήρους αθέτησης το πιστωτικό ίδρυμα υφίσταται ζημίες που ισοδυναμούν με την αξία του πιστωτικού ανοίγματος, οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τη ρευστοποίηση τυχόν εξασφαλίσεων ή την εκτέλεση εγγυήσεων. Ωστόσο, σε περίπτωση υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειολήπτη, το πιστωτικό ίδρυμα δεν υφίσταται άμεσες λογιστικές ζημίες, αν και η πιθανότητα αθέτησης αυξάνεται. Στην περίπτωση αυτή, διευρύνεται η απαιτούμενη απόδοση, δηλαδή το πιστωτικό περιθώριο που απαιτεί η αγορά για την ανάληψη του υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου, μειώνοντας έτσι την παρούσα αξία της απαίτησης.

Ο πιστωτικός κίνδυνος στον οποίο είναι εκτεθειμένο ένα τραπεζικό ίδρυμα εκτιμάται με βάση τις πιστωτικές ζημίες που μπορεί να υποστεί το χαρτοφυλάκιο δανείων και ομολόγων του. αυτές οι πιθανές πιστωτικές ζημίες διακρίνονται σε:

Αναμενόμενες ζημίες (EL), οι οποίες αντιπροσωπεύουν τις μέσες ζημίες που αναμένεται να υποστεί το πιστωτικό χαρτοφυλάκιο. Το ποσοστό των αναμενόμενων ζημιών ενός χαρτοφυλακίου εκτιμάται από το γινόμενο της πιθανότητας αθέτησης επί το ποσοστό των ζημιών σε περίπτωση αθέτησης δηλαδή έχουμε:

Αναμενόμενες απώλειες = Πιθανότητα αθέτησης x Ζημία σε περίπτωση αθέτησης = Πιθανότητα αθέτησης x (1-Ποσοστό ανάκτησης),

Οι αναμενόμενες ζημίες δεν αντιπροσωπεύουν κίνδυνο, με την έννοια ότι η τράπεζα έχει ήδη εκτιμήσει ότι θα συμβούν. Αυτό σημαίνει ότι ένας δανειοδοτικός οργανισμός, ενώ δανείζει, αναμένει ασφαλώς ότι το χαρτοφυλάκιο του θα υποστεί κάποιο μέγεθος πιστωτικής απώλειας. Η βέβαιη φύση αυτών των ζημιών τις καθιστά αναγκαίο κόστος που θα πρέπει να αναλάβει ο πιστωτικός οργανισμός για να αναλάβει τη συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα. Για το λόγο αυτό, οι αναμενόμενες ζημίες πρέπει να καλύπτονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, μέσω της τιμολόγησης των δανειακών συμβάσεων.

Γενικά, οι αναμενόμενες ζημίες συμπίπτουν με το μέσο επίπεδο ζημιών ενός πιστωτικού χαρτοφυλακίου. Ειδικότερα, στην περίπτωση κανονικής κατανομής, οι αναμενόμενες ζημίες χαρακτηρίζουν την κορυφή της κατανομής.

Οι μη αναμενόμενες ζημίες (UL), οι οποίες χαρακτηρίζουν την απόκλιση των πιστωτικών ζημιών από τα μέσα επίπεδα.

Ως εκ τούτου, μπορεί να δηλωθεί ότι οι συνολικές ζημίες της τράπεζας (TL) είναι το άθροισμα των αναμενόμενων ζημιών και των απροσδόκητων ζημιών.

Οι απροσδόκητες ζημίες αποτελούν τον πραγματικό κίνδυνο για ένα πιστωτικό ίδρυμα. Δηλαδή, χαρακτηρίζουν τις μέγιστες δυνητικές απώλειες που μπορεί να υποστεί το χαρτοφυλάκιο ενός πιστωτικού ιδρύματος με ορισμένο επίπεδο βεβαιότητας. Κατά μία έννοια είναι η μεταβλητότητα των πιστωτικών ζημιών γύρω από το μέσο ή αναμενόμενο επίπεδο ζημιών. Οι απρόβλεπτες ζημίες προσδιορίζουν επίσης το πιστωτικό Var (credit-value at risk), δηλαδή τις μέγιστες πιστωτικές ζημίες που μπορεί να υποστεί το χαρτοφυλάκιο του πιστωτικού ιδρύματος με κάποιο βαθμό βεβαιότητας.

Στην περίπτωση κανονικής κατανομής, οι απροσδόκητες ζημίες μπορούν να προσδιοριστούν ως προς n τυπικές αποκλίσεις από το μέσο επίπεδο ζημιών, για κάποιο βαθμό βεβαιότητας. Έτσι, με πιθανότητα 95%, οι απροσδόκητες ζημίες δεν αναμένεται να υπερβούν τις 1,65 τυπικές αποκλίσεις από το μέσο επίπεδο ζημιών. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, οι πιστωτικές ζημίες δεν κατανέμονται σωστά. Συνήθως παρουσιάζουν σημαντική δεξιά ασυμμετρία, πράγμα που σημαίνει ότι οι υψηλότερες ζημίες εμφανίζονται συχνότερα από ό,τι υποδηλώνει η κανονική κατανομή.

Το ζήτημα που προκύπτει είναι ότι, με την τόσο μεγάλη μεταβολή των επισφαλειών, οι ίδιες οι επισφάλειες δεν μπορούν να αποτιμηθούν με ένα σταθερό δείκτη ούτε προεξόφλησης, ούτε στατιστικής πιθανότητας. Το πρόβλημα αυτό ροκύπτει διότι, ενώ μια τράπεζα μπορεί να έχει σχηματίσει προβλέψεις ύψους X για τις επισφάλειες, αυτό το ύψος να μην επαρκεί καν, αφού αφενός αυξάνονται οι επισφάλειες και αφετέρου μειώνεται η αξία πώλησης των εγγυήσεων.

Ως εκ τούτου, με βάση τις παραπάνω δεσμεύσεις και εμπόδια, η παρούσα ανάλυση θα εστιάσει στην μεταβολή των δεικτών αποδοτικότητας και κερδοφορίας, ώστε να μπορέσει βάσει αυτών να αιτιολογήσει τις μεταβολές στην λογιστική αξία, την κεφαλαιοποίηση και τον δείκτη τιμής προς κέρδη, δηλαδή τους τρεις σημαντικούς δείκτες αποτίμησης της εταιρίας.

Αρχικά θα πρέπει να γίνει αιτιολόγηση της επιλογής ορισμένων κύριων δεικτών της αποδοτικότητας και κερδοφορίας. Ως δείκτες της απόδοσης των τραπεζών θα

χρησιμοποιηθούν δύο παράγοντες: ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) και ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE).

- Αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA): Ο δείκτης αυτός συνδέει τα έσοδα που αποκομίζει η τράπεζα με τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί στην επιχειρηματική της λειτουργία και ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων προς το σύνολο του ενεργητικού. Ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα προς το σύνολο του ενεργητικού και χρησιμοποιείται κυρίως για την απόδοση της κερδοφορίας. Δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση τα περιουσιακά της στοιχεία για τη δημιουργία κερδών.

- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE): Ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα προς τα ίδια κεφάλαια και μετρά την κερδοφορία μιας τράπεζας δείχνοντας πόσα κέρδη μπορεί να παράγει μια τράπεζα με τα χρήματα των μετόχων.

Τόσο διεθνώς όσο και στην Ελλάδα, οι κυριότεροι δείκτες απόδοσης των τραπεζών είναι οι δείκτες απόδοσης ενεργητικού (ROA) και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) (Staikouras and Sreliaros, 1999). Ωστόσο, όπως τονίζεται στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η αξιολόγηση μέσω αυτών των δεικτών είναι πολύ σύντομη, δεν είναι αντικειμενική, υπάρχουν περιπτώσεις χειραγώγησης και αλλοίωσης των δεδομένων και επίσης είναι μια ελλιπής μέθοδος (ECB, 2010). Μάλιστα, στην ίδια έκθεση σημειώνεται ότι, προκειμένου μια αξιολόγηση να είναι εμπροσθοβαρής και αντικειμενική θα πρέπει να περιλαμβάνει μια ποικιλία ποσοτικών και ποιοτικών δεικτών.

Από την άλλη πλευρά, οι δείκτες ROE και ROA έχουν χρησιμοποιηθεί σχεδόν σε κάθε μελέτη σχετικά με την κερδοφορία των τραπεζών, αν και έχουν τα μειονεκτήματα που αναφέρθηκαν παραπάνω.

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές θα χρησιμοποιήσουμε παράγοντες που αφορούν τόσο το μακροοικονομικό περιβάλλον-δηλαδή το ΑΕΠ- όσο και τους ειδικούς τραπεζικούς παράγοντες, όπως τις προβλέψεις των επισφαλειών επί του συνόλου των δανείων

Ο πρώτος δείκτης ο οποίος θα εξεταστεί είναι ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.

Οι τιμές του δείκτη αποτυπώνονται στον πίνακα 1. Διαπιστώνεται ότι ο δείκτης, από το 2011 έως και το 2015 είχε αρνητικές τιμές, ενώ στη συνέχεια είναι θετικός.

Πίνακας 1. Δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων

| | ROE |
|------|---------|
| 2008 | 14,6% |
| 2009 | 5,0% |
| 2010 | 1,1% |
| 2011 | -629,5% |
| 2012 | -221,8% |
| 2013 | -25,5% |
| 2014 | -19,0% |
| 2015 | -16,2% |
| 2016 | 3,3% |
| 2017 | 2,5% |
| 2018 | 3,1% |
| 2019 | 1,9% |

Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι το κατά πόσο η μεταβολή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στη μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων ή στη μεταβολή των κερδών της τράπεζας. Το εν λόγω στοιχείο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την αποτίμηση της τράπεζας, υπό δύο παραμέτρους:

Εάν η μεταβολή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στα ίδια κεφάλαια, αυτό σημαίνει ότι μεταβάλλεται η τρέχουσα αποτίμηση της τράπεζας, αφού τα ίδια κεφάλαια αποτελούν ενδογενές στοιχείο της αξίας της επιχείρησης. Αρα, η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων που θα επιφέρει μεταβολή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει, σε μια αποτελεσματική αγορά, να επιφέρει την μεταβολή της τιμής της μετοχής προς την ίδια κατεύθυνση: δηλαδή η αύξηση του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων που οφείλεται σε μεταβολή του παρονομαστή του κλάσματος θα πρέπει να μεταφραστεί σε ισόποση αύξηση της κεφαλαιοποίησης.

Εάν η μεταβολή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων οφείλεται σε μεταβολή των κερδών, τότε ναι μεν δεν μεταβάλλεται σημαντικά η τρέχουσα αξία της εταιρίας, ωστόσο μεταβάλλεται η προοπτική της: άρα, θα πρέπει να υπάρξει μια προεξόφληση της αύξησης της αξίας της επιχείρησης. Βεβαίως, αυτό εν πολλοίς εξαρτάται από την μερισματική πολιτική που θα εφαρμόσει η εταιρία, καθώς σε περίπτωση που το

σύνολο της αυξημένης κερδοφορίας διατεθεί σε μέρισμα, τότε η αξία της επιχείρησης παραμένει ουσιαστικά αμετάβλητη, όμως θα πρέπει να έχει αυξηθεί η τιμή της μετοχής, αφού η αγορά προεξοφλεί υψηλότερο μέρισμα.

Στην περίπτωση της Eurobank διαπιστώνεται ότι ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων δεν καταγράφει μεταβολές στα ίδια ποσοστά με την μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων. Απολύτως ενδεικτικό είναι το παράδειγμα του 2012, όπου η τράπεζα ανακεφαλαιοποιήθηκε, όμως κατέγραψε σημαντικές ζημίες, με αποτέλεσμα να υπάρχει σημαντικότερη απόκλιση μεταξύ του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων:

Πίνακας 2. Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, απόδοση ιδίων κεφαλαίων και ίδια κεφάλαια

| | ROE % | Ίδια κεφάλαια % |
|------------|-----------|-----------------|
| 2008-2009 | -65,8% | 36,6% |
| 2009-2010 | -77,7% | -3,5% |
| 2010-2011 | -56513,0% | -85,6% |
| 2011--2012 | -64,8% | -174,9% |
| 2012-2013 | -88,5% | 790,5% |
| 2013-2014 | -25,6% | 39,4% |
| 2014-2015 | -14,6% | 13,1% |
| 2015-2016 | -120,3% | -5,3% |
| 2016--2017 | -25,1% | 5,8% |
| 2017-2018 | 27,2% | -29,4% |
| 2018-2019 | -38,2% | 32,2% |

Αυτό που πρέπει να διαπιστωθεί στη συνέχεια είναι το κατά πόσο η μεταβολή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων σχετίζεται με την μεταβολή του ΑΕΠ. Το εν λόγω στοιχείο είναι σημαντικό αναφορικά με την αποτίμηση, διότι σε περίπτωση που η μεταβολή του δείκτη έχει θετική συσχέτιση με την μεταβολή του ΑΕΠ σημαίνει ότι ένα μέρος αυτής της μεταβολής δεν θα πρέπει να αποδοθεί στην αποτελεσματικότητα της διοίκησης, αλλά στην κατάσταση της οικονομίας. Βεβαίως, είναι σαφές ότι όταν

αυξάνει η οικονομία, αυξάνουν και οι αξίες των εταιριών, ωστόσο σε αυτή την περίπτωση η ανάλυση θα πρέπει να εξετάσει τις διαφορετικές επιδόσεις των εταιριών και να προτιμήσει τις εταιρίες που έχουν τις καλύτερες επιδόσεις, ώστε να τους αποδώσει και μεγαλύτερη αξία εταιρίας.

Στην περίπτωση της Eurobank, ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και ΑΕΠ είναι θετικός και μάλιστα σε επίπεδο που καταδεικνύει μια αρκετά ισχυρή θετική διασύνδεση, με τιμή συντελεστή = 0,76. Άρα, αυτό σημαίνει ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων σχετίζεται θετικά με τις γενικές αποδόσεις της αγοράς.

Πίνακας 3. Συντελεστής συσχέτισης απόδοση ιδίων κεφαλαίων και ΑΕΠ

| | <i>ROE</i> | <i>ΑΕΠ</i> |
|-----|------------|------------|
| ROE | 1 | |
| ΑΕΠ | 0,757 | 1 |

Ως εκ τούτου, το γενικό συμπέρασμα όσον αφορά τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, μπορεί να διαπιστωθεί ότι η μεταβολή του δείκτη δεν οδηγεί σε σαφή επαναπροσδιορισμό της αποτίμησης της εταιρίας, αφού η μεταβολή δεν συνδέεται άμεσα με την μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων. Βεβαίως, μπορεί να τεθεί το ζήτημα της ανόδου της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας, αφού η άνοδος του δείκτη προμηγνύει θετικό κλίμα, ωστόσο αυτό είναι κάτι που εξαρτάται από τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.

Ενας άλλος σημαντικός δείκτης που χρησιμοποιείται αναφορικά με την αποτίμηση είναι ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού. Όπως καταγράφεται στον επόμενο πίνακα, η απόδοση ενεργητικού βρίσκεται σε πάρα πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ υπήρξε αρνητική για σειρά ετών.

Πίνακας 4. Απόδοση ενεργητικού

| | ROA |
|------|-------|
| 2008 | 0,8% |
| 2009 | 0,4% |
| 2010 | 0,1% |
| 2011 | -7,2% |
| 2012 | -2,1% |
| 2013 | -1,5% |
| 2014 | -1,6% |
| 2015 | -1,6% |
| 2016 | 0,3% |
| 2017 | 0,3% |
| 2018 | 0,3% |
| 2019 | 0,2% |

Εδώ εγείρεται το ερώτημα εάν αυτός ο δείκτης μπορεί να προσμετρήσει στην αποτίμηση της τράπεζας. Προκειμένου να απαντηθεί αυτό το ερώτημα, θα πρέπει να διαοιστωθεί το κατά πόσο η μεταβολή του δείκτη είναι το αποτέλεσμα της μεταβολής του ενεργητικού. Το ενεργητικό αποτελεί το κυριότερο στοιχείο της αποτίμησης μιας οποιασδήποτε εταιρίας. Ετσι, η μεταβολή της αξίας του ενεργητικού θα πρέπει να επιφέρει μια μεταβολή της αποτίμησης προς την ίδια κατεύθυνση.

Όπως καταγράφεται στον επόμενο πίνακα, η μεταβολή του δείκτη απόδοσης ενεργητικού δεν είναι ανάλογη και δεν είναι πάντα προς την ίδια κατεύθυνση με την μεταβολή της αξίας του ενεργητικού. Επ' αυτού θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι ένα μέρος των μεταβολών του ενεργητικού δεν είναι συγκρίσιμο, καθώς έχουν υπάρξει εξαγορές που μεταβάλλουν την διαχρονική αξία.

Πίνακας 5. Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, απόδοση ενεργητικού και ενεργητικό

| | ROA % | Ενεργητικό % |
|-----------|---------|--------------|
| 2008-2009 | -54,5% | 2,5% |
| 2009-2010 | -79,2% | 3,5% |
| 2010-2011 | 929,0% | -11,9% |
| 2011-2012 | -70,0% | -11,9% |
| 2012-2013 | -30,7% | 14,7% |
| 2013-2014 | 6,5% | -2,7% |
| 2014-2015 | -0,8% | -2,6% |
| 2015-2016 | -121,3% | -9,7% |
| 2016-2017 | -12,3% | -9,6% |
| 2017-2018 | -7,1% | -3,4% |
| 2018-2019 | -26,9% | 11,7% |

Ωστόσο, ακόμη και έχοντας αυτό το εμπόδιο, και πάλι ισχύει ότι καταγράφονται σημαντικές αποκλίσεις. Το ερώτημα τώρα είναι να διαπιστωθεί το πού οφείλονται αυτές οι αποκλίσεις ώστε να μπορούν να στοιχειοθετήσουν μια άποψη για την αποτίμηση της τράπεζας. Είναι γεγονός ότι σε περίοδο ύφεσης η αξία του ενεργητικού μειώνεται, σε βάση αποτίμησης αγοράς (mark-to-market), ενώ είναι εξαιρετικά σημαντικό ότι, εάν το στοιχείο βγει προς πώληση σε ένα υφεσιακό περιβάλλον, τότε η τιμή θα είναι ακόμη πιο χαμηλή από τις όποιες προβλέψεις. Έτσι, θα πρέπει να διαπιστωθεί κατά πόσο η μείωση της αξίας του ενεργητικού οφείλεται στην κατάσταση της οικονομίας. Όπως διαπιστώνεται στον ακόλουθο πίνακα, ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ απόδοσης ενεργητικού και ΑΕΠ έχει τιμή 0,72, άρα υπάρχει αρκετά ισχυρή θετική συσχέτιση. Άρα στον βαθμό που καταδεικνύεται ότι η μείωση της αξίας του ενεργητικού συσχετίζεται με την μεταβολή του ΑΕΠ, τότε είναι επόμενο να υποτεθεί ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει -σε έναν βαθμό- τη μείωση της αξίας του ενεργητικού λόγω της ύφεσης, άρα η αποτίμηση με βάση τους χρηματιστηριακούς δείκτες μπορεί να θεωρηθεί ως δίκαιη.

Πίνακας 6. Συντελεστής συσχέτισης απόδοση ενεργητικού και ΑΕΠ

| | <i>ROA</i> | <i>ΑΕΠ</i> |
|-----|------------|------------|
| ROE | 1 | |
| ΑΕΠ | 0,724 | 1 |

Ενας άλλος σημαντικός δείκτης είναι το ύψος των δανείων προς τις καταθέσεις. Όπως καταγράφεται στον επόμενο πίνακα, ενώ μέχρι και το 2015 η τράπεζα χορηγούσε περισσότερα δάνεια από όσο οι καταθέσεις, αυτό αντιστράφηκε από το 2016 και εντεύθεν.

Πίνακας 7. Δάνεια προς καταθέσεις

| | Δάνεια προς καταθέσεις |
|------|---------------------------|
| 2008 | 122,4% |
| 2009 | 119,3% |
| 2010 | 131,1% |
| 2011 | 148,2% |
| 2012 | 140,4% |
| 2013 | 109,8% |
| 2014 | 103,1% |
| 2015 | 126,9% |
| 2016 | 70,0% |
| 2017 | 76,8% |
| 2018 | 72,4% |
| 2019 | 69,2% |

Το ζήτημα που τίθεται εδώ, αναφορικά με την αποτίμηση της τράπεζας είναι εάν η μεταβολή του δείκτη είναι ανάλογη με την μεταβολή των καταθέσεων. Όπως καταγράφεται στον ακόλουθο πίνακα, η μεταβολή δεν είναι αντίστοιχη, αφού σε πλειάδα περιπτώσεων ο δανεισμός μεταβάλλεται με αντίθετο πρόσημο από την μεταβολή των καταθέσεων. Αυτό ουσιαστικά σηματοδοτεί μια αναγκαία αναθεώρηση της αποτίμησης της τράπεζας: δεδομένου του ότι οι καταθέσεις αποτελούν υποχρέωση, η μείωση των καταθέσεων θα μπορούσε να εκληφθεί ως «σήμα» αύξησης της αποτίμησης, αφού μειώνονται οι απαιτήσεις. όμως στην πράξη ισχύει το ακριβώς αντίθετο: η μείωση των καταθέσεων σημαίνει απώλεια της δυνατότητας χορήγησης δανείων, άρα μείωση της κερδοφορίας και μελλοντική μείωση του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων. Το κρίσιμο στοιχείο προκειμένου να

απαντηθεί το πώς θα πρέπει να μεταβληθεί η αποτίμηση της τράπεζας από την παραπάνω εξέλιξη είναι το ζήτημα των επισφαλειών, που θα αναλυθεί παρακάτω.

Πίνακας 8. Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, δάνεια προς καταθέσεις και ύψος καταθέσεων

| | Δάνεια προς καταθέσεις | Καταθέσεις | |
|-----------|------------------------|------------|--|
| 2008-2009 | -2,5% | 2,5% | |
| 2009-2010 | 9,9% | -5,1% | |
| 2010-2011 | 13,0% | -27,0% | |
| 2011-2012 | -5,3% | -5,3% | |
| 2012-2013 | -21,8% | 35,1% | |
| 2013-2014 | -6,1% | -1,6% | |
| 2014-2015 | 23,1% | -23,1% | |
| 2015-2016 | -44,8% | 77,3% | |
| 2016-2017 | 9,6% | -13,3% | |
| 2017-2018 | -5,7% | 3,5% | |
| 2018-2019 | -4,4% | 7,9% | |

Αναφορικά με τις επισφάλειες, θα πρέπει να δοθεί ειδική βαρύτητα όχι τόσο στο ίδιο το ύψος των επισφαλειών, όσο στις προβλέψεις που σχηματίζει η τράπεζα, αφού αυτές οι προβλέψεις αποστερούν κεφάλαια από την εταιρία, άρα μειώνεται η αποτίμησή της. Όπως καταγράφεται στον επόμενο πίνακα, οι επισφάλειες αυξάνονταν συνεχώς ως ποσοστό επι του συνόλου των δανείων έως και το 2015, ενώ έκτοτε μειώνονται. Άρα, αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να αυξηθεί η αποτίμηση της τράπεζας, τόσο σε λογιστική βάση, όσο και σε βάση αγοράς, καθώς αναφορικά με την πρώτη η μείωση των δεσμευμένων κεφαλαίων σημαίνει αύξηση του ενεργητικού και αναφορικά με την δεύτερη το επιπλέον ποσό που απελευθερώνεται από τις δεσμεύσεις θα μετατραπεί σε δάνεια και σε κερδοφορία.

Πίνακας 9. Επισφάλειες

| | Προβλέψεις επισφαλειών επί συνόλου δανείων |
|------|--|
| 2008 | 1,7% |
| 2009 | 2,0% |
| 2010 | 2,3% |
| 2011 | 3,0% |
| 2012 | 4,1% |
| 2013 | 4,2% |
| 2014 | 5,4% |
| 2015 | 7,6% |
| 2016 | 2,6% |
| 2017 | 2,3% |
| 2018 | 2,1% |
| 2019 | 1,8% |

Θα πρέπει όμως να εξεταστεί το κατά πόσο η μεταβολή των προβλέψεων για επισφάλειες σχετίζεται με την μεταβολή του ΑΕΠ, υπό την έννοια ότι εάν οι προβλέψεις μειώνονται σε περίοδο που το ΑΕΠ επίσης μειώνεται τότε υπάρχει σημαντικός κίνδυνος για την τράπεζα να παρουσιάσει στο επόμενο διάστημα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια για τα οποία δεν θα έχει σχηματίσει προβλέψεις. Κάτι τέτοιο θα ήταν μια σαφής απόδειξη της προσπάθειας της διοίκησης να αποσπάσει πρόσκαιρο κέρδος εις βάρος των μετόχων, λειτουργώντας με ίδιο συμφέρον και εξαπατώντας τους. Βεβαίως, αυτό δεν συμβαίνει στην περίπτωση της Eurobank, αφού υπάρχει αρνητική συσχέτιση, δηλαδή όταν το ΑΕΠ μειώνεται οι προβλέψεις για επισφάλειες αυξάνουν, άρα η διοίκηση λειτουργεί συνετά.

Πίνακας 10. Συντελεστής συσχέτισης επισφαλειών και ΑΕΠ

| <i>Επισφάλειες ΑΕΠ</i> | | |
|------------------------|-------|---|
| Επισφάλειες | 1 | |
| ΑΕΠ | -0,52 | 1 |

Ο τελευταίος δείκτης που θα εξεταστεί είναι ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας. Όπως αποτυπώνεται στον επόμενο πίνακα, ο δείκτης είναι σαφώς πάνω από τα όρια της Βασιλείας. Όμως, εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτό δεν θα πρέπει να επιφέρει αύξηση της αποτίμησης της τράπεζας, και αυτό οφείλεται σε δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι η τράπεζα έχει ανακεφαλαιοποιηθεί, ως εκ τούτου δεν μπορεί να υπάρξει διαχρονική σύγκριση μεταξύ των περιόδων. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι τα κεφάλαια αυτά έχουν ήδη αξιολογηθεί από την αγορά, άρα συμπεριλαμβάνονται στην κεφαλαιοποίηση.

Πίνακας 11. Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας

| | ΔΚΕ |
|------|--------|
| 2008 | 10,40% |
| 2009 | 12,70% |
| 2010 | 11,70% |
| 2011 | 10,00% |
| 2012 | 10,50% |
| 2013 | 12,30% |
| 2014 | 15,60% |
| 2015 | 17,40% |
| 2016 | 17,90% |
| 2017 | 18,00% |
| 2018 | 16,70% |
| 2019 | 19,20% |

Έτσι, με βάση τα παραπάνω, μπορεί πλέον να αποτυπωθεί η αποτίμηση της τράπεζας. Εφ' όσον έχει επεξηγηθεί η αδυναμία εφαρμογής λοιπών μεθόδων, μια κρίσιμη μέθοδος αξιολόγησης είναι η κεφαλαιοποίηση, η οποία παριστά το πόσο εκτιμά η αγορά ότι αξίζει η εταιρία στην έκαστην τιμή, ως αποτέλεσμα του πολλαπλασιασμού του αριθμού των μετοχών με την τιμή της μετοχής. Η κεφαλαιοποίηση καταγράφεται στον επόμενο πίνακα.

Πίνακας 12. Κεφαλαιοποίηση

| | Κεφαλαιοποίηση |
|------|----------------|
| 2008 | 3071 |
| 2009 | 4240 |
| 2010 | 2021 |
| 2011 | 210 |
| 2012 | 354 |
| 2013 | 3021 |
| 2014 | 2750 |
| 2015 | 2270 |
| 2016 | 1410 |
| 2017 | 1861 |
| 2018 | 1180 |
| 2019 | 3410 |

Ένα ζήτημα που τίθεται είναι το κατά πόσο η κεφαλαιοποίηση μεταβάλλεται ανάλογα με τις μεταβολές του ΑΕΠ, δηλαδή εάν είναι η κατάσταση της οικονομίας αυτή που παρασύρει τους επενδυτές στην αποτίμηση της αγοραίας αξίας. Όπως καταγράφεται στον επόμενο πίνακα, οι αποκλίσεις είναι σημαντικότερες, αφού η κεφαλαιοποίηση αυξήθηκε σημαντικότερα όταν το ΑΕΠ μειώθηκε.

Πίνακας 13. Ποσοστιαίες μεταβολές κεφαλαιοποίηση και ΑΕΠ

| | Κεφαλαιοποίηση | ΑΕΠ |
|-----------|----------------|--------|
| 2008-2009 | 38,1% | -0,1% |
| 2009-2010 | -52,3% | -3,0% |
| 2010-2011 | -89,6% | -10,3% |
| 2011-2012 | 68,6% | -6,2% |
| 2012-2013 | 753,4% | -3,0% |
| 2013-2014 | -9,0% | -1,3% |
| 2014-2015 | -17,5% | -2,4% |
| 2015-2016 | -37,9% | -0,8% |
| 2016-2017 | 32,0% | 0,7% |
| 2017-2018 | -36,6% | 2,0% |
| 2018-2019 | 189,0% | 1,8% |

Προκειμένου να διαπιστωθεί το κατά πόσο το ΑΕΠ αποτελεί επεξηγηματικό παράγοντα για την μεταβολή της αγοραίας αξίας της τράπεζας, γίνεται γραμμική παλινδρόμηση. Τα στατιστικά της παλινδρόμησης, στον επόμενο πίνακα (πολλαπλό R και προσαρμοσμένο R) δείχνουν ότι το ΑΕΠ δεν εξηγεί την παλινδρόμηση:

Πίνακας 14. Στατιστικά παλινδρόμησης

| <i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i> | |
|---------------------------------|-------|
| Πολλαπλό R | 0,06 |
| R Τετράγωνο | 0,00 |
| Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο | -0,11 |
| Τυπικό σφάλμα | 2,49 |
| Μέγεθος δείγματος | 11 |

Αντίστοιχα, η ανάλυση διακύμανσης δείχνει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα, ενώ η τιμή στατιστικής σημαντικότητας του ΑΕΠ είναι $0,87 > 0,05$, άρα μη σημαντική στατιστικά.

Πίνακας 15. Ανάλυση διακύμανσης

| | <i>βαθμοί</i> | | <i>Σημαντικότητα</i> | | |
|--------------|-------------------|-----------|----------------------|----------|----------|
| | <i>ελευθερίας</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>F</i> |
| Παλινδρόμηση | 1,00 | 0,18 | 0,18 | 0,03 | 0,87 |
| Υπόλοιπο | 9,00 | 55,88 | 6,21 | | |
| Σύνολο | 10,00 | 56,06 | | | |

Πίνακας 16. Τιμές συντελεστών παλινδρόμησης

| | <i>Τυπικό</i> | | | |
|-------------------|--------------------|---------------|----------|---------------|
| | <i>Συντελεστές</i> | <i>σφάλμα</i> | <i>t</i> | <i>τιμή-P</i> |
| Τεταγμένη επί την | | | | |
| αρχή | 0,84 | 0,88 | 0,96 | 0,36 |
| ΑΕΠ | 3,66 | 21,75 | 0,17 | 0,87 |

Η άλλη μέθοδος αποτίμησης που θα πρέπει να εξεταστεί είναι η αποτίμηση με βάση τη λογιστική αξία, η οποία παρατίθεται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 17. Λογιστική αξία

| | Net book value |
|------|----------------------|
| 2008 | 5289 |
| 2009 | 5428 |
| 2010 | 6955 |
| 2011 | 3369 |
| 2012 | 3816 |
| 2013 | 3331 |
| 2014 | 3221 |
| 2015 | 3777 |
| 2016 | 3793 |
| 2017 | 3654 |
| 2018 | 3758 |
| 2019 | 4452 |

Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι να διαπιστωθεί εάν η αγοραία αξία (κεφαλαιοποίηση) και η λογιστική αξία μεταβάλλονται από κοινού. Όπως καταγράφεται στον ακόλουθο πίνακα, οι ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές των δύο αποτιμήσεων όχι μόνο δεν κινούνται ομοιόμορφα, αλλά κινούνται με διαφορετικό τρόπο. Σε κανονικές συνθήκες, η κεφαλαιοποίηση είναι αναμενόμενο να αναπροσαρμόζεται στην λογιστική αξία, χωρίς βεβαίως αυτό να σημαίνει ότι μεταβάλλεται κατά το ίδιο ποσοστό, αφού η χρηματιστηριακή τιμή εμπεριέχει μια προεξόφληση για τα μελλοντικά κέρδη. Ωστόσο, στην περίπτωση της τράπεζας καταγράφεται μια ανόμοια μεταβολή, η οποία θα πρέπει να αιτιολογηθεί στα συμπεράσματα της έρευνας.

Πίνακας 18. Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές, λογιστική αξία και κεφαλαιοποίηση

| | Λογιστική αξία (net book value) | Κεφαλαιοποίηση |
|-----------|--|----------------|
| 2008-2009 | 2,6% | 38,1% |
| 2009-2010 | 28,1% | -52,3% |
| 2010-2011 | -51,6% | -89,6% |
| 2011-2012 | 13,3% | 68,6% |
| 2012-2013 | -12,7% | 753,4% |
| 2013-2014 | -3,3% | -9,0% |
| 2014-2015 | 17,3% | -17,5% |
| 2015-2016 | 0,4% | -37,9% |
| 2016-2017 | -3,7% | 32,0% |
| 2017-2018 | 2,8% | -36,6% |
| 2018-2019 | 18,5% | 189,0% |

Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα

Από την έρευνα προκύπτουν μια σειρά από συμπεράσματα. Ένα πρώτο συμπέρασμα είναι η διαπίστωση ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, απολύτως απαραίτητη για τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και την διατήρηση της ίδια της οικονομίας της χώρας, επέφερε μεταβολές στην αποτίμηση των τραπεζών. Σε κανονικές περιπτώσεις, η ανακεφαλαιοποίηση ωθεί σε μια βελτίωση των προοπτικών της εταιρίας που λαμβάνει τα κεφάλαια. Στην περίπτωση των τραπεζών η ειδοποιός διαφορά είναι ότι αυτά τα παραπάνω κεφάλαια δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν, τουλάχιστον στο μεγαλύτερο μέρος τους, για δύο λόγους:

Πρώτον, απαιτούνται προκειμένου να διατηρηθούν οι αναγκαίοι δείκτες που προβλέπονται στην συμφωνία της Βασιλείας.

Δεύτερον, απαιτούνται προκειμένου να καλυφθούν οι ζημιές των μεγαλύτερων από το αναμενόμενο μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Έτσι, η αγορά δεν προεξοφλεί κάτι θετικό από την κεφαλαιακή ενίσχυση. Αυτός είναι ο λόγος που καταγράφεται αυτή η απόκλιση μεταξύ της λογιστικής αποτίμησης (net book value) και της αποτίμησης της αγοράς. Αφού η αγορά δεν αναμένει μια άμεση αντιστροφή των τάσεων, αφού ακόμη δεν έχει εξαλειφθεί ο μεγαλύτερος όγκος των μη εξυπηρετούμενων και αφού οι καταθέσεις δεν γίνονται δάνεια, είναι επόμενο η αγοραία αξία, όπως αυτή αποτυπώνεται στην κεφαλαιοποίηση, να είναι μικρότερη της λογιστικής αξίας. Τίθεται λοιπόν, το ζήτημα του πώς η τράπεζα θα κάνει μια νέα διαχείριση των δανειακών αποθεμάτων, των επισφαλειών και της πολιτικής χορηγήσεων.

Η μελέτη του Walter (1991) είναι ουσιαστικά μια περιγραφή του τι ακριβώς είναι τα δανειακά αποθέματα, από πού προέρχονται και ποια είναι η διαφορά τους από τις προβλέψεις για ζημιές από δάνεια. Κατ' αρχάς, κάθε πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να έχει στις οικονομικές του καταστάσεις και συγκεκριμένα στο ενεργητικό (συνήθως κάτω από το συνολικό μέγεθος των δανείων) τον λογαριασμό των αποθεματικών ζημιών από δάνεια. Ο λογαριασμός αυτός απορροφά τις ζημιές από δάνεια τόσο εκείνες που προέρχονται από δάνεια που το πιστωτικό ίδρυμα έχει χαρακτηρίσει ως "επισφαλή δάνεια", όσο και από δάνεια που εξοφλούνται μεν έγκυρα, αλλά για τα οποία δεν

υπάρχει πρόβλεψη για την είσπραξή τους. Το μέγεθος αυτών των αποθεματικών αυξάνεται όταν: 1) γίνεται αντιληπτό ότι ένας σημαντικός αριθμός δανείων μπορεί να μην είναι αποπληρωτέος εν μέρει ή στο σύνολό του και 2) ο αριθμός των δανείων στο χαρτοφυλάκιο του πιστωτικού ιδρύματος έχει αυξηθεί. Επίσης, όσον αφορά τον ορισμό των αποθεματικών δανείων, αντιπροσωπεύουν, σύμφωνα με την κρίση των στελεχών της τράπεζας, το μέγεθος των δανείων που δεν μπορούν να εισπραχθούν. Αυτό συμβαίνει επειδή είναι δύσκολο να προσδιοριστεί ποια δάνεια δεν θα εξοφληθούν, το πιστωτικό ίδρυμα εκτιμά το μέγεθος των ζημιών που προκύπτουν από το σύνολο των δανείων του χαρτοφυλακίου του. Ως εκ τούτου, τα αποθεματικά αυτά βρίσκονται πάντα στον ισολογισμό κάτω από το σύνολο των δανείων, διότι η συνολική αξία των δανείων μείον τα αποθεματικά καθορίζει την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της καθαρής εύλογης αξίας του δανειακού χαρτοφυλακίου, δηλαδή των "καθαρών δανείων".

Σύμφωνα με τον Walter, η διαφορά μεταξύ των αποθεματικών και των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις από δάνεια είναι ότι οι προβλέψεις για δάνεια θεωρούνται έξοδο και ως εκ τούτου παρουσιάζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων κάθε πιστωτικού ιδρύματος. Έτσι, οι προβλέψεις είναι ένα στοιχείο του ισολογισμού που αντιπροσωπεύει κεφάλαια που δεσμεύονται πριν καταχωρηθούν ως κέρδη ή ζημίες για την κάλυψη οποιασδήποτε γνωστής ή αναμενόμενης μελλοντικής υποχρέωσης, το κόστος της οποίας δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια. Δηλαδή, θεωρούνται περιουσιακό στοιχείο υψηλού κινδύνου, επειδή θεωρείται ότι τα υποκείμενα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν κάποια στιγμή στο μέλλον. Με άλλα λόγια, οι προβλέψεις σχηματίζονται για "επισφαλή δάνεια" και όταν το πιστωτικό ίδρυμα αποφασίσει ότι ένα μέρος αυτών των δανείων δεν θα εισπραχθεί, η διαγραφή και το ποσό των προβλέψεων προστίθενται στο λογαριασμό αποθεματικού για να παραμείνει αμετάβλητη η αξία των περιουσιακών στοιχείων του ισολογισμού του.

Αυτό λοιπόν σημαίνει ότι με τον κατάλληλο χειρισμό των αποθεματικών, η πιστοληπτική αξιολόγηση κάθε τράπεζας μπορεί να αλλάξει εντελώς, αλλάζοντας έτσι το κατά πόσο η πιστωτική της θέση σχετίζεται με τη συνολική κατάσταση της οικονομίας.

Στη μελέτη αναφέρθηκε ότι ένας από τους κύριους κινδύνους μιας τράπεζας είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, ο οποίος αναλύθηκε προκειμένου να αποτυπωθούν οι

παράμετροι, ο ορισμός του και οι διαδικασίες που απαιτούνται για τη διαχείρισή του. Όπως επισημάνθηκε, για την αποτελεσματική λειτουργία μιας οικονομίας είναι απαραίτητο να τηρούνται δύο θεμελιώδεις προϋποθέσεις:

Η πρώτη προϋπόθεση είναι να υπάρχει χρηματοδότηση των επιχειρήσεων από τις τράπεζες. Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι χωρίς την παροχή τραπεζικής ρευστότητας δεν μπορεί να υπάρξει υγιές επιχειρηματικό κλίμα. Στη διάσταση αυτή θα πρέπει να καταγράφεται θετική σχέση μεταξύ της ποσότητας χρήματος και του ΑΕΠ, καθώς όσο μεγαλύτερη είναι η ποσότητα χρήματος σημαίνει ότι αυξάνεται η ροή χρήματος προς τις επιχειρήσεις, άρα αυξάνεται η επιχειρηματική δραστηριότητα, άρα αυξάνεται και ο όγκος της παραγόμενης παραγωγής.

Η δεύτερη προϋπόθεση για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την ανάπτυξη είναι οι τράπεζες να διαθέτουν ένα σταθερό χαρτοφυλάκιο δανείων, όπου ο πιστωτικός κίνδυνος θα προβλέπεται και τα πραγματικά πιστωτικά γεγονότα δεν θα υπερβαίνουν τον όγκο και την αξία των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Όπως επισημάνθηκε στη βιβλιογραφική ανασκόπηση, οι αναμενόμενες ζημιές δεν παρουσιάζονται από μόνες τους ως κίνδυνος, αφού έχουν λογιστικοποιηθεί στον ισολογισμό, αλλά αυτό ισχύει εάν και μόνο εάν το ποσό των πραγματικών ζημιών είναι μικρότερο ή ίσο με τις αναμενόμενες ζημιές, δηλαδή όταν η τράπεζα δεν έχει απροσδόκητες ζημιές. Στη βιβλιογραφία αναφέρεται επαρκώς ότι ο πιστωτικός κίνδυνος μιας τράπεζας δεν αποτελεί κίνδυνο μόνο για την ίδια ακριβώς τράπεζα, αλλά για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν μια τράπεζα έχει δυσκολίες να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της και το κοινό ενημερώνεται για τη δυσκολία αυτή, τότε οι καταθέτες ενδέχεται να αποσύρουν τις αποταμιεύσεις τους και δεν θα υπάρχει επενδυτής πρόθυμος να συμμετάσχει σε αύξηση των ιδίων κεφαλαίων αγοράζοντας περισσότερες μετοχές. Ως εκ τούτου, χωρίς τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων και χωρίς να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της, η τράπεζα θα χρεοκοπήσει, αφήνοντας τις άλλες τράπεζες χωρίς τις υποσχόμενες αποπληρωμές των διατραπεζικών δανείων της. Έτσι, με τη σειρά τους, οι άλλες τράπεζες θα έχουν αυξημένο κίνδυνο να χρεοκοπήσουν.

Έχοντας αναφέρει όλα τα παραπάνω, διαπιστώνεται ότι η τράπεζα χρειάζεται να λάβει σημαντικές αποφάσεις αναφορικά με την διαχείριση του ενεργητικού, ώστε να ενισχυθεί η εκτιμώμενη αποτίμηση της αγοράς.

Βιβλιογραφία

- Afanasiëff, T., Lhacer, P., Nakane, M., (2002). The determinants of bank interest spreads in Brazil. Working Paper. Banco Central di Brazil.
- Ahokpossi, C., (2013) Determinants of Bank Interest Margins in Sub-Saharan Africa. International Monetary Fund WP/13/34.
- Albertazzi U., & Gambacorta L. (2009). Bank profitability and the business cycle Journal of Financial Stability. 5(4), pp. 393-409.
- Alexiou, C., Sofoklis, V., (2009). Determinants of bank profitability: Evidence from the Greek banking sector. In: Ekonomski anali. 54(182), pp. 93–118.
- Altunbas, Y., Evans, L., Molyneux, P., (2001). Bank ownership and efficiency. Journal of Money, Credit and Banking. 33 (4), 926–954.
- Angbazo, L., (1997), “Commercial Bank Net Interest Margins, Default Risk, Interest Rate Risk, and Off-Balance Sheet Banking,” Journal of Banking & Finance, 21, pp. 55–87.
- Arellano, M., Bond, S.R., (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Review of Economic.
- Athanasoglou, Panayiotis P., & Brissimis, Sophocles N. & Delis, Matthaios D., (2008). Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability, Journal of International Financial Markets Institutions and Money. 18(2), pp. 121-136.
- Athanasoglou, Panayiotis P., & Ioannis Daniilidis, , Manthos D. Delis (2014) Bank procyclicality and output: Issues and policies. Journal of Economics and Business. 72, pp.58-53.
- BIS (2012). The future of financial globalisation. Papers No 69, 11th BIS Annual Conference 21–22 June 2012 Monetary and Economic Department December 2012.
- Bloxham, E. (2002). *Economic Value Management: Applications and Techniques*. Wiley.

- Bourke, P., (1989). Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia. *Journal of Banking and Finance*. 13, pp. 65–79.
- Bouvatier, V., Lepetit, L., (2008). Banks' procyclical behavior: Does provisioning matter?, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 18. pp. 513-526.
- Boyd, J., Runkle, D., (1993). Size and performance of banking firms: testing the predictions of theory, *J. Monetary Econ*. 31, pp.47–67.
- Carbó Valverde, S., and F. Rodríguez Fernández, (2007), "The Determinants of Bank Margins in European Banking," *Journal of Banking and Finance*. 31, pp. 2043–2063.
- Claessens, S. and Van Horen, N. (2014). The Impact of the Global Financial Crisis on Banking Globalization, *International Monetary Fund WP/14/197*.
- Claessens, S., Demirguc-Kunt, A. and Huizinga, H. (2001) How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Markets?, *Journal of Banking and Finance*. 25, pp. 891-911.
- Cohen, J.A. (2005). *Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.
- Cornell, B. (1993). *Corporate Valuation*. London: McGraw – Hill.
- Damodaran, A. (2002). *Damodaran on Investment Valuation* (2nd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.
- Demirgüç-Kunt, A., and H. Huizinga, 1999, Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence, *World Bank Economic Review*. 13 (2), pp. 379–408.
- Dietrich, Andreas, & Wanzenried, Gabrielle, (2011). "Determinants of bank profitability before and during the crisis: Evidence from Switzerland," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 21(3), pp. 307-32.
- Djalilov Khurshid, Piesse, Jenifer (2016). Determinants of bank profitability in transition countries: What matters most?, *Research in International Business and Finance*. 38, pp. 69-82.

- Flamini, V., Schumacher, L., McDonald, C.A., (2009). The determinants of commercial bank profitability in Sub-Saharan Africa, International Monetary Fund WP/09/15.
- Frykman, D., & Tolleryd, J., (2003). *Corporate valuation – an easy guide to measuring value*. London: Pearson Education.
- Golin, J., (2001), *The Bank Credit Analysis Handbook: A Guide for Analysts, Bankers and Investors*, John Wiley & Sons (Asia) Pre Ltd
- Guru, B.K., Staunton, J and Balashanmugam, B. (1999) Determinants of Commercial Bank Profitability in Malaysia, Paper presented at the 12th Annual Australian Finance and Banking Conference, Sydney, Australia, 16-17 December.
- Hassan, I., and Ghauri, P. (2014). *Evaluating Companies for Mergers and Acquisitions*. Bingley: Emerald.
- Hassan, M.K., Bashir, A.-H.M., (2003). Determinants of islamic banking profitability. In: Paper presented at the Proceedings of the Economic Research Forum (ERF) 10th Annual Conference, Marrakesh–Morocco, December 16–18.
- Heissner, S. (2015). *Managing Business integrity*. Cham: Springer.
- Hitchner, J.R. (2011). *Financial valuation: applications and models*. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Ho, T., Saunders, A., 1981. The determinants of banks interest margins: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 16(4), pp.581–600.
- Kosmidou, K. , Tanna, S. and Pasiouras, F. (2008) Determinants of profitability of domestic UK commercial banks: panel evidence from the period 1995-2002. *Economics, finance and accounting applied research working paper series no. RP08*.
- Kosmidou, K., (2006), *The Determinants of Banks' Profits and Margins in Greece during the period of EU financial integration*, *Managerial Finance*, (forthcoming).
- Link, A., & Boger, M. (1999). *The art and science of business valuation*. Westport, CT: Quorum Books.

- Lund, S., Daruvala, T., Dobbs, T., Härle, P., Kwek, J.-H., and Falcón, R. (2013). *Financial globalization: Retreat or reset?* McKinsey Global Institute.
- Bogdanov, B., and Filippesch, G. (2017). *Financial Integration and Valuation Effects: Globalisation or Americanization?* European Commission, Discussion Paper 045.
- Massari, M., Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2016). *Corporate Valuation: Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Micco, A., Panizza, U., Yanez, M., (2007). Bank ownership and performance. Does politics matter?, *Journal of Banking and Finance*. 31 (1), pp.219–24.
- Miller, S.M., Noulas, A.G., (1997). Portfolio mix and large-bank profitability in the USA. *Applied Economics*. 29, pp.505–512.
- Molyneux, P., Thornton, J., 1992. Determinants of European bank profitability: a note. *Journal of Banking and Finance*. 16, pp. 1173–1178.
- Naceur, S., Kandil, M., (2009). The impact of capital requirements on banks' cost of intermediation and performance: the case of Egypt. *Journal of Economics and Business*. 61, pp. 70–89.
- Naceur, S.B., (2003). The determinants of the Tunisian banking industry profitability: panel evidence. In: Paper presented at the Proceedings of the Economic Research Forum (ERF) 10th Annual Conference, Marrakesh Morocco, December 16–18.
- Naceur, S.B., Omran, M., (2011). The effects of bank regulations, competition, and financial reforms on banks' performance. *Emerging Markets Review*. 12, pp. 1-20.
- Nicolae, Petria, & Capraru, Bogdan, & Ihnatov, Iulian, (2013). Determinants of Banks' Profitability: Evidence from EU 27 Banking Systems. *Procedia Economics and Finance*. 20. pp. 518-524.
- Pasiouras, F., Kosmidou K., Ch. Gaganis, (2006), A Pooled Study of the Internal and External Determinants of Australian Banks Profits and Margins, Working Paper, Financial Engineering Laboratory, Technical University of Crete.

- Pasiouras, F., Kosmidou, K. (2007) Factors influencing the profitability of domestic and foreign banks in the European Union, *Research in International Business and Finance* (forthcoming).
- Perry, P. (1992). Do Banks Gain or Lose from Inflation. *Journal of Retail Banking* .14(2), pp. 25-40.
- Reilly, R.F., and Schweih, R.P. (2014). *Guide to Intangible Asset Valuation*. New York: American Institute of Certified Public Accountants.
- Short, B.K., (1979). The relation between commercial bank profit rates and banking concentration in Canada, Western Europe and Japan. *Journal of Banking and Finance*. 3,pp. 209–219.
- Smirlock, M., (1985). Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking. *J. Money Credit Bank*. 17, pp. 69–83.
- Soffer, L., & Soffer, R., (2003). *Financial statement analysis – a valuation approach*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Stiroh, K., Rumble, A., (2006). The dark side of diversification: the case of US financial holding companies. *Journal of Banking and Finance*. 30 (8), pp. 2131–2161.
- Thorsten, Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross, Levine, 2006, “Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results,” *Journal of Banking and Finance*, 30(5), pp.1581–1603.
- Trujillo-Ponce, A., (2013). What determines the profitability of banks? Evidence from Spain. *Account. Financ.* 53, pp. 561–586.
- Walker, D. (2009). *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*. Her Majesty’s Treasury: London.
- <https://www.eurobankholdings.gr/en/investor-relations/financial-results>