



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΜΣ “Οικονομική Επιστήμη” (MPhil in Economics)

Course: Η Πολιτική Οικονομία του Finance

The Political Economy of Finance

Νίκος Στραβελάκης με Νίκο Θεοχαράκη

Nikos Stravelakis with Nicholas J. Theocarakis

Χειμερινό εξάμηνο 2022-2023

Academic semester 2022-2023

Διάλεξη επ. καθ. ΤΟΕ ΕΚΠΑ Ν.Γ. Χαριτάκη

Η Αποτελεσματικότητα του πτωχευτικού δικαίου στην Ελλάδα

Νίκος Γ. Χαριτάκης
Επικ. Καθ. Τμήματος Οικονομικών
Επιστημών, ΕΚΠΑ

Άλλο «excess demand» και Άλλο «credit rationing»

- Μια μικρή Ιστορία
 - 1977 μεταπτυχιακός στα workshops (advance Micro, IO, Money and Banking at MIT)
 - Γνωρίζεις (;) : Θεωρία επιλογής υπό συνθήκες αβεβαιότητας (κυρίως Arrow), επιλογή με προτιμήσεις σε κατάσταση της «φύσης», A-D γενική, Microeconomic foundation κριτική του Keynes, άρα την συζήτηση για «αποτυχία», ακούς από τον Μαρξιστή οικονομέτρη για θεωρία ανισορροπίας, μελετάς την συμβολή των Γάλλων του Berkeley.
 - Σε ενδιαφέρει μία φράση ότι η οικονομική ανάπτυξη στην χώρα επηρεάζεται από την ολιγοπωλιακή διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος για την οποία συμφωνείς.
 - Ξέρεις ότι δύο πράγματα πρέπει να απαντήσεις στο Ph.D. α. Γιατί η συγκέντρωση της αγοράς δημιουργεί «αποτυχία» στο καθάρισμα μιας αγοράς πίστης και β. Πόσο μεγάλη είναι αυτή η αποτυχία που στην περίπτωσή σου την ονομάζεις «στέρση πιστώσεων».
 - Σημείωση: στην θεωρία εκείνη την εποχή, και ιδιαίτερα στην μικροοικονομική εφαρμογή της οικονομετρίας δεν έχουμε και μεγάλη εκτίμηση (καμία) στην οικονομετρία.
 - Ένας φίλος σου Russel Cooper τότε μεταπτυχιακός στο U. Penn σου λέει ότι ο Stiglitz θα παρουσιάσει στο workshop (Θεωρία) του Penn δύο paper με θέμα το credit Rationing.

Το πρόβλημα Σήμερα

- Κάθε μακροοικονομική κρίση όπως γνωρίζουμε, στρεβλώνει τις οικονομικές σχέσεις και αλλοιώνει τις σχετικές τιμές (προφανώς και των περιουσιακών στοιχείων).
- Βασική επίπτωση της κρίσης και της μεταβολής των σχετικών τιμών είναι και η επίδραση που έχει στην αλλαγή των σχετικών τιμών στα εξωτερικά χρηματοπιστωτικά περιθώρια των συναλλασσομένων (outside financial capacity). Π.χ., Διαφορετικά περιθώρια δανεισμού έχεις όταν εργάζεσαι από τον όταν είσαι άνεργος
- Άρα α. αν παρατηρούνται ποσοτικοί περιορισμοί – η αγορά πίστης δεν καθαρίζει - στην «εξωτερική χρηματοπιστωτική ικανότητα» των συναλλασσόμενων λόγω «αποτυχίας της αγοράς», αν b. η αγορά ούτε με διάκριση τιμών δεν προσαρμόζει τις σχετικές τιμές σε επίπεδα ισορροπίας έχουμε αναγκαστικά την εμφάνιση του φαινομένου της «στέρησης πιστώσεων» (βλέπε διαγράμματα 1, 2).
- Ορίζοντας ως credit rationing το ότι κάποιος είναι διατεθειμένος να πληρώσει την τιμή που θα του ζητήσει η αγορά περιορίζοντας ανάλογα την ζήτησή του κι όμως η αγορά δεν του καλύπτει την απαίτηση αναπροσαρμόζοντας το τιμή. Έχουμε ουσία ένα ποσοτικό κενό.
- Θεωρητικό το πόσο μεγάλο είναι δεν μας ενδιαφέρει πρωτογενώς.

Γενική θεώρηση του Προβλήματος

- Σε θεωρητικό επίπεδο η αποτυχία της αγοράς συνίσταται :
 - στην εμφάνιση συνάρτησης προσφοράς εξωτερικής χρηματοδότησης με **μέγιστο και σε**
 - **αδυναμία τομής της ζήτησης με τη προσφορά ακόμη και στο μέγιστο της καμπύλης προσφοράς.**
- Η θεωρητική ερμηνεία υπάρχει και είναι μεγάλη. Η πλέον αποδεκτή ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στο διαχωρισμό των εννοιών «ενεχυρίαση» και «εγγύηση - εξασφάλιση».
- Όσο οι δύο αξίες είναι ίσες η συνάρτηση προσφοράς εμφανίζει στοιχεία μονοτονικότητας.
- Όταν όμως η προσφορά (γιατί αλήθεια ;) θεωρεί ότι μεταξύ των δύο μεγεθών υπάρχει απόκλιση η μονοτονικότητα ανατρέπεται.
- Πως η εκτίμηση της προσφοράς (πιστωτικά ιδρύματα) επηρεάζεται από τους πιστωτικούς κανόνες και την άποψη για «lender of last resort» ;

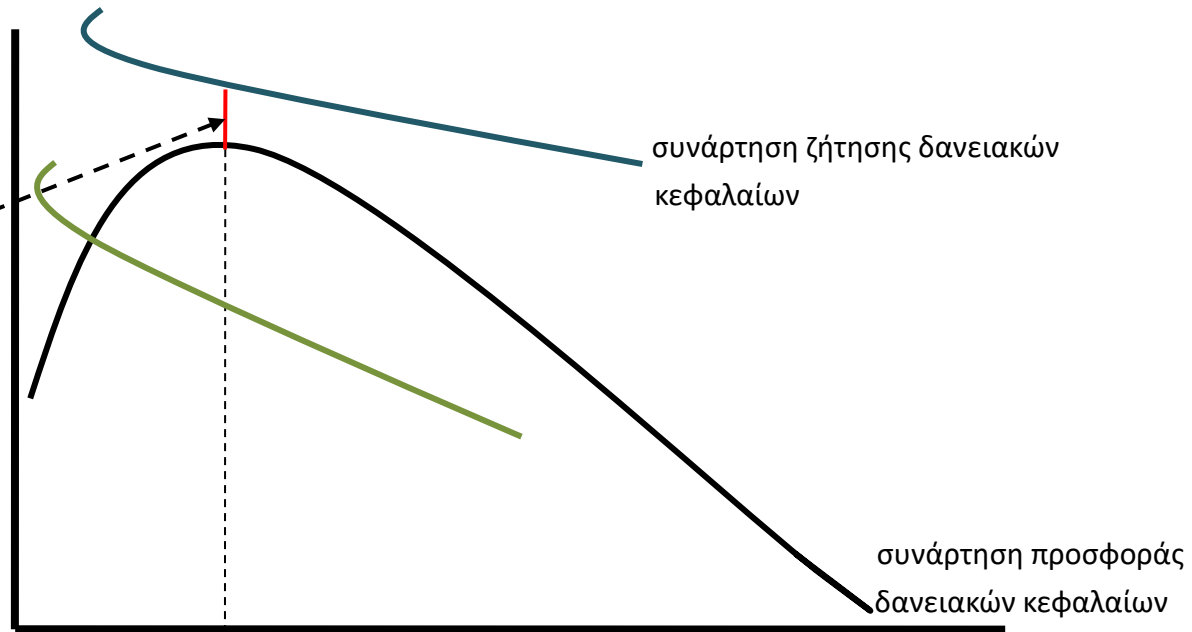
Σημειώσεις στο Πρόβλημα

- **Σημείωση I :** Άρα έχουμε μία συνάρτηση που η μονοτονικότητά της επηρεάζεται από τις συνθήκες της αγοράς. Εναλλακτικά θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ότι η προσφορά προσδιορίζεται πάντοτε από την «ενεχυρίαση» και η έννοια εξασφάλιση - εγγύηση ουσία δεν υπάρχει. Στην περίπτωση αυτή η ισορροπία είναι πάντοτε εξασφαλισμένη με η χωρίς στέρηση. Η δε στέρηση μπορεί να αποτελεί ένα signal από την πλευρά της προσφοράς.
- **Σημείωση II :** Η έννοια της ενεχυρίασης όταν συγκρίνεται με την εγγύηση είναι σκόπιμο να συνδεθεί με το χρονισμό της ρευστοποίησης. Βασικής μεταβλητής που προσδιορίζει την συμβατική εμπλοκή των πιστωτών σε μία πιστωτική σύμβαση.
- **Σημείωση III :** Η αξία ενεχυρίασης ουσία εκφράζει την αγοραία αξία των εγγυήσεων η οποία προσδιορίζεται από τις συνθήκες της αγοράς και όχι από τις μελλοντικές αποδόσεις (π.χ. ένας επενδυτής ρευστοποιεί το χαρτοφυλάκιό του πιθανά και με μελλοντικές απώλειες, για καθαρά προσωπικούς λόγους και ανεξάρτητα από της προσδοκίες των αντισυμβαλλομένων).

Στέρση πιστώσεων I: Stiglitz and Weiss

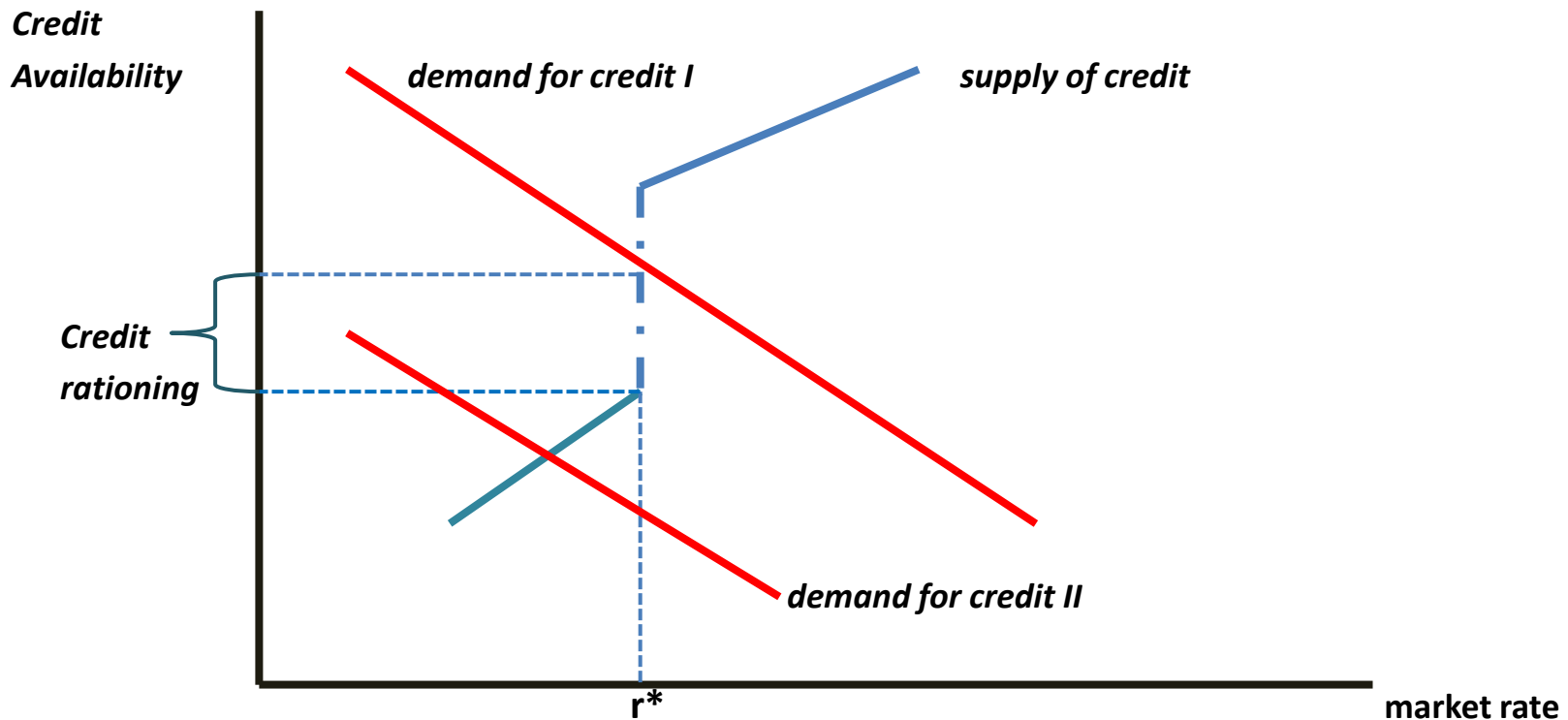
- Ποσότητα Δανειακών κεφαλαίων

Στέρση πιστώσεων =
Υπερβάλλουσα ζήτηση



Όνομαστικό επιτόκιο

Στέρξη Πιστώσεων II : Holmstrom and Tirole



- Intra consumer competition, potential counteracting effects and discrimination or whistle blowing

Οι Επιπτώσεις του φαινομένου

- Μικροοικονομική στατική επίπτωση I : Το πρόβλημα αλλαγής των κινήτρων (agency problem). Moral hazard and adverse selection
- Μικροοικονομική στατική επίπτωση II : αποκλεισμός ασφαλών επενδυτικών επιλογών. Discrimination and whistle blowing
- Μικροοικονομική στατική επίπτωση III: Εμφάνιση φαινομένων μόλυνσης (cross effects).
 - Δεν είναι ενεχυριάσιμο πλέον ένα σημαντικό τμήμα των απαιτήσεων των πιστωτών (δημόσιο, ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες, ομολογιούχοι, μέτοχοι, προμηθευτές)
- Μακροοικονομικό επίπτωση : Ύφεση..... Με στατικά και δυναμικά αποτελέσματα (θεωρία ενδογενούς χρήματος Bernanke + Gertler 1989, θεωρία ευθραύστου τραπεζικού συστήματος Mankiw, θεωρία χρηματοοικονομικών κύκλων Kiyotaki + Moore 1997).

Ερμηνεία του Πιστωτικού αδιεξόδου: Συναρτησιακή Σχέση

- Έστω $L=L(r)$ η συνάρτηση ζήτησης δανειακών κεφαλαίων, όπου L η ζητούμενη ποσότητα δανειακών κεφαλαίων και (r) το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού.
- $S=S(r,\alpha)$ όπου S η συνάρτηση προσφοράς δανειακών κεφαλαίων (η πιστωτικών πόρων γενικά) η οποία εξαρτάται πρώτα από το ονομαστικό επιτόκιο (που επιβάλλεται από την αγορά διαφορετικό για διαφορετικούς πιστωτές) προφανώς σε θετικό σχέση με το ύψος των πιστώσεων και α από μία δεύτερη μεταβλητή (α) που αποτυπώνει τον βαθμό **ενεχυρίασης** των εξασφαλίσεων που η τράπεζα (ή ο πιστωτής Δημόσιο προμηθευτής) δέχεται ως εγγύηση για εξασφάλιση.

Άλλο ενεχυρίαση και άλλο εγγύηση

- **Σημείωση:** Μεταξύ ενεχυρίασης (*pledgeability*) και εγγύησης (*collateral*) υπάρχει μία διαφορά. Το αντίστοιχο παράδειγμα που στην βιβλιογραφία αναφέρεται συγκριτικά είναι μεταξύ κεφαλαιουχικής αξίας και κεφαλαιουχικής προσόδου. Με ιδιαίτερη σημασία στις προσδοκώμενες επιχειρηματικές αποδόσεις .
- **Μία επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτήσει με δανειακούς πόρους τις μελλοντικές προσόδους που για κανένα λόγο δεν πρέπει να είναι ίσες με την αξία των επενδυμένων κεφαλαίων (π.χ. μεταβολές στην αξία ενεχυριάσιμη ή ακόμη και στην χρηματιστηριακή αξία λόγω θανάτου ενός πολύ δημιουργικού επιχειρηματία).**

Ο ρόλος της ενεχυρίασης

- OZ = η αξία της επενδυτικής ευκαιρίας για τον επενδυτή
- OZ = η αποτίμηση της αξίας της επένδυσης από τους εξωτερικούς πιστωτές
- OI = η αξία της αρχικής επένδυσης



- $I-Z$ = έλλειμμα χρηματοδότησης που είτε πρέπει να καλυφθεί από τον επιχειρηματία είτε από δανεισμό έναντι μελλοντικών απαιτήσεων
- $Z - Z > 0$ επιχειρηματική απόδοση ή μέγιστο ποσό ενεχυρίασης
- $A \geq \underline{A} = I - Z > 0$ ο μέγιστος δανεισμός ή η εξωτερική χρηματοδοτική πίστωση που μπορεί να λάβει το σχέδιο. Η ο βαθμός ενεχυρίασης που απαιτείται για να δοθεί το αναγκαίο κεφάλαιο.
- Σε περίπτωση προσωπικών εγγυήσεων ή κανόνων άρσης των αρχών του *limited liability* το Z προσδιορίζει το σύνολο των πιθανών αξιών ενεχυρίασης.
- Σημείωση : όλες οι αξίες σε παρούσες αποτιμήσεις

Ενεχυρίαση και Στέρηση I

- Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την ανάλυση είναι ότι δυνατότητα στέρησης υπάρχει όταν η συνάρτηση προσφοράς δανειακών κεφαλαίων έχει ανώτατο ή όταν η συνάρτηση προσφοράς εμφανίζει ασυνέχεια.
- Ένα δεύτερο βασικό στοιχείο έχει να κάνει με το θέμα των πτωχευτικών διαδικασιών που σε μία μεγάλη έκταση είναι σχεδόν ταυτόσημες.
- Ένα τρίτο στοιχείο αφορά τις αλλαγές των νόμων και τις ευθύνες της υπερκάλυψης με αποτέλεσμα να δημιουργείται λόγος για σωρευτική μεταβίβαση.

Ενεχυρίαση και στέρηση II

- Υπό αυτές τις προϋποθέσεις :
 - Ένα ερώτημα που μας αφορά συνδέεται με την περίπτωση που ο βαθμός ενεχυρίασης των εγγυήσεων επηρεάζεται από την οικονομική και πολιτική συγκυρία (αδυναμία και όχι σφάλμα εκτίμησης στην φερεγγυότητα της αξίας ΟΖ.). Διαφορετικά πως η κρίση μπορεί να επηρεάσει την στέρηση πιστώσεων.
 - Ένα δεύτερο ερώτημα έχει να κάνει με το ποιοι είναι οι παράγοντες που δεν ενεργούν καταλυτικά στην διόρθωση των πτωχευτικών αδιεξόδων κυρίως για την δεύτερη κατηγορία.
 - Ένα τρίτο αφορά πως η νομικές ακαμψίες ενεχυρίασης μπορεί να επηρεάσουν το σχήμα της καμπύλης προσφοράς ; Τι κάνει μία συνάρτηση ουσία οριακού κόστους να είναι δευτεροβάθμια (το συνολικό κόστος να είναι τρίτου βαθμού ή η συνάρτηση κόστους να μην εξαρτάται μόνο από ένα παράγοντα π.χ. από το μέγεθος της παραγωγής αλλά και από το βαθμό διαφοροποίησης της παραγωγής.)
 - Ένα επίσης άλλο ερώτημα που μας απασχολεί έχει να κάνει με την αδυναμία της τεχνολογίας παραγωγής πιστωτικών πόρων να αδυνατεί να εντάξει στο κόστος την επίπτωση των διαταραχών της ζήτησης στον βαθμό διαφοροποίησης της προσφοράς.

Η ανάγκη για μία τυπική διαδικασία πτωχευτικού δικαίου

- Αποτυχία της αγοράς συνεπάγεται κρατική παρέμβαση (βλέπε αιτιολόγηση Harris and Raviv 1991).
- Βασική βιβλιογραφία που θεμελιώνει την λογική με βάση τα κίνητρα προσδιορίζεται από τους Aghion (exit option 2004) Hart and Moore (1994)
- Εμφάνιση εξελικτικών διορθώσεων του εγχώριου πτωχευτικού δικαίου και τελική μορφή όπως ισχύει σήμερα

Βασικές αρχές σύμφωνα με τα οικονομικά για την πτωχευτική οργάνωση: Mechanism design

- Goals of a bankruptcy design :
 - A good bankruptcy procedure should achieve an *ex post* efficient outcome (that is, an amount that maximizes the total value of the proceeds-measured in money terms-received by the existing claimant. We exclude external considerations from the definition of efficiency.
 - A good bankruptcy procedure should preserve the *ex ante* bonding role of debt by penalizing managers adequately in bankruptcy states.
 - A good bankruptcy procedure should preserve the absolute priority of claims; that is most senior creditors should be paid off before anything is given to the next most senior creditors, and so on down the ladder.

Existing procedure abroad

- Cash auctions (chapter 7 in USA or liquidation in U.K.)
 - A trustee or receiver supervises the sale of the company's assets. In other words, the company is liquidated having been closed down, or as a going concern.
 - The receipts from the sale are distributed among former claimants according to absolute priority.
- Structured bargaining (chapter 11 or UK administration)
 - A stay is put on creditors' claim
 - Claim holders are grouped into classes according to the type of claims they have (secured vs unsecured, senior or junior)
 - Committees of trustees are appointed
 - A judge supervises a process of bargaining
 - During the bargaining incumbent management runs the company
 - The plan is implemented if it receives approval by a suitable majority of each claimant class.

Existing procedures in Greece

Claims dispute

Issues to be considered

- The role of the judge
- Negotiated bankruptcy
- The role of managers
- Solicited Bids
- Treatment of secured creditors
- Junior versus former creditors and former shareholders
- New money