

**ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗ ΑΓΟΡΩΝ:
Η ΝΕΑ ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ
ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ
ΣΤΙΣ ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ**

Χρήστος Β. Μπαλτάς

Μεταπτυχιακή Εργασία

Επιβλέπων Καθηγητής: Κωνσταντίνος Σοριόπουλος

Εξεταστής: Αικατερίνη Κύρτσου

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (MBA)

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Θεσσαλονίκη

Σεπτέμβριος 2006

Copyright © Χρήστος Β. Μπαλτάς, 2006
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της μεταπτυχιακής εργασίας από το ΔΠΜΣ στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ – ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗ.....	8
1.1 Εισαγωγή – Ιστορική Αναδρομή	8
1.2 Οι ρίζες της Παγκοσμιοποίησης.....	11
1.3 Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση.....	12
1.4 Οι απαιτήσεις της Χρηματοοικονομικής Παγκοσμιοποίησης.....	15
1.5 Η επίδραση της Τεχνολογίας – Internet.....	17
1.6 Κάποιες Δεύτερες Σκέψεις Αναφορικά με την Πορεία της Διεθνοποίησης	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	23
2.1 Εισαγωγή.....	23
2.2 Κίνδυνος.....	23
2.3 Η Αποτελεσματικότητα των Αγορών.....	26
2.4 Η Θεωρία του Χαρτοφυλακίου	27
2.5 Επιλογή του Χαρτοφυλακίου.....	28
2.6 Θεσμικοί επενδυτές.....	29
2.7 Επένδυση σε Διεθνείς Αγορές	30
2.8 Οι Παράγοντες που Επηρεάζουν και Καθορίζουν τη Διεθνή Ροή Κεφαλαίων.....	31
2.9 Επένδυση σε Αναδυόμενες Αγορές.....	33
2.10 Τα Οφέλη από τη Διεθνή Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου	35
2.11 Παγκοσμιοποίηση και Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου	37
2.12 Διεθνοποίηση Χαρτοφυλακίου και Ρευστότητα.....	41
2.13 Διεθνοποίηση Χαρτοφυλακίου. Ο ρόλος της Πληροφόρησης.	42
2.14 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου και Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	48
3.1 Εισαγωγή.....	48
3.2 Οι κυριότερες Ιστορικές Δυνάμεις Πίσω από τη Μορφοποίηση των Χρηματοοικονομικών Εποπτικών Αρχών.....	49
3.3 Η Απαίτηση των Επενδυτών για την Ύπαρξη Εποπτικών Αρχών (Llewellyn David)	52
3.4 Η Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση ως μία Διεργασία Κατάργησης Αρχών...53	
3.5 Σκοποί της Ρύθμισης	55
3.6 Η Επίδραση της Διεθνοποίησης στις Εποπτικές Αρχές	58
3.7 Η Εφαρμογή των Εποπτικών Αρχών – Η Διαδικασία.....	61
3.8 Η Θεωρία της Οικονομικής Ρύθμισης – Μία διαφορετική Προσέγγιση.....	64
3.9 Τα Ερωτήματα που τίθενται Αναφορικά με τις Εποπτικές Χρηματοοικονομικές Αρχές στα Πλαίσιμα της Διεθνοποίησης του Χαρτοφυλακίου	67
3.10 Τα Διλήμματα που Θέτουν οι Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Εποπτικές Αρχές.....	68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	77

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Εξαγωγές – εισαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ για τις χώρες G7, του ΟΟΣΑ και της Ε.Ε.	19
Πίνακας 2: Δεδομένα τα οποία σχετίζονται με το μερίδιο του ενδοπεριφερειακού εμπορίου ως ποσοστό του συνολικού εμπορίου κατά την περίοδο του 1928 – 1995	20

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1: CA/GDP	14
Σχήμα 2: Ροές κεφαλαίων όλων των μορφών προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες για την περίοδο από το 1991 έως το 2003	21
Σχήμα 3: Κεφαλαιακή αποτίμηση CAPM	27
Σχήμα 4: Οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου σε αναδυόμενες αγορές.....	36
Σχήμα 5: Μεταβολή του Sharpe ratio (ως δείκτη για τα οφέλη της διαφοροποίησης) σε συνάρτηση με το χρόνο.....	37
Σχήμα 6: Μεταβολή με το χρόνο του ποσοστού των ξένων μετοχών στο συνολικό χαρτοφυλάκιο των κατοίκων των ΗΠΑ.....	43

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η σημερινή εποχή βιώνει τη λεγόμενη παγκοσμιοποίηση και με αυτόν τον όρο περιγράφεται μία διεργασία, κατά την οποία υπάρχει μία έντονη τάση εξωστρέφειας στις σχέσεις των κρατικών οντοτήτων. Αυτή η εξωστρέφεια επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στον τομέα της οικονομίας. Οι εμπορικές σχέσεις πραγματικά αυξάνονται, ενώ ταυτόχρονα αυξάνονται οι άμεσες ξένες επενδύσεις σε μία πληθώρα χωρών. Ειδικά οι τελευταίες αναφέρονται συχνά ως ένας από τους κυριότερους πυλώνες της παγκοσμιοποίησης.

Η κλασική έννοια του επιχειρηματικού σχηματισμού με την σαφώς οριοθετημένη δομή η οποία ενυπάρχει στα όρια ενός εθνικού κράτους πλέον δίνει τη θέση της σε οργανωσιακές μορφές σαφώς πιο αόριστες στις οποίες μπορεί η διοίκηση να ασκείται από διαφορετικά σημεία του κόσμου, οι πωλήσεις να γίνονται σε όλη την υφήλιο και η παραγωγή να λαμβάνει χώρα σε παραγωγικές μονάδες σκορπισμένες επίσης σε διάφορα κράτη. Είναι σίγουρο βέβαια ότι μία τέτοια εξέλιξη δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί χωρίς τη βοήθεια της υψηλής τεχνολογίας και ειδικά αυτής των Η/Υ.

Παράλληλα με την αύξηση των εμπορικών συναλλαγών και των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων, δημιουργήθηκαν σε ένα μεγάλο αριθμό αγορών σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στον χρηματοοικονομικό τομέα. Έτσι, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτικών κεφαλαίων άρχισε να κάνει την εμφάνισή του εκμεταλλευόμενος τις επενδυτικές ευκαιρίες των κεφαλαιαγορών της υφηλίου.

Η αύξηση των επενδυτικών ευκαιριών σε παγκόσμιο επίπεδο όμως δεν επήλθε χωρίς το αντίστοιχο αρνητικό αντίκρισμα. Το άνοιγμα νέων αγορών σημαίνει και το άνοιγμα σε νέες εστίες πιθανών κινδύνων. Οι χρηματιστηριακές κρίσεις που έπληξαν τις κεφαλαιαγορές της Ασίας και μεταδόθηκαν σε όλες τις αγορές του

κόσμου αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά παραδείγματα που μπορούν να επιδειχθούν ως επαλήθευση.

Προκειμένου να αντιμετωπισθούν οι κίνδυνοι που συνεπάγεται η διεθνοποίηση είναι αυτονόητο ότι επιβάλλεται η λήψη κάποιων μέτρων σε διεθνές επίπεδο, προκειμένου να περιορισθούν οι εν δυνάμει κίνδυνοι. Έτσι με τη δημιουργία ενός θεσμικού πλαισίου το οποίο θα επιβάλλει συγκεκριμένες προϋποθέσεις για την κίνηση κεφαλαίων, καθώς και για τη δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων, θα εξαλειφθούν μία σειρά κίνδυνοι που πηγάζουν από την υπερβολική ανάληψη ρίσκων ή την τάση για υπέρμετρη κερδοσκοπία.

Ωστόσο δεν πρέπει να λησμονείται ότι η θέσπιση κανόνων και ρυθμίσεων αποτελεί μία διαδικασία, η οποία ακόμα και στα πλαίσια μίας κρατικής οντότητας και του αντίστοιχου θεσμικού της πλαισίου, εξυπηρετεί με τον τρόπο της συγκεκριμένα συμφέροντα. Η θέσπιση κανόνων προϋποθέτει εξουσία και η εξουσία με τη σειρά της προϋποθέτει ισχύ, η οποία στη σημερινή εποχή πολλές φορές παρέχεται και από τρίτα ενδιαφερόμενα μέρη.

Έτσι στη θέσπιση ρυθμίσεων σε διεθνές επίπεδο, οι οποίες μάλιστα θα πρέπει να γίνουν σεβαστές όχι από φυσικά πρόσωπα, αλλά από κρατικές οντότητες, επιβάλλεται η ύπαρξη και αντίστοιχης ισχύος επιβολής. Στο οικονομικό επίπεδο είναι ευνόητο ότι αυτήν την ισχύ τη διαθέτουν συγκεκριμένα κράτη τα οποία είναι πολύ δύσκολο – αν όχι αδύνατο – να τη χρησιμοποιήσουν, εάν παράλληλα δεν είναι πεπεισμένα ότι ο σκοπός που θα τη χρησιμοποιήσουν δεν θα είναι προς συμφέρον τους. Με άλλα λόγια το πρόβλημα της θέσπισης κανόνων και εποπτικών αρχών σε διεθνές επίπεδο είναι ουσιαστικά ένα κλασικό πρόβλημα διεθνών σχέσεων, η λύση στο οποίο θα εξευρεθεί με όρους ισχύος. Έτσι το πρόβλημα της θέσπισης εποπτικών αρχών μετατρέπεται και σε ένα είδος προβλήματος κατανομής ισχύος. Ευνόητο επομένως και το ερώτημα για τη φύση της διεθνοποίησης και της παγκοσμιοποίησης. Είναι δηλαδή αυτές οι πολυδιαφημισμένες έννοιες αποτέλεσμα μίας φυσικής κίνησης των κρατικών οντοτήτων προς μία κατάσταση μεγαλύτερης ώσμωσης και συγκερασμού ή αποτελούν και αυτές μία πτυχή της αιώνιας διαπάλης για ισχύ μεταξύ διαφορετικών κρατών και εθνοτήτων με το μανδύα της ανάπτυξης και της παγκόσμιας συνένωσης.

Στο σημείο αυτό οι απόψεις δίστανται. Όπως και στις διεθνείς σχέσεις (βλ. σχετικά το έργο του Martin Wight (1991) *International Relations: The Three Traditions*), υπάρχουν οι επαναστατικοί οι οποίοι πιστεύουν σε μία κίνηση προς μία κατεύθυνση καλύτερης συνεννόησης και συνεύρεσης μεταξύ των κρατών, οι ρεαλιστές οι οποίοι ενστερνίζονται τη Μακιαβελική προσέγγιση και βιώνουν την παγκόσμια σκηνή ως μία αρένα αέναου ανταγωνισμού και αντιπαράθεσης, αλλά και οι ρασιοναλιστές οι οποίοι πρεσβεύουν την προσπάθεια ανεύρεσης λογικών και εφικτών λύσεων στην περιβάλλουσα σκληρή πραγματικότητα.

Τα δεδομένα από την πραγματικότητα καταδεικνύουν ότι η παγκοσμιοποίηση και η διεθνοποίηση κινούνται κατά κύριο λόγο σε πορείες που υπαγορεύονται από ισχυρές κρατικές οντότητες. Ωστόσο δεν είναι ασήμαντες και οι απόψεις που προβάλλουν διαφορετικές θεωρήσεις. Ειδικά όταν στο διεθνές προσκήνιο εμφανίζονται μετά το τέλος του διπολισμού πολλές υποψήφιες χώρες που αμφισβητούν και στο οικονομικό πεδίο τη μονοκρατορία της μοναδικής υπερδύναμης που προέκυψε μετά το τέλος του Ψυχρού Πολέμου.

Η παρούσα εργασία μελετά τη σχέση της διεθνοποίησης με τη διεθνή κίνηση κεφαλαίων και την επίδραση αυτών στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών. Για το λόγο αυτό η εργασία αποτελείται από τρία κεφάλαια. Στο πρώτο μελετάται η διεθνοποίηση των αγορών και οι διάφορες απόψεις πάνω σε αυτήν. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μελέτη της επίδρασης της διεθνοποίησης στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Τέλος, στο τρίτο κεφάλαιο μελετάται η δομή και οι διαφορετικές προσεγγίσεις στις εποπτικές αρχές που διέπουν τις κεφαλαιαγορές και τα πιστωτικά ιδρύματα σε σχέση πάντα με τη διεθνοποίηση των αγορών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ – ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗ

1.1 Εισαγωγή – Ιστορική Αναδρομή

Η εξωστρέφεια των οικονομικών δραστηριοτήτων δεν είναι κάτι νέο. Από την αρχαιότητα οι οικονομικές δραστηριότητες είχαν προσανατολισμό που ξεπερνούσε τα στενά εθνικά όρια. Οι εμπορικές συναλλαγές επέβαλαν την ύπαρξη κάποιων κοινών μέσων για τη διενέργειά τους, που δεν ήταν άλλο από την ύπαρξη κοινά αποδεκτών χρηματικών μονάδων. Το γεγονός αυτό επέβαλε με τη σειρά του και την θεσμοθέτηση κοινών κανόνων οι οποίοι σταδιακά αποτέλεσαν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα.

Συνοπτικά, οι κυριότεροι σταθμοί στη δημιουργία των δομών του σημερινού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος ήταν οι ακόλουθοι:

Κανόνας Διμεταλλισμού

Το σύστημα αυτό εφαρμοζόταν τον 18^ο αιώνα. Σύμφωνα με τον Κανόνα Διμεταλλισμού, κάθε νομισματική μονάδα αποτελούνταν από ένα ορισμένο ποσό αργύρου ή χρυσού. Στην ελεύθερη αγορά μετάλλων, η σχετική τους τιμή καθοριζόταν ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Η σχέση ανάμεσα στην επίσημη τιμή ανταλλαγής του χρυσού ή του αργύρου και την αγοραία τιμή προσδιόριζε ποιο μέταλλο θα χρησιμοποιούνταν ως μέσο πληρωμών.

Την εποχή του Κανόνα του Διμεταλλισμού, βιώθηκε για πρώτη φορά η μετάδοση νομισματικών πληγμάτων ανάμεσα σε περιοχές που χρησιμοποιούσαν το ένα ή το άλλο μέταλλο για τις πληρωμές τους.

Κανόνας Χρυσού

Η μετάβαση από τον κανόνα του διμεταλλισμού στον κανόνα του χρυσού αντικατόπτριζε αφενός μεν τις μεταβολές στην προσφορά των δύο μετάλλων, οι οποίες προήλθαν από τις ανακαλύψεις χρυσού στις δεκαετίες του 1840 και του 1850, αφετέρου δε την αυξανόμενη προτίμηση για τον χρυσό, καθώς το παγκόσμιο εισόδημα αυξανόταν. Μέχρι το 1870 οι περισσότερες χώρες είχαν υιοθετήσει το σύστημα του χρυσού κανόνα, με εξαίρεση την Ινδία και την Κίνα οι οποίες παρέμειναν στον κανόνα του αργύρου.

Ο Διεθνής Κανόνας του Χρυσού όριζε ότι μία σταθερή συναλλαγματική σχέση επικρατούσε ανάμεσα στα νομίσματα των χωρών που συμμετείχαν στο σύστημα.

Κανόνας Χρυσού και Συναλλάγματος

Ο κανόνας του Χρυσού κατέρρευσε με την έναρξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου. Οι περισσότερες χώρες χρηματοδοτούσαν τις στρατιωτικές τους δαπάνες αυξάνοντας την προσφορά χρήματος. Μετά το τέλος του Πολέμου και με τη σύνοδο της Γένοβας το 1922, αποκαταστάθηκε ο Κανόνας του Χρυσού, αλλά ταυτόχρονα εισήχθη η διατήρηση συναλλαγματικών αποθεμάτων χρυσού και στερλίνας ως υποκατάστατα του χρυσού. Με τον κανόνα αυτό εισήχθησαν οι εύκαμπτες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Κανόνας Χρυσού και Δολαρίου (Bretton Woods)

Το Bretton Woods αποτέλεσε την πρώτη προσπάθεια μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο για τη δημιουργία ενός κοινού θεσμικού συστήματος που θα διέπει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και επομένως και τη διεθνή κίνηση κεφαλαίων. Το Bretton Woods ήταν Αμερικανικής και Αγγλικής εμπνεύσεως και δεν ήταν άσχετο το γεγονός ότι θεσπίστηκε από τους νικητές του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου. Βασιζόταν στην αξία του χρυσού και στο αντίκρισμα που είχαν σε χρυσό όλα τα νομίσματα που έπαιρναν μέρος στη συμφωνία.

Τα κυριότερα σημεία του συνοψίζονται στη συνέχεια:

- Ιδρύεται το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το οποίο χρηματοδοτεί το κάθε μέλος που έχει περιορισμένα συναλλαγματικά αποθέματα. Ο δανεισμός βέβαια θα συνεπάγεται και την υιοθέτηση της οικονομικής πολιτικής που θα επιβάλλει το ΔΝΤ.
- Το δολάριο και η βρετανική λίρα τίθενται ως τα νομίσματα βάσης και κάθε χώρα πρέπει να κρατά συναλλακτικά αποθέματα στα δύο αυτά νομίσματα.
- Κάθε χώρα που συμμετέχει στη συμφωνία οφείλει να θέσει μία συγκεκριμένη αξία για το νόμισμά της και να διατηρεί την ισοτιμία του νομίσματός της μέσα σε ένα εύρος διακύμανσης +/- 1%, αγοράζοντας ή πουλώντας δολάρια ανάλογα με την περίπτωση. Η συγκεκριμένη ισοτιμία θα μπορούσε να μεταβληθεί μόνο με τη σύμφωνη γνώμη του ΔΝΤ και μόνο εάν το ισοζύγιο πληρωμών δεν ήταν ισοσκελισμένο.
- Η αξία του χρυσού ορίστηκε στα 35 δολάρια την ουγγιά.
- Το σύνολο των νομισμάτων, των χωρών που ήταν μέλη του ΔΝΤ, ήταν ανταλλάξιμα.
- Κάθε χώρα πρέπει να πληρώσει μία συνδρομή στο Ταμείο, η οποία καθορίζεται με βάση το μέγεθος της χώρας αυτής και των πόρων που αυτή θα

έχει. Υπάρχει όμως και αντιστοιχία ανάμεσα στο μέγεθος της συνδρομής και της βαρύτητας της ψήφου στις αποφάσεις του ΔΝΤ.

Η Συμφωνία της Ουάσινγκτον

Το Δεκέμβριο του 1971, οι ΗΠΑ και οι Ευρωπαϊκές χώρες προσπάθησαν να αναβιώσουν το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών. Ωστόσο, οι κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων ανάγκασαν τις περισσότερες από τις Ευρωπαϊκές χώρες να εγκαταλείψουν το σύστημα

Κανόνας Δολαρίου

Τον Ιανουάριο του 1976 η διάσκεψη της Τζαμάικα, στην οποία συμμετείχαν οι κυριότερες βιομηχανικές χώρες, τροποποιώντας τα άρθρα της συμφωνίας του ΔΝΤ, νομιμοποίησε το σύστημα των εύκαμπτων ισοτιμιών, δίνοντας σε κάθε χώρα τη δυνατότητα να επιλέγει τη συναλλαγματική της διευθέτηση. Ταυτόχρονα οι 2 πετρελαϊκές κρίσεις ενδυνάμωσαν την αξία του δολαρίου διεθνώς και οι διεθνείς συναλλαγές άρχισαν να γίνονται σε δολάρια. Επιπλέον η σφιχτή νομισματική πολιτική που ακολούθησε η FED από το 1979 αύξησε τα αμερικάνικα επιτόκια προκαλώντας ανατίμηση του δολαρίου.

ΕΟΚ - Ευρώ

Ως αποτέλεσμα της Ευρωπαϊκής Κοινότητας Άνθρακα και Χάλυβα, η ΕΟΚ δημιουργήθηκε το 1958 με τη Συνθήκη της Ρώμης και αρχικός της σκοπός ήταν η δημιουργία μίας κοινής αγοράς. Ύστερα από διαδοχικές μεταλλάξεις η ΕΟΚ μεταλλάσσεται σε Ευρωπαϊκή Ένωση και θέτει σε ισχύ το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα, το ευρώ.

1.2 Οι ρίζες της Παγκοσμιοποίησης

Η εμφανιζόμενη σήμερα παγκοσμιοποίηση δεν εμφανίσθηκε φυσικά από μόνη της και ξαφνικά, αλλά αποτελεί το αποτέλεσμα διεργασιών αιώνων αναφορικά με την παραγωγή και την εμπορία αγαθών και υπηρεσιών.

Η όλη διαδικασία και στο παρελθόν ξεκίνησε από την τεχνολογική εξέλιξη στην παραγωγή. Οι ίδιες τεχνολογικές δυνάμεις οι οποίες σήμερα οδηγούν την ολοκλήρωση των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίου, ήταν και αυτές οι οποίες ήταν παρούσες στην εξέλιξη της παραγωγής των προϊόντων, της εμπορίας τους και της χρηματοδότησής τους. Η εξέλιξη της τεχνολογίας έχει αλλάξει τη φύση του προϊόντος και το έχουν κάνει περισσότερο νοητικό και λιγότερο «φυσικό». Δεν είναι τυχαίο ότι ένα όλο και μικρότερο ποσοστό του παγκόσμιου προϊόντος αφορά σε υλικά προϊόντα. Η εξέλιξη των τεχνολογικών ιδεών αφορά πρωτίστως τον τρόπο παραγωγής και είναι σχεδόν σίγουρο ότι στο τέλος του 21^{ου} αιώνα η παραγωγή αξίας, θα αφορά κυρίως στη μεταφορά πληροφορίας και ιδεών.

Καθώς η απελευθέρωση του εμπορίου λαμβάνει χώρα, μαζί αυξάνει και η ζήτηση μεθόδων χρηματοδότησής τους, οι οποίες θα χαρακτηρίζονται επίσης από ευελιξία και κινητικότητα. Είναι αξιοσημείωτο βέβαια ότι συγκρίνοντας το χρηματοδοτούμενο εμπόριο και τα αντίστοιχα κεφάλαια τα οποία κινούνται διεθνώς, υπάρχει μία αναντιστοιχία, η οποία σαφώς υποδηλώνει την παρουσία της κερδοσκοπίας σε αυτές τις κινήσεις. Ωστόσο όμως, ακόμα και αυτής της φύσεως οι διεθνείς κεφαλαιακές κινήσεις εξυπηρετούν ουσιαστικά την αποτελεσματική κίνηση προϊόντων και υπηρεσιών.

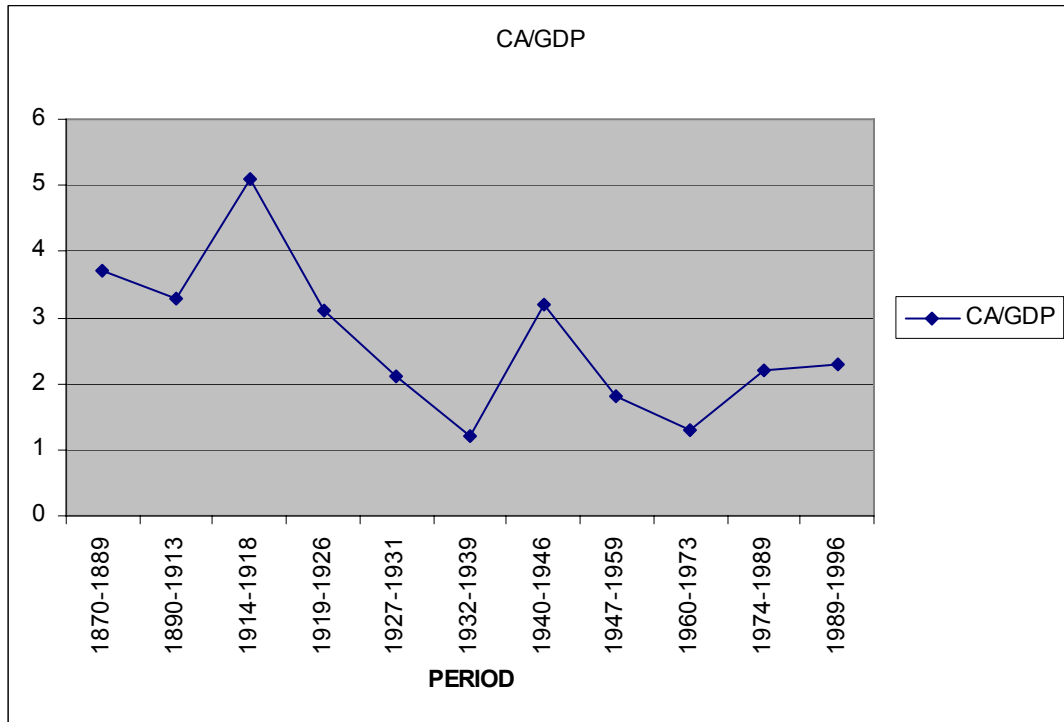
1.3 Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση

Ο όρος Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση αφορά στη διεργασία μέσω της οποίας χρηματαγορές διαφόρων χωρών εισέρχονται σε μία διαδικασία ολοκλήρωσης. Η Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση μπορεί να ορισθεί ως η ελεύθερη διακρατική κίνηση κεφαλαίων χωρίς περιορισμούς. Η χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση δεν είναι από μόνη της ικανή να επιφέρει την χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση. Η τελευταία απαιτεί την εισαγωγή ενός ενιαίου παγκόσμιου νομίσματος το οποίο θα διευθύνεται από μία διεθνή νομισματική αρχή.

Η πρώτη τέτοια εποχή της μη κανονικοποιημένης παγκοσμιοποίησης ήταν η περίοδος από το 1870 έως το 1913, περίοδος κατά την οποία το Λονδίνο θεωρούνταν το κέντρο της παγκόσμιας οικονομικής δράσης. Αυτή η περίοδος μπορεί να θεωρηθεί ως το πρώιμο στάδιο της ανάπτυξης των διεθνών χρηματοοικονομικών θεσμών και αγορών. Ταυτόχρονα σηματοδεύτηκε και από μία σειρά κρίσεων λόγω κερδοσκοπίας, υπερδανεισμού, απουσίας εποπτικών αρχών και ασθενώς διοικούμενων τραπεζικών συστημάτων.

Η ιστορία του διεθνούς χρηματοοικονομικού τομέα την περίοδο του μεσοπολέμου από το 1919 έως το 1939 δεν ήταν μία ιδιαίτερα ευχάριστη περίοδος και σηματοδεύτηκε από την κατάρρευση των χρηματαγορών στο τέλος της δεκαετίας του 1920, η οποία ακολουθήθηκε από τη Μεγάλη Ύφεση. Η μετά τον 2^ο ΠΠ περίοδο χαρακτηριζόταν από την ύπαρξη ενός αριθμού χρηματοοικονομικών ελέγχων, καθώς και την παρουσία των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών τουλάχιστον μέχρι τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1970. Κρίσεις στο Τραπεζικό Σύστημα δεν υπήρχαν κατά την περίοδο από το 1945 μέχρι το 1973, παρά το γεγονός ότι νομισματικές κρίσεις υπήρχαν στο ενδιάμεσο (όπως η κρίση της στερλίνας του 1949 και του 1963, οι οποίες οδήγησαν στην υποτίμηση του νομίσματος). Από τότε και έπειτα η διεργασία της χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης ξεκίνησε και κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα επανεμφανίσθηκαν σε μία εποχή ευρέως ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, η οποία έφερε την ελεύθερη διακίνηση του κεφαλαίου. Η συγκεκριμένη περίοδος είναι και αυτή που θεωρείται ως η πιο πρόσφατη εποχή της χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης. Πρέπει όμως να τονισθεί το γεγονός ότι η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση που βιώθηκε την περίοδο 1873-1913 βιώθηκε ξανά μόλις στη δεκαετία του 1990. Αυτό φαίνεται και από το ακόλουθο διάγραμμα (Πελαγίδης (2001))

Σχήμα 1: Κατανομή του Ισοζυγίου Τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με το ΑΕΠ



Παρατηρείται ότι προσεγγίζοντας την παγκοσμιοποίηση μέσω του λόγου του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών ως προς το ΑΕΠ (ως μία απεικόνιση των εμπορικών ροών ως προς το ΑΕΠ) βλέπει κάποιος ότι τα επίπεδα στα οποία είχε φθάσει ο δείκτης αυτός και κατά συνέπεια η παγκοσμιοποίηση κατά την περίοδο 1914-1918 δεν έχουν ακόμα επιτευχθεί, παρά το γεγονός ότι υπάρχει μία διάχυτη άποψη ότι η παγκοσμιοποίηση έχει πλέον λάβει ρυθμούς καλπασμού.

Ως αποτέλεσμα μίας αλματώδους ανάπτυξης των επικοινωνιών και της τεχνολογίας των υπολογιστών, έχει εμφανισθεί μία δραματική αύξηση στις διασυνοριακές χρηματικές ροές με έναν ρυθμό πραγματικά αξιοσημείωτο. Αυτές οι εξελίξεις, κατά κύριο λόγο τεχνολογικής φύσεως έχουν επεκτείνει το εύρος και το βάθος των αγορών, ώστε ακόμα και οι πλέον διστακτικές κυβερνήσεις, αντιλαμβάνονται ότι δεν είχαν πληθώρα εναλλακτικών επιλογών από την απελευθέρωση των αγορών.

Οι νέες εξελίξεις για πολλούς κομίζουν και ανωμαλίες στη λειτουργία των αγορών. Η αλήθεια είναι ότι οι νέες τεχνολογίες με τα νέα εργαλεία και τις νέες τεχνικές που παρέχουν έχουν ενισχύσει την αλληλεπίδραση μεταξύ των αγορών και των μετεχόντων σε αυτές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μεταφορά μίας διαταραχής από μία αγορά σε άλλες αγορές πολύ γρήγορα, γεγονός το οποίο δεν είχε παρατηρηθεί σε παλαιότερες εποχές. Και αυτό οφείλεται στη δυνατότητα μετάδοσης της πληροφορίας σχεδόν άμεσα.

1.4 Οι απαιτήσεις της Χρηματοοικονομικής Παγκοσμιοποίησης.

Το κυριότερο μήνυμα της χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης είναι ότι είναι αυτή η έλλειψη ανταγωνισμού η οποία φέρνει αναποτελεσματικότητα στο χρηματοοικονομικό τομέα. Η απελευθέρωση των επιτοκίων αποτελεί ένα πρώτο βήμα, αλλά είναι παραδεκτό από όλους ότι από μόνο του αυτό δεν θα μπορούσε να δημιουργήσει ανταγωνισμό στην αγορά από τη στιγμή που αυτή η αγορά λειτουργεί στα πλαίσια ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού. Ως αποτέλεσμα αυτού επιβάλλεται όχι μόνο η αύξηση του αριθμού των συμμετεχόντων στην αγορά, αλλά και η άντληση από μία μεγαλύτερη δεξαμενή αποταμιεύσεων, την οποία κάθε χώρα πρέπει να αναζητήσει πέρα από τα εθνικά της σύνορα.

Προκειμένου να επιτευχθεί η αύξηση των συμμετεχόντων θα πρέπει να αποσυρθεί το σύνολο των περιορισμών εισόδου, έτσι ώστε και άλλα Πιστωτικά Ιδρύματα αλλά και μη Τραπεζικοί Πιστωτικοί Ενδιάμεσοι να είναι δυνατόν να εισέλθουν στην τοπική αγορά. Αναφορικά με την πρόσβαση σε μεγαλύτερες πηγές κεφαλαίων, πρέπει να καταργηθούν όλοι οι έλεγχοι στην αγορά και την πώληση συναλλάγματος, ενώ παράλληλα να διευκολυνθεί η εξαγορά και η συγχώνευση επιχειρήσεων.

Μία άποψη παρόμοια με αυτήν της χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης αναφέρεται στην παρέμβαση των κυβερνήσεων στην αγορά συναλλάγματος, προκειμένου να καθορίσουν αυτές την τιμή του νομίσματος. Μία τέτοια ενέργεια προκαλεί αναστάτωση στο σύστημα των εξαγωγών και των εισαγωγών σε μία χώρα. Παράλληλα μία πολιτική περιορισμού των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων επιδεινώνει την κατάσταση. Η απελευθέρωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, μέσω των μηχανισμών ανατίμησης και υποτίμησης, είναι σε θέση να επιφέρει την ισορροπία μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών.

Η απελευθέρωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν κάτι που σταδιακά ακολούθησαν όλες οι χώρες, ενώ πολλές από αυτές έχουν περιορίσει σε μεγάλο βαθμό τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων καθώς και τους περιορισμούς αναφορικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Ωστόσο, το πρόβλημα με την πραγματική παγκοσμιοποίηση είναι ότι η ολοκλήρωση του παγκόσμιου συστήματος θα πρέπει να γίνει έτσι ώστε όλα τα μέρη του κόσμου να καταλήξουν σε μία ενότητα. Αναφερόμενοι στο χρηματοοικονομικό μέρος της παγκοσμιοποίησης, αυτό σημαίνει ότι δανειζόμενες και δανείζουσες χώρες πρέπει να γίνουν μέρη της ίδιας αγοράς. Μπορεί να υποτεθεί ότι η χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση έχει πετύχει το πρώτο βήμα αυτής της διαδικασίας με την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων. Ωστόσο αυτό δεν έγινε χωρίς απώλειες και προβλήματα. Οικονομικές κρίσεις εμφανίστηκαν λόγω αυτής της διαδικασίας. Παρά το γεγονός ότι οι κρίσεις που έχουν εμφανισθεί είναι παρόμοιες με αυτές του 1870 και του 1914, το μέγεθος των σύγχρονων κρίσεων είναι ασυγκρίτως μεγαλύτερο. Το συμπέρασμα που αποκομίστηκε από τις κρίσεις είναι ότι επιβάλλεται η εφαρμογή κοινών θεσμών και η εισαγωγή ενός κοινού νομίσματος.

Η ανάγκη για την ύπαρξη κοινών θεσμικών αρχών πηγάζει από το γεγονός ότι υπάρχει η ανάγκη για ένα συντονιστικό και κανονιστικό ρόλο στην κίνηση των κεφαλαίων ο οποίος θα είναι και υπεύθυνος για την τήρηση των συμπεφωνημένων από όλους τους μετέχοντες στην πλέον ενοποιημένη αγορά. Η πρόοδος αναφορικά με τη δημιουργία αυτών των δομών είναι ελάχιστη και πρέπει να διανυθεί μεγάλη απόσταση μέχρι να επιτευχθεί κάτι τέτοιο.

Αναφορικά με την ανάγκη για την εισαγωγή ενός κοινού νομίσματος αυτή προκύπτει από την ανάγκη εξάλειψης όλων εκείνων των φαινομένων, τα οποία

συνδέονται με τη συναλλαξιμότητα των ξένων νομισμάτων. Σε περίπτωση εισαγωγής ενός κοινού νομίσματος, ένας μεγάλος αριθμός πηγών κινδύνου (αλλά και ευκαιριών κερδοσκοπίας) θα εξαφανίζονταν.

1.5 Η επίδραση της Τεχνολογίας – Internet

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός, ο οποίος υποδαυλίστηκε από το άνοιγμα των αγορών χρήματος και τη μείωση των συνοριακών περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων, εκμεταλλεύτηκε στο έπακρο την ταυτόχρονη (και ίσως όχι άσχετη με αυτόν τον ανταγωνισμό) αύξηση της τεχνολογίας και των επικοινωνιών.

Η ανάπτυξη της επιστήμης των υπολογιστών αύξησε καταρχάς την υπολογιστική ισχύ όλων όσων συμμετέχουν στην κίνηση κεφαλαίων. Η επινόηση, δοκιμή και εφαρμογή πολύπλοκων υπολογιστικών φαινομένων ήταν πλέον δυνατή όχι μόνο στο ακαδημαϊκό περιβάλλον, αλλά και σε έναν οικιακό υπολογιστή. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το ηλεκτρονικό εμπόριο το 2004 ξεπέρασε σε αξία συναλλαγών τα 2.5 τρις δολάρια και επέδειξε ένα ρυθμό ετήσιας αύξησης της τάξης του 162%.

Η αύξηση της υπολογιστικής ισχύος σε συνδυασμό με τη δυνατότητα επικοινωνίας μεταξύ υπολογιστών, έθεσε τις βάσεις για τη δημιουργία ενός εντελώς νέου κόσμου. Ειδικά η παραδοσιακή αίσθηση του χώρου και του χρόνου έχει διαφοροποιηθεί πλήρως, καθώς το διαδίκτυο προσέφερε τη δυνατότητα της άμεσης παρουσίας σε οποιοδήποτε μέρος του κόσμου και σε οποιαδήποτε στιγμή. Είναι δε σημαντικό να τονισθεί ότι η εν λόγω παρουσία δεν είναι παθητική, αλλά ενεργητική η οποία συνοδεύεται από ενέργειες (πχ. συμμετοχή σε χρηματιστηριακές συνεδριάσεις, σε αγοραπωλησίες, σε κλείσιμο συμφωνιών). Η δυνατότητα της άμεσης παρουσίας σε πολλαπλά σημεία σε όλη την υφήλιο αποτέλεσε ένα γεγονός το οποίο σε μεγάλο βαθμό επηρέασε και επηρεάζει την κατάργηση πολλών εθνικών περιορισμών στη διακίνηση εμπορευμάτων και αγαθών. Ειδικά στον τομέα των υπηρεσιών και της εμπορίας αγαθών πληροφοριακής φύσης, είναι δυνατόν να θεωρηθεί ότι οι οποιοδήποτε περιορισμοί είναι σχεδόν ανύπαρκτοι. Μπορεί κάποιος να αγοράσει και να εμπορευθεί άμεσα πληροφορίες χωρίς κανενός είδους trade barrier που τοποθετείται από μία εθνική κυβέρνηση.

1.6 Κάποιες Δεύτερες Σκέψεις Αναφορικά με την Πορεία της Διεθνοποίησης

Είναι δεδομένο ότι η πλειοψηφία των συγγραφέων του χώρου θεωρούν δεδομένη την επέκταση της διεθνοποίησης των αγορών ως απόρροια της επέκτασης της παγκοσμιοποίησης. Ωστόσο δεν είναι λίγοι οι οποίοι αμφισβητούν και αυτή την πορεία της παγκοσμιοποίησης.

Σύμφωνα με αυτούς, τα συμπεράσματα για την εξέλιξη της παγκοσμιοποίησης δεν πρέπει να εξάγονται από την ανάπτυξη των δεσμών μεταξύ των ανεπτυγμένων χωρών ή και αυτήν την εξέλιξη της τεχνολογίας που δίνει την αίσθηση ότι πραγματικά εκμηδενίζονται συγκεκριμένες αποστάσεις και εξαλείφονται διαδικασίες. Αντίθετα τα ψυχρά νούμερα είναι μόνο σε θέση να δώσουν την πραγματική εικόνα.

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται κυρίως στις κεφαλαιαγορές. Ωστόσο η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και των κεφαλαιακών ροών, όπως θα αναφερθεί και στη συνέχεια, είναι συνδεδεμένη με την παράλληλη αύξηση των εμπορικών ροών. Επομένως, προκειμένου να διαπιστωθεί κατά πόσον η διεθνοποίηση των αγορών προχωρά είναι σημαντικό να μελετηθούν και τα δεδομένα από τις εμπορικές συναλλαγές. Στον ακόλουθο πίνακα, παρουσιάζονται στοιχεία για τις εισαγωγές και τις εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ για τις χώρες του G7, του ΟΟΣΑ και της ΕΕ (Τα στοιχεία είναι από τον OECD 1996, 1997).

Πίνακας 1: Εξαγωγές – εισαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ για τις χώρες G7, του ΟΟΣΑ και της Ε.Ε.

	Εξαγωγές		Εισαγωγές	
	1980-89	1990-95	1980-89	1990-95
G 7	15.6	15.5	15.8	15.4
ΟΟΣΑ	18.1	18.2	18.3	18.1
ΕΕ	29.1	27.3	27.5	26.5
ΟΟΣΑ ΕΥΡΩΠΗ	27.7	27.1	27.4	26.4

Πηγή: OECD 1996, 1997

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι στις χώρες του ΟΟΣΑ πραγματοποιείται περίπου το 80% του διεθνούς εμπορίου.

Αυτό που παρατηρείται από τον παραπάνω πίνακα είναι ότι τα ποσοστά τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών σε σχέση με το ΑΕΠ κατά τις δύο χρονικές περιόδους που μελετώνται, δεν έχουν μεταβληθεί, παρά το γεγονός ότι στην ενδιάμεση περίοδο, υποτίθεται ότι βιώθηκε ουσιαστικά η «επέλαση» της διαδικασίας της παγκοσμιοποίησης, η οποία ακόμα μαίνεται. Εύλογο επομένως το ερώτημα για το πού οφείλεται η θέαση και η εμπειρία της παγκοσμιοποίησης.

Στον πίνακα που ακολουθεί απεικονίζονται δεδομένα τα οποία σχετίζονται με το μερίδιο του ενδοπεριφερειακού εμπορίου ως ποσοστό του συνολικού εμπορίου κατά την περίοδο του 1928 – 1995. Τα δεδομένα λήφθηκαν από τον World Trade Organization (1997).

Πίνακας 2: Δεδομένα τα οποία σχετίζονται με το μερίδιο του ενδοπεριφερειακού εμπορίου ως ποσοστό του συνολικού εμπορίου κατά την περίοδο του 1928 – 1995

	1928	1958	1968	1979	1990	1995
Δ. Ευρώπη	51	53	63	66	72	69
Β. Αμερική	25	32	37	30	32	36
Λ. Αμερική	11	17	19	20	15	21
Ασία	46	41	37	41	45	51
Αφρική	10	8	9	6	6	10
Μ. Ανατολή	5	12	8	6	8	8

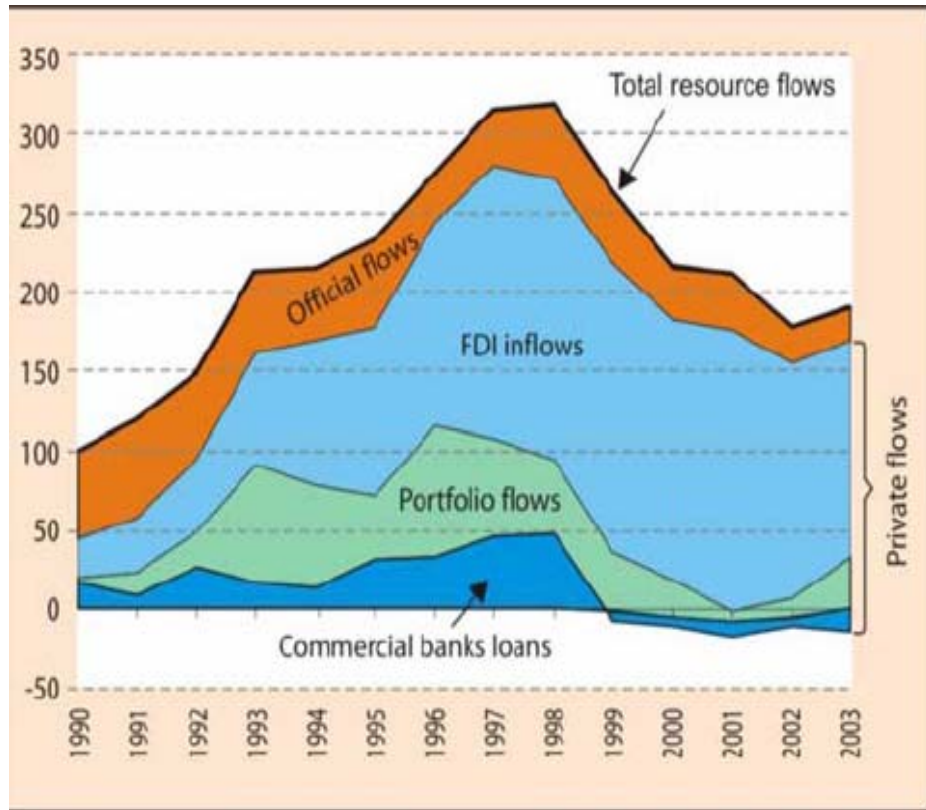
Πηγή: World Trade Organization (1997).

Από τα αποτελέσματα φαίνεται ότι από τη δεκαετία του 1920 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 υπάρχει μια σαφής αύξηση του ενδοπεριφερειακού εμπορίου ως ποσοστού στο σύνολο του εμπορίου σε όλες τις περιοχές του κόσμου, στοιχείο το οποίο υποδηλώνει ουσιαστικά την ύπαρξη μίας εσωστρέφειας στο εμπόριο σε όλες τις περιοχές του κόσμου, η οποία και το κρατά κλεισμένο σε κάποια γεωγραφικά όρια. Η εικόνα αυτή επομένως δίνει μία διαφορετική ερμηνεία στην αίσθηση της βιούμενης παγκοσμιοποίησης. Ίσως αυτό που γίνεται στην πραγματικότητα είναι μία αύξηση της εμπορικής δραστηριότητας μέσα σε συγκεκριμένες περιοχές της υφελίου, η οποία ωστόσο δίνει την αίσθηση της παγκοσμιοποίησης. Ευνόητο βέβαια είναι ότι ακόμα και εάν είναι έτσι, είναι αναμφισβήτητα ότι το φαινόμενο αποτελεί μία διαδικασία με σαφείς τάσεις προς ευρύτερη ενοποίηση.

Η προτίμηση δραστηριοποίησης στις «εγχώριες αγορές» είναι ένα φαινόμενο το οποίο συναντάται και στις κεφαλαιακές ροές με τον τίτλο «home bias» και υποδηλώνει αυτήν ακριβώς την τάση για μία εντατικοποίηση της εσωστρέφειας σε ορισμένες γεωγραφικές περιοχές της υφελίου.

Τα δεδομένα που παρουσιάστηκαν μέχρι τώρα αφορούσαν τις καθαρά εμπορικές ροές. Είναι ενδιαφέρον να παρουσιασθεί το τι συμβαίνει με τις ροές κεφαλαίων. Στο ακόλουθο διάγραμμα απεικονίζονται οι ροές κεφαλαίων όλων των μορφών προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες για την περίοδο από το 1991 έως το 2003. Ο πίνακας λήφθηκε από το World Investment Report (2004)

Σχήμα 2: Ροές κεφαλαίων όλων των μορφών προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες για την περίοδο από το 1991 έως το 2003



Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα οι ροές κεφαλαίων παρουσίασαν γενικά μία αυξητική πορεία μέχρι το 1996-1998, αλλά στη συνέχεια βιώθηκε μία κατακόρυφη πτώση. Πρέπει να παρατηρηθεί ωστόσο ότι τα ποσά των FDI (Άμεσες Ξένες Επενδύσεις παρέμειναν σε σχετικά σταθερά επίπεδα. Το αντίθετο πρέπει όμως να ειπωθεί για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου και δανείων, οι οποίες μειώθηκαν σε αξιοσημείωτο βαθμό.

Σε κάποιο μάλιστα σημείο αμφότερες οι εν λόγω ροές συναντούν τον οριζόντιο άξονα. Πολλοί σχετίζουν την εξέλιξη αυτή με τις χρηματιστηριακές κρίσεις που έπληξαν την Ασία το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Ασχέτως της αιτίας πάντως επιβεβαιώνεται και σε αυτήν την περίπτωση το «μάζεμα» των κεφαλαίων σε συγκεκριμένες περιοχές.

Ο Stulz (2005) διαπιστώνει ότι παρά το γεγονός ότι έχουν σε μεγάλο βαθμό κατά τα τελευταία 50 χρόνια μειωθεί τα εμπόδια στις διεθνείς συναλλαγές (είτε τις εμπορικές, είτε τις κεφαλαιακές) η παγκοσμιοποίηση δεν έχει προχωρήσει σε σημαντικό βαθμό και οι κρατικές οντότητες, παρά την περί του αντιθέτου άποψη, διατηρούν ακόμα τη σημασία τους αλλά και τη δυνατότητα παρέμβασης και κατεύθυνσης των εξελίξεων.

Σύμφωνα με μία εξειδικευμένη προσέγγιση του συγγραφέα σε μικροοικονομικό επίπεδο, η μη προώθηση της παγκοσμιοποίησης σε ικανοποιητικό βαθμό οφείλεται και σε ένα μεγάλο βαθμό στο ότι τα πρόσωπα που βρίσκονται στην εξουσία είναι σε θέση να χρησιμοποιούν την ισχύ τους για την αύξηση των ωφελειών τους από το υπάρχον οικονομικό γίγνεσθαι της χώρας τους. Με αυτόν τον τρόπο πραγματοποιούνται συμπράξεις συμφερόντων με επιχειρήσεις οι οποίες όμως λειτουργούν σε βάρος του υγιούς ανταγωνισμού σε μία αγορά.

Από τα παραπάνω επομένως είναι επομένως εμφανές ότι υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι πιθανόν η διάχυτη αισιοδοξία αναφορικά με τη διάδοση της παγκοσμιοποίησης δεν ανταποκρίνεται απολύτως στην πραγματικότητα και αυτό που παρατηρείται είναι μάλλον η περιφεροποίηση παρά η παγκοσμιοποίηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

2.1 Εισαγωγή

Προκειμένου να αποκτηθεί μία ευρύτερη και πληρέστερη εικόνα για τη διεθνοποίηση της κίνησης του κεφαλαίου, είναι σημαντικό να αναφέρουμε τις θεμελιώδεις αρχές που διέπουν την έννοια του χαρτοφυλακίου και της διαφοροποίησής του.

2.2 Κίνδυνος

Ο κάθε επενδυτής που διαθέτει ένα συγκεκριμένο ποσό κεφαλαίου το οποίο επιθυμεί να επενδύσει, προβαίνει σε εκτιμήσεις για την απόδοση αυτού του κεφαλαίου. Οι λαμβανόμενες αποφάσεις στηρίζονται στην εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης όλων των δυνατών επενδυτικών προοπτικών. Αυτή η εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης συνεπάγεται αφενός τη μέτρηση της αναμενόμενης απόδοσης και αφετέρου την εκτίμηση και μέτρηση του κινδύνου που εμπεριέχεται σε κάθε επενδυτική επιλογή. Ο συνδυασμός της αναμενόμενης

απόδοσης και του κινδύνου της κάθε επένδυσης αποτελούν τα κυριότερα στοιχεία της κάθε απόφασης.

Η απόδοση της κάθε επένδυσης μπορεί να είναι:

1. Πρόσθετη ροή εισοδήματος. Τέτοιο παράδειγμα είναι η περίπτωση της αποταμίευσης στην οποία ο επενδυτής εισπράττει στο τέλος μίας περιόδου τον τόκο που απέφερε το κεφάλαιο που αποταμιεύτηκε. Παρόμοια περίπτωση είναι και η επένδυση σε μετοχές από τις οποίες προσδοκείται η είσπραξη μερίσματος.
2. Κεφαλαιακή Απόδοση. Τέτοιας μορφής επένδυση είναι η αγορά μετοχής με σκοπό την κερδοσκοπία, δηλαδή την πώλησή της σε μεταγενέστερη χρονική στιγμή και σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή κτήσης της.

Αντίστοιχα ο Κίνδυνος που εμπεριέχεται σε κάθε επενδυτική απόφαση μπορεί να ταξινομηθεί στις ακόλουθες κατηγορίες:

Κίνδυνος Αγοραστικής Δύναμης. Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται με την έννοια του κόστους ευκαιρίας (opportunity cost). Η τοποθέτηση κεφαλαίου σε μία συγκεκριμένη επένδυση δεσμεύει το κεφάλαιο αυτό το οποίο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σε άλλους επενδυτικούς σκοπούς. Ειδικά όταν το χρονικό διάστημα στο οποίο δεσμεύεται είναι αρκετά μεγάλο, οι συσχετισμοί αποδόσεων μπορεί να έχουν αλλάξει και η επιλεχθείσα τοποθέτηση μπορεί να μην είναι η πλέον συμφέρουσα.

Κίνδυνος αθέτησης (Default Risk). Στη συγκεκριμένη περίπτωση υπεισέρχεται στην όλη αξιολόγηση και η πιθανότητα αθέτησης των συμφωνημένων, δηλαδή η πιθανότητα απλά στο τέλος της επενδυτικής περιόδου να μην αποδοθεί η πρόβλεψη απόδοσης της επένδυσης.

Κίνδυνος Εισοδήματος (income Risk). Όπως και ο κίνδυνος Κεφαλαίου (Capital Risk) συνδέεται με τη ληκτότητα, ωρίμανση της επένδυσης, καθώς και το χρόνο καταβολής της υποχρέωσης. Εάν ο χρόνος ωρίμανσης είναι μεγαλύτερος από το χρόνο καταβολής της υποχρέωσης, τότε υφίσταται κίνδυνος κεφαλαίου, ενώ εάν είναι μικρότερος υφίσταται κίνδυνος εισοδήματος. Και στις 2 περιπτώσεις σημαντικό στοιχείο για την αποτίμηση του κινδύνου καθώς και για το εάν είναι συμφέρον αυτός να αναληφθεί, είναι το ύψος των επιτοκίων.

Πέραν της προαναφερθείσας κατηγοριοποίησης του κινδύνου, ο επενδυτικός κίνδυνος μπορεί να διαχωριστεί σε συστηματικό και μη-συστηματικό κίνδυνο.

Μη συστηματικός κίνδυνος είναι αυτός που προέρχεται από μία μεμονωμένη τοποθέτηση σε ένα επενδυτικό στοιχείο (π.χ. σε μία μετοχή). Ο εν λόγω κίνδυνος μπορεί να μειωθεί εάν το χαρτοφυλάκιο διαφοροποιηθεί κατάλληλα.

Ο **συστηματικός κίνδυνος**, αντίθετα δεν μπορεί να μειωθεί και είναι άμεσα συνδεδεμένος με γενικότερες εξελίξεις που δεν σχετίζονται με την επιμέρους κατάσταση του κάθε επενδυτικού σχεδίου, π.χ. μεταβολές επιτοκίων, πληθωρισμού, ύφεση κ.λ.π.

Ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, αποτελείται από έναν αριθμό διαφορετικών μετοχών. Η τιμή της μετοχής από τη θεωρία του χαρτοφυλακίου αντιμετωπίζεται ως τυχαία μεταβλητή η οποία έχει μέση τιμή (αναμενόμενη τιμή) και τυπική απόκλιση. Ο κάθε επενδυτής σκοπό έχει να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου του και να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο. Αυτό γίνεται με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, συμπεριλαμβάνοντας δηλαδή μεγαλύτερο αριθμό μετοχών σε αυτό.

2.3 Η Αποτελεσματικότητα των Αγορών

Η λειτουργία των αγορών χρεογράφων στηρίζεται σχεδόν αποκλειστικά στην ύπαρξη της πληροφορίας. Ο ορισμός της πληροφορίας στο Χρηματοοικονομικό γίνεσθαι και ιδιαίτερα σε αυτό που σχετίζεται με τις Κεφαλαιαγορές είναι ο ακόλουθος – Βελέντζας (2001):

“Πληροφορία είναι κάθε δεδομένο ή στοιχείο ή σύνολο δεδομένων ή στοιχείων, ικανό να μεταβάλλει τις απόψεις των επενδυτών, σχετικά με μια ή περισσότερες κινητές αξίες εισηγμένες στην αγορά. Η διάκριση μεταξύ δεδομένων ή στοιχείων και πληροφορίας αναφέρεται στη δυνατότητα της δεύτερης να γίνει αντιληπτή από τους επενδυτές και κατά συνέπεια αφού αξιολογηθεί από αυτούς να οδηγήσει σε συμπεράσματα. Δεν εμπίπτουν στον ορισμό της πληροφορίας δεδομένα ή στοιχεία, τα οποία δεν γίνονται καν αντιληπτά από τους επενδυτές είτε δεν έχουν την ικανότητα να τους οδηγήσουν σε εξαγωγή συμπερασμάτων”

Με βάση την ύπαρξη και τη διαθεσιμότητα της πληροφορίας, οι αγορές χαρακτηρίζονται ως αποτελεσματικές ή όχι.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αναφέρει ότι:

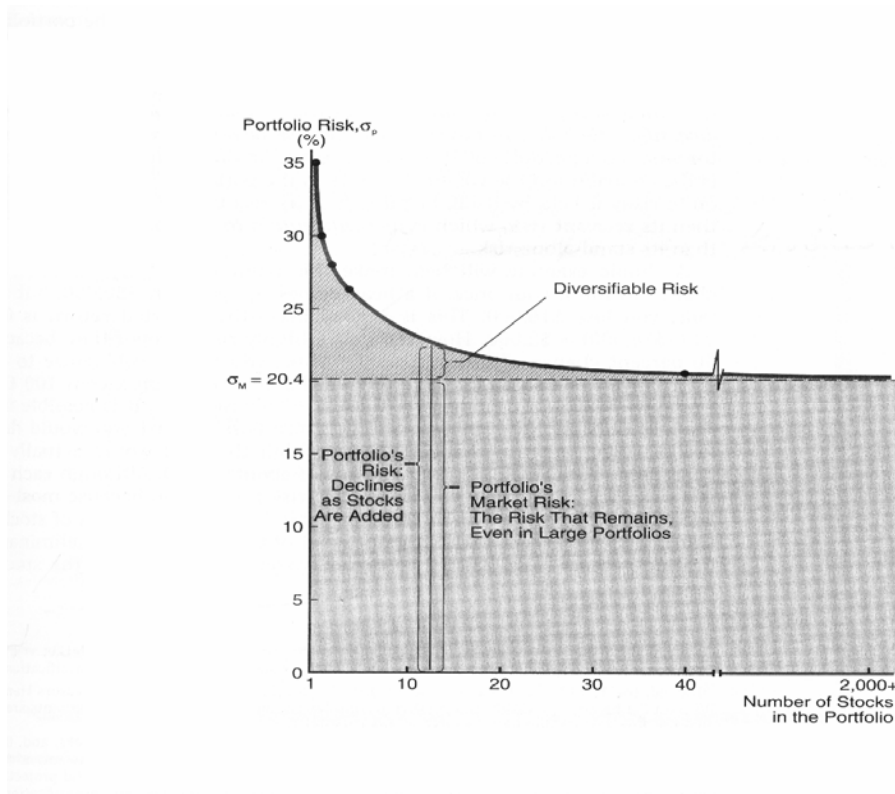
1. Όλοι οι επενδυτές γνωρίζουν το σύνολο των πληροφοριών.
2. Όλοι οι επενδυτές είναι καλοί γνώστες της αγοράς των μετοχών.
3. Το σύνολο των επενδυτών παρακολουθούν την πορεία των τιμών των μετοχών και μεταβάλλουν ανάλογα τις κινήσεις τους.
4. Το κόστος της πληροφορίας είναι μηδενικό

Ως αποτελεσματική αγορά ορίζεται εκείνη στην οποία η τιμή της κάθε μετοχής αντικατοπτρίζει την αξία της τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

2.4 Η Θεωρία του Χαρτοφυλακίου

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου σχετίζεται άμεσα με το μοντέλο Κεφαλαιακής Αποτίμησης (Capital Asset Pricing Model), το οποίο αρχικά προτάθηκε από τον Sharpe (1964). Θεωρείται ότι ακολουθεί τη θεωρία του Markowitz και αποτέλεσε μία απλή θεωρία για την αποτίμηση μετοχών για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Η θεωρία της κεφαλαιακής αποτίμησης CAPM αναφέρει ότι η αναμενόμενη απόδοση σε μία μετοχή πάνω από τα επίπεδα του διαφοροποιήσιμου κινδύνου (risk free rate) είναι ανάλογη με τον μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο (βλ. σχετικό διάγραμμα που ακολουθεί), ο οποίος μετράται από τη συνδιακύμανση της απόδοσης της εν λόγω μετοχής με ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο περιέχει όλες τις διαθέσιμες μετοχές σε μία αγορά.

Σχήμα 3: Κεφαλαιακή αποτίμηση CAPM



Μαθηματικά η σχέση της κεφαλαιακής αποτίμησης δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$K_s = R_F + (K_m - R_F) \text{ beta}$$

Όπου το beta δίνεται και αυτό με τη σειρά του από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{beta} = \frac{\sigma_{\alpha}}{\sigma_m} R_{\alpha,m}$$

Η θεωρία της κεφαλαιακής αποτίμησης στηρίζεται στις ακόλουθες 3 υποθέσεις – παραδοχές:

1. Η αγορά είναι απολύτως αποτελεσματική και δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών
2. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες υποκειμενικές εκτιμήσεις και προσδοκίες
3. Η θεωρία καταδεικνύει το γεγονός ότι οι επενδυτές προκειμένου να συμπεριλάβουν μετοχές με κίνδυνο αναζητούν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές.

2.5 Επιλογή του Χαρτοφυλακίου

Για την επιλογή του περισσότερο επιθυμητού χαρτοφυλακίου χρησιμοποιείται ευρέως η μέθοδος των καμπύλων αδιαφορίας, οι οποίες απεικονίζουν διαφορετικές περιπτώσεις επενδυτικού κινδύνου και απόδοσης. Οι καμπύλες αδιαφορίας απεικονίζουν σύμφωνα με την θεωρία του χαρτοφυλακίου του Markowitz (1952) τις ακόλουθες δύο αρχές:

1. Οι επενδυτές μεταξύ δύο όμοιων χαρτοφυλακίων θα επιλέξουν εκείνο με τη μεγαλύτερη απόδοση.
2. Με τον ίδιο τρόπο οι επενδυτές μεταξύ δύο χαρτοφυλακίων θα επιλέξουν αυτό με το μικρότερο κίνδυνο.

Για την επιλογή του βέλτιστου χαρτοφυλακίου πρέπει να σχεδιασθούν οι καμπύλες αδιαφορίας για τους επενδυτικούς συνδυασμούς και να επιλεγεί εκείνη που συνδυάζει τη μέγιστη απόδοση με το χαμηλότερο κίνδυνο. Αυτό συνήθως διαγραμματικά σημαίνει ότι θα πρέπει να επιλεγεί εκείνη η καμπύλη αδιαφορίας (και το αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο φυσικά) το οποίο βρίσκεται στη βορειοδυτική γωνία του διαγράμματος.

Η επιλογή του βέλτιστου χαρτοφυλακίου δεν αποτελεί μία απλή διαδικασία. Αντίθετα είναι μία πολύπλοκη εργασία με υψηλές υπολογιστικές απαιτήσεις. Και αυτό διότι θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το σύνολο των μετοχών, η μελέτη των χαρακτηριστικών και των στατιστικών στοιχείων τους (αποδόσεις, διακυμάνσεις, συνδιακυμάνσεις). Παράλληλα θα πρέπει να επιλεγεί και ο βέλτιστος αριθμός των μετοχών που θα απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο.

2.6 Θεσμικοί επενδυτές

Σημαντικό ρόλο στη λειτουργία των διεθνών χρηματαγορών διαδραματίζουν οι λεγόμενοι και «θεσμικοί επενδυτές», οι οποίοι διακινούν και διαχειρίζονται μεγάλα κεφάλαια. Η διακίνηση μεγάλων κεφαλαίων είναι φυσικό να απαιτούν προσεκτικές κινήσεις και υπολογισμούς, διότι σε διαφορετική περίπτωση οι κίνδυνοι και οι πιθανές απώλειες μπορεί να είναι τεράστιες. Με βάση αυτό το στοιχείο είναι γενικά αποδεκτό ότι ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών χαρακτηρίζεται γενικά από σταθερότητα και συντηρητικότητα και για το λόγο αυτό αντιμετωπίζουν λιγότερους προστατευτικούς περιορισμούς στις αγορές στις οποίες επιλέγουν να έχουν παρουσία. Ωστόσο πρόσφατες μελέτες έχουν καταδείξει ότι αυτό δεν είναι πάντα αλήθεια. Οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν συχνά σε αναδυόμενες αγορές, προκειμένου να αποκομίσουν γρήγορα κέρδη. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι σε πολλές περιπτώσεις, η έλευση των θεσμικών επενδυτών, αποτελεί από μόνη της γεγονός με δική του δυναμική και πιθανόν με δικούς του κανόνες τους οποίους φυσικά γνωρίζουν οι ίδιοι οι επενδυτές και όπως είναι αναμενόμενο χρησιμοποιούν προς ίδιο όφελος.

Οι Gabaix et al (2006) παρουσίασαν ένα οικονομικό μοντέλο στο οποίο η «ρευστότητα» μίας αγοράς με την έννοια της ευκολίας φυγής των κεφαλαίων προκαλείται από την παρουσία των θεσμικών επενδυτών. Έτσι μεγάλες βυθίσεις ή άνοδοι τόσο στον όγκο των συναλλαγών όσο και στις αποδόσεις των αγορών προκαλούνται από ένα συνδυασμό ειδήσεων και κινήσεων των μεγάλων θεσμικών επενδυτών.

2.7 Επένδυση σε Διεθνείς Αγορές

Στο πλαίσιο της Διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, η οποία αποτελεί και τη μόνη μέθοδο ελάττωσης των κινδύνων, η επένδυση σε αγορές πέραν των εθνικών συνόρων αποτελεί ενδεδειγμένη κίνηση, η οποία ακολουθείται από πολλούς επενδυτές, ειδικότερα τους αποκαλούμενους και θεσμικούς επενδυτές. Η κατανομή βέβαια των αποδόσεων των διεθνών χρηματαγορών δεν είναι ίδια για όλες τις περιοχές, κάτι βέβαια απολύτως αναμενόμενο. Έτσι για παράδειγμα, η Αμερικανική Αγορά κεφαλαίων αποτελεί μόνο το 35% της παγκόσμιας αγοράς. Ωστόσο οι αποδόσεις της ξεπερνούν αναλογικά τις άλλες περιοχές της υφελίου. Έτσι παρά το γεγονός ότι η αύξηση των αποδόσεων εμφάνισε ένα ποσοστό 17% για τη δεκαετία του 1980 και αναμένονταν μία σημαντική διόρθωση, κάτι τέτοιο δεν έγινε. Φυσικά το ότι παρουσιάστηκαν αυτά τα ποσοστά δεν σημαίνει επ ουδενί το ότι θα συνεχίσουν να εμφανίζονται και στο μέλλον.

Η επένδυση σε μία ξένη κεφαλαιαγορά έχει 2 συστατικά απόδοσης. Το 1^ο έχει να κάνει με την αύξηση των επιλεχθέντων αξιογράφων στην τοπική αγορά, το οποίο μπορεί να αποδώσει είτε κέρδη είτε απώλειες. Το 2^ο στοιχείο σχετίζεται με την πορεία των συναλλαγματικών ισοτιμιών της εν λόγω αγοράς αναφορικά με το νόμισμα της χώρας προέλευσης του κεφαλαίου, το οποίο επίσης μπορεί να οδηγήσει σε απώλειες και κέρδη. Ο συνδυασμός των 2 αυτών στοιχείων είναι σε θέση να αυξήσει περαιτέρω τα κέρδη, να επιδεινώσει παραπάνω τις απώλειες, αλλά και να εξισορροπήσει σε κάποιες περιπτώσεις απώλειες και κέρδη.

2.8 Οι Παράγοντες που Επηρεάζουν και Καθορίζουν τη Διεθνή Ροή Κεφαλαίων

Η απόφαση για την επένδυση σε συγκεκριμένα αξιόγραφα μίας ξένης αγοράς αποτελεί μία κίνηση για τη διενέργεια ή μη της οποίας κάποιοι παράγοντες παίζουν ρόλο. Σαφώς η προοπτική της κερδοφορίας είναι ο σημαντικότερος παράγοντας, αλλά όπως ειπώθηκε και πριν σε όλες τις επενδυτικές κινήσεις ο παράγοντας κίνδυνος είναι παρών και απειλητικός.

Οι Portes και Rey (2000) μελέτησαν τη ροή επενδυτικών κεφαλαίων μεταξύ 14 χωρών κατά το διάστημα 1989 – 1996 με τη μέθοδο της Gravity Analysis¹, προκειμένου να εντοπίσουν τους παράγοντες που διαμορφώνουν τις ροές αυτές. Το μοντέλο που ανέπτυξαν οι συγγραφείς περιελάμβανε μεταβλητές όπως την κεφαλαιοποίηση της αγοράς (market capitalisation), την απόσταση μεταξύ της χώρας πηγής και της χώρας αποδέκτη, ψευδομεταβλητές (dummy variables) για την απεικόνιση των διαθέσιμων πληροφοριών, την αποτελεσματικότητα των θεσμών και του νομικού συστήματος στη χώρα αποδέκτη, την πολυπλοκότητα των κεφαλαιαγορών, την αποτελεσματικότητα του νομικού συστήματος, τη χρηματοοικονομική παρουσία στη χώρα αποδέκτη οργανισμών της χώρας πηγής, καθώς και την «ανοικτότητα» (openness) μίας οικονομίας².

¹ Η εν λόγω εμπειρική – οικονομετρική μέθοδος στηρίζεται στο νόμο της Νευτώνειας Βαρύτητας και μελετά κάθε φορά τη ροή κεφαλαίων μεταξύ 2 χωρών με βάση χαρακτηριστικά τους και τη μεταξύ τους απόσταση, με τον ίδιο τρόπο που και η βαρυτική έλξη μεταξύ 2 σωμάτων εξαρτάται από τη μάζα τους και το τετράγωνο της μεταξύ τους απόστασης. Η εν λόγω μέθοδος έχει εφαρμοσθεί κατά κύριο λόγο στη μελέτη των εμπορικών ροών μεταξύ χωρών, καθώς και τη μελέτη των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων.

² Η ανοικτότητα (openness) ορίζεται ως το πηλίκο του αθροίσματος των εισαγωγών και των εξαγωγών προς το ΑΕΠ μίας χώρας

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έδειξαν ότι ένας σημαντικός παράγοντας που καθορίζει τις ροές κεφαλαίων σε μία χώρα είναι η κεφαλαιοποίηση της αγοράς³, αλλά και η απόσταση μεταξύ δύο χωρών, η οποία αντιμετωπίζεται ως μία μεταβλητή που προσομοιώνει (proxy) την ασυμμετρία πληροφόρησης. Αναφορικά με την τελευταία, τα αποτελέσματα της ανάλυσης καταδεικνύουν την σαφώς αρνητική επίδρασή της στις ροές κεφαλαίων. Παράλληλα η «ανοικτότητα» (openness) μίας οικονομίας διαδραματίζει ένα θετικό ρόλο στον καθορισμό των επενδυτικών κεφαλαίων, μαζί με τις μεταβλητές που προσομοιώνουν τη χρηματοοικονομική παρουσία μίας χώρας σε μία άλλη και την αποτελεσματικότητα του νομικού συστήματος.

Επιχειρώντας μία ερμηνευτική προσέγγιση στα αποτελέσματα της έρευνας φαίνεται ότι οι ροές των κεφαλαίων κατευθύνονται σε εκείνες τις αγορές, στις οποίες η κεφαλαιοποίηση είναι αρκετά αυξημένη, δηλαδή ένα μεγάλο μέρος των εταιρειών συμμετέχει ενεργά στην κεφαλαιαγορά το οποίο υποδηλώνει φυσικά μία ωριμότητα στη λειτουργία της τελευταίας.

Παράλληλα, οι παράγοντες που καταδεικνύουν το πόσο εξοικειωμένη είναι μία αγορά με το παγκόσμιο σύστημα, όπως η «ανοικτότητα», αποτελούν ενδείξεις μειωμένου κινδύνου και επομένως επιδρούν θετικά.

Η απόσταση με τη σειρά της έχει ένα σαφώς αρνητικό ρόλο, αφού καθώς αυτή αυξάνεται η δυνατότητα άντλησης πληροφοριών δυσχεραίνεται, με αποτέλεσμα παρά το γεγονός ότι μία αγορά μπορεί να μην έχει αυξημένους εγγενείς κινδύνους, να καθίσταται, λόγω απόστασης, δυνάμει επικίνδυνη για την τοποθέτηση κεφαλαίων.

Τέλος η πολυπλοκότητα (sophistication) μίας αγοράς καθώς και η αποτελεσματικότητα του νομικού συστήματος σχετίζονται αφενός με την ωριμότητα μίας αγοράς, αλλά και με αυτό που θα εξετασθεί στο επόμενο κεφάλαιο, δηλαδή την ομαλή και εποπτευόμενη λειτουργία της αγοράς βάσει κανόνων. Και σε αυτήν την περίπτωση, οι εν λόγω μεταβλητές έχουν μειωτική επίδραση στους κινδύνους που μπορεί να ενυπάρχουν και αντίστοιχα θετική επίδραση στην προσέλκυση κεφαλαίων.

³ Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ορίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των μετοχών σε μία αγορά με την τρέχουσα τιμή τους.

Σε μία παρόμοια έρευνα (επίσης με τη μέθοδο του Gravity Analysis) ο Al-Khail (2003) κατέληξε σε παρόμοια συμπεράσματα αναφορικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά, θετικά ή αρνητικά, τις ροές των επενδυτικών κεφαλαίων. Το σημαντικό όμως στοιχείο στην έρευνά του είναι ότι κατέληξε ότι όταν μεταξύ δύο χωρών υπάρχουν αυξημένες εμπορικές ροές, τότε αυτό λειτουργεί ως πηγή παροχής πληροφόρησης για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται και αυξημένες ροές κεφαλαίων στις κεφαλαιαγορές των χωρών αυτών. Τις ίδιες ακριβώς συνέπειες εμφανίζεται να έχει η αυξημένη παρουσία Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (Foreign Direct Investments) σε μία χώρα με τις τελευταίες να λειτουργούν ως παράγοντες μείωσης των πληροφοριακών ασυμμετριών. Αναφορικά δε με το ρόλο των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι πολλές φορές αναλαμβάνουν να παίξουν το ρόλο της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, αφού η παρουσία τους σε μία ξένη χώρα μέσω των δραστηριοτήτων τους, παρέχει τη δυνατότητα στους τοπικούς επενδυτές να τοποθετήσουν κεφάλαια σε μετοχές τους διαφοροποιώντας έτσι ουσιαστικά το χαρτοφυλάκιό τους με μετοχές ουσιαστικά μίας άλλης χώρας.

2.9 Επένδυση σε Αναδυόμενες Αγορές

Προκειμένου να επιτευχθεί η καλύτερη δυνατή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου πολλοί επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές που διαπραγματεύονται σε ξένες αγορές κεφαλαίου.

Παρά το γεγονός ότι οι περισσότεροι επενδυτές των αναπτυγμένων χωρών προτιμούν τις κεφαλαιαγορές των επίσης ανεπτυγμένων χωρών, όπως η Γερμανία, Η Ιαπωνία, ο Καναδάς και το Ηνωμένο Βασίλειο, πολλοί είναι αυτοί οι οποίοι έχουν διευρύνει τα χαρτοφυλάκιά τους περιλαμβάνοντας σε αυτά μετοχές εταιρειών που βρίσκονται π.χ. στη Ν. Κορέα, το Μεξικό, τη Ρωσία, τη Σιγκαπούρη, κ.λ.π.

Οι αναδυόμενες αγορές προσφέρουν ευκαιρίες για μεγαλύτερες αποδόσεις, ωστόσο είναι συνδεδεμένες με μεγαλύτερους κινδύνους. Για παράδειγμα την περίοδο Γιέλτσιν, όταν είχε διαπιστωθεί η επανεκλογή του, οι μετοχές σημείωσαν μέση άνοδο της τάξης του 150%. Ωστόσο σε άλλες αναδυόμενες αγορές, (π.χ. Ταϊβάν) άλλα γεγονότα οδηγούσαν τις μετοχές σε κάθετη πτώση.

Οι μετοχές των χωρών στις αναδυόμενες αγορές προκαλούν για 2 κυρίως λόγους. Καταρχήν οι αναπτυσσόμενες χώρες επιδεικνύουν μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης και επομένως είναι δυνατόν να παρέχουν αυξημένα κέρδη.

Ο δεύτερος λόγος έχει να κάνει με τη συσχέτιση των χρηματαγορών των ανεπτυγμένων χωρών. Είναι παρατηρημένο ότι οι κεφαλαιαγορές των ανεπτυγμένων χωρών κινούνται με κάποιο είδος συγχρονισμού, γεγονός το οποίο όμως δεν παρατηρείται και μεταξύ των αγορών κεφαλαίου των ανεπτυγμένων χωρών και αυτών των αναπτυσσόμενων χωρών. Ως απόρροια αυτού είναι το ότι οι αναδυόμενες αγορές προσφέρουν ευκαιρίες για πραγματική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Δεν πρέπει να λησμονείται όμως το γεγονός ότι οι μετοχές αυτές εμπεριέχουν αυξημένους κινδύνους, είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμες, συνοδεύονται από μεγαλύτερα έξοδα διαχείρισης, ενώ οι παρεχόμενη πληροφόρηση αναφορικά με τις αντίστοιχες αγορές δεν μπορεί να συγκριθεί με την αντίστοιχη που παρέχεται από τις ανεπτυγμένες αγορές. Είναι όμως σημαντικό να αναφερθεί το ότι για τους λόγους αυτούς έχουν δημιουργηθεί και ειδικά κεφάλαια, τα λεγόμενα και country funds τα οποία και επενδύουν σε ομάδες (basket of stocks) μετοχών σε περιοχές με αναδυόμενες οικονομίες.

Γενικά κατά την επένδυση σε αναδυόμενες αγορές κυρίως από θεσμικούς επενδυτές, οι παράγοντες οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη είναι οι ακόλουθοι (Συριόπουλος 1999):

- Η πολιτική σταθερότητα
- Το ρυθμιστικό πλαίσιο
- Η προοπτική ανάπτυξης της οικονομίας
- Η πρόοδος στην απελευθέρωση του εμπορίου
- Η απελευθέρωση της αγοράς των κεφαλαίων
- Το ύψος των αποθεμάτων σε συνάλλαγμα
- Η πρόοδος των ιδιωτικοποιήσεων

- Η ύπαρξη επαρκούς πληροφόρησης
- Η απελευθέρωση περιφερειακών συναλλαγών
- Η μεταβλητότητα των αγορών

2.10 Τα Οφέλη από τη Διεθνή Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου

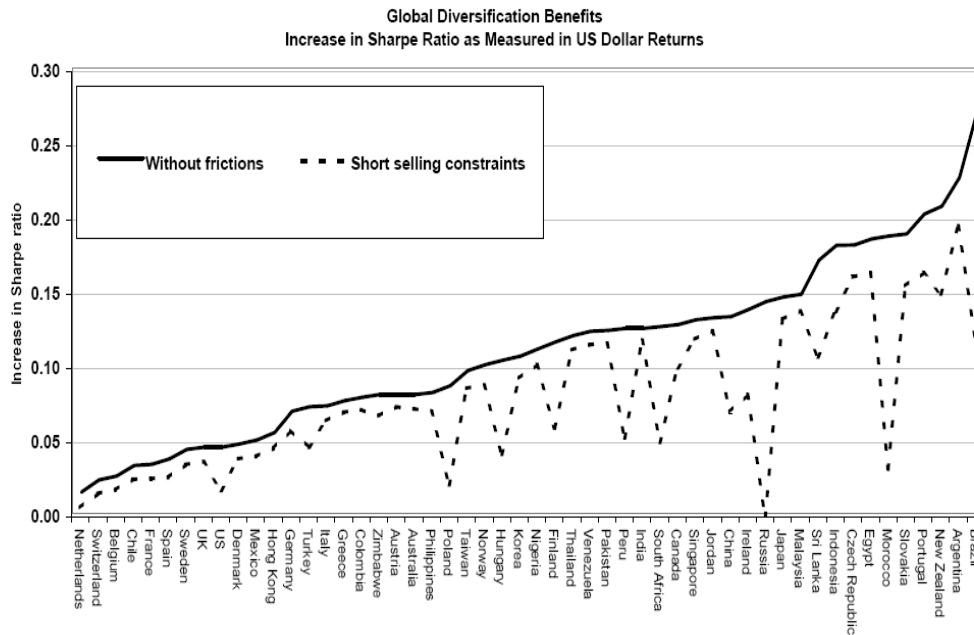
Οι Driessen et al (2005) χρησιμοποίησαν χρηματιστηριακές τιμές από 52 χώρες και για μία χρονική περίοδο από το 1985 έως το 2002. Οι συγγραφείς υπολογίζουν το οικονομικό όφελος της διαφοροποίησης χρησιμοποιώντας το δείκτη Sharpe (βλ. σχετικά το διάγραμμα που ακολουθεί)⁴. Τα αποτελέσματα της ανάλυσής τους δείχνουν ότι στην περίπτωση που δεν υπάρχουν περιορισμοί βραχυπρόθεσμων κινήσεων (short sales constraints), υπάρχουν μεγάλα και στατιστικά σημαντικά οφέλη διαφοροποίησης για τους επενδυτές σε όλες σχεδόν τις χώρες είτε όταν οι αποδόσεις μετρώνται στο τοπικό νόμισμα είτε όταν απεικονίζονται σε δολάρια. Έτσι εμφανίζεται ότι ο δείκτης Sharpe αυξάνεται από 10% σε 21 %. Τα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση εμφανίζονται να είναι σαφώς μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα της διαφοροποίησης σε μία μόνο χώρα.

Όταν η ανάλυση υποθέτει την ύπαρξη των περιορισμών των περιορισμών στις βραχυπρόθεσμες πωλήσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες, τα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου δεν επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό. Όταν όμως η ανάλυση υποθέτει την ύπαρξη αυτών των περιορισμών στο σύνολο των χωρών, τα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση εμφανίζονται να είναι σαφώς μειωμένα. Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα

⁴ Ο δείκτης Sharpe ορίζεται ως η ετήσια απόδοση από αξιόγραφα της χώρας που δέχεται μία επένδυση κατά μέσο όρο προς την τυπική απόκλιση των αποδόσεων την ίδια χρονική περίοδο.

Συνεχίζοντας την ανάλυση, αποδεικνύεται ότι το όφελος από τη διεθνή διαφοροποίηση είναι μεγαλύτερο για τις αναπτυσσόμενες χώρες και ιδιαίτερα αυτές που χαρακτηρίζονται χώρες υψηλού κινδύνου (high risk countries). Το συγκεκριμένο εύρημα είναι συνεπές με το γεγονός ότι οι εν λόγω αγορές παρουσιάζουν μικρότερο βαθμό ολοκλήρωσης με τις διεθνείς χρηματαγορές.

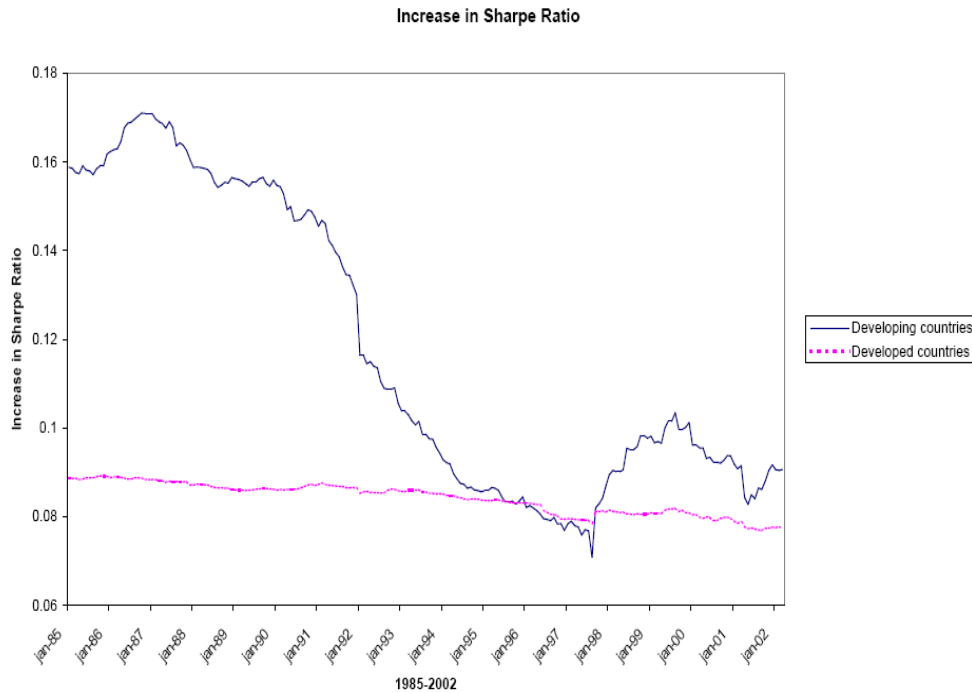
Σχήμα 4: Τα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου σε αναδυόμενες αγορές



Οι συγγραφείς συνεχίζουν την ανάλυσή τους στη μελέτη της επίδρασης του χρόνου πάνω στα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση του Χαρτοφυλακίου. Για την πλειοψηφία των χωρών η ανάλυση και τα επαγόμενα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο χρόνος επιδρά μειωτικά στα οφέλη της διαφοροποίησης, το οποίο σχετίζεται με την αύξηση της συσχέτισης των τοπικών αποδόσεων με αυτές των άλλων και ειδικά των ώριμων αγορών, κάτι που συνεπάγεται μείωση των διακυμάνσεων μεταξύ των τοπικών δεικτών των χρηματαγορών. Αυτό φαίνεται και στο επόμενο διάγραμμα το οποίο απεικονίζει τη μεταβολή του Sharpe ratio (ως δείκτη για τα οφέλη της διαφοροποίησης) σε συνάρτηση με το χρόνο. Η απότομα καθοδική καμπύλη αφορά στις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ η ελαφρά καθοδική αφορά στις ανεπτυγμένες χώρες.

Έτσι για το διάστημα από το 1985 μέχρι το 2002 φαίνεται ότι ο δείκτης μειώνεται κατακόρυφα στις αναπτυσσόμενες αγορές, κάτι το οποίο οφείλεται στη διαδικασία της σταδιακής συνδιακύμανσης και ολοκλήρωσης με την πορεία της παγκόσμιας αγοράς.

Σχήμα 5: Μεταβολή του Sharpe ratio (ως δείκτη για τα οφέλη της διαφοροποίησης) σε συνάρτηση με το χρόνο



2.11 Παγκοσμιοποίηση και Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου

Η επίδραση της παγκοσμιοποίησης πάνω στη Διαφοροποίηση του Χαρτοφυλακίου μπορεί να εξετασθεί στις ακόλουθες παραμέτρους.

Κόστος Κεφαλαίου

Εάν υποθεθεί ότι μία αναδυόμενη αγορά είναι απολύτως διαχωρισμένη από την παγκόσμια αγορά, η αναμενόμενη απόδοση για μία επιχείρηση από τη συγκεκριμένη αγορά θα εξαρτάται από τα τοπικά επίπεδα κινδύνου. Πριν από την απομάκρυνση των ελέγχων στα εισερχόμενα κεφάλαια, οι μετοχές που θα διαπραγματεύονται στις Αναδυόμενες Αγορές θα ανήκουν αποκλειστικά στους τοπικούς επενδυτές. Εάν αυτοί οι περιορισμοί απομακρυνθούν και επιτραπεί η είσοδος χαρτοφυλακίων από άλλες χώρες με αποτέλεσμα την εκκίνηση της διαδικασίας ολοκλήρωσης, η αναμενόμενη απόδοση θα εξαρτάται από τα παγκόσμια επίπεδα κινδύνου. Θα είναι λογικό να αναμένεται ότι οι τιμές των διεθνών επιπέδων κινδύνου να είναι χαμηλότερες από τις αντίστοιχες τοπικές, ειδικά όταν αναφέρεται κανείς σε αναδυόμενες αγορές.

Επομένως, η αναμενόμενη απόδοση (ουσιαστικά το κόστος κεφαλαίου) μίας μετοχής από μία αρχικά απομονωμένη αγορά, σταδιακά θα μειώνεται λόγω ακριβώς της διαδικασίας ολοκλήρωσης, η οποία οφείλεται στην παγκοσμιοποίηση.

Εάν οι περιορισμοί στην έξοδο των κεφαλαίων δεν είναι αποτελεσματικοί, οι επενδυτές των αναδυόμενων αγορών, θα κρατούν σημαντικά ποσά ξένων μετοχών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι μετοχές της εν λόγω αγοράς θα αποτιμούνται με βάση τόσο τους τοπικούς κινδύνους αλλά και αυτούς της παγκόσμιας αγοράς. Η απομάκρυνση των περιορισμών στην είσοδο κεφαλαίων, θα οδηγήσει στην αποτίμηση με βάση μόνο τα παγκόσμια επίπεδα κινδύνου, δηλαδή θα εξαιρεθεί εκείνο το ποσοστό κινδύνου που αντιστοιχεί στην τοπική αγορά. Αυτό επομένως θα οδηγήσει στη μείωση του κόστους κεφαλαίου για τις μετοχές.

Αναφορικά με το κόστος του κεφαλαίου, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι θα επηρεασθεί σε μεγάλο βαθμό και από τις ασυμμετρίες που σχετίζονται με την πληροφόρηση. Είναι λογικό να υποθεθεί ότι οι τοπικοί επενδυτές διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση για τις τοπικές μετοχές από ότι κάποιοι ξένοι. Η συγκεκριμένη πληροφοριακή ασυμμετρία οδηγεί στην παρατηρούμενη μεροληψία υπέρ των μετοχών της τοπικής αγοράς η οποία οδηγεί σε υψηλότερο κόστος από ότι εάν αυτές οι πληροφοριακές ασυμμετρίες δεν υπήρχαν.

Όταν οι αγορές εκκινούν τη διαδικασία ολοκλήρωσής τους με την παγκόσμια αγορά, η αυξημένη ποσότητα, αλλά και ποιότητα πληροφοριών που απαιτούνται από τους ξένους επενδυτές (όπως για παράδειγμα η πληροφόρηση που χρειάζεται για τη διαπραγμάτευση στις αγορές των ΗΠΑ – US reporting), εξαλείφει τις υπάρχουσες πληροφοριακές ασυμμετρίες και θα μειώσει αισθητά το κόστος του κεφαλαίου.

Ο Merton (1987) μελέτησε τη διάσπαση της αγοράς η οποία προέρχεται από την ατελή πληροφόρηση και έδειξε ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις μειώνονται με το μέγεθος της βάσης των επενδυτών λόγω της περισσότερο αποδοτικής διανομής του κινδύνου. Η παγκοσμιοποίηση όχι μόνο θα επιδρούσε στην βάση των επενδυτών, αλλά θα άλλαζε και τη σύνθεση των επενδυτών. (τοπικούς σε σχέση με ξένους). Η επίδραση της αλλαγής στη βάση των επενδυτών – και περισσότερο η αλλαγή στη σύνθεσή τους – είναι κριτική από τη στιγμή που οι τοπικές μετοχές θα αποτιμούνται περισσότερο ευνοϊκά από τους ξένους επενδυτές.

Συμπερασματικά η ουσία για τη μεταβολή του κόστους κεφαλαίου βρίσκεται στην αλλαγή του τρόπου αποτίμησης την οποία αποφέρει η παγκοσμιοποίηση.

Αξιολόγηση Επενδυτικών Προγραμμάτων (Project Evaluation)

Το άνοιγμα των αγορών αποτελεί και το έναυσμα για την καλύτερη λειτουργία των αγορών λόγω της επίδρασης των ξένων επενδυτών. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί και σε καλύτερη αναζήτηση στόχων για την κατανομή των κεφαλαίων μέσω της παροχής αξιόπιστων σημείων τα οποία δεν θα ήταν δυνατόν να ερμηνευθούν σωστά σε μία κλειστή και τμηματοποιημένη αγορά. Σε μία κλειστή αγορά, το κόστος του κεφαλαίου αλλά και ο αριθμός των παραγόντων που λαμβάνουν μέρος στη διαμόρφωση του κόστους αυτού είναι αυξημένος σε σχέση με τον αριθμό των παραγόντων που θα υπήρχε στην περίπτωση μίας αγοράς ενσωματωμένης στο παγκόσμιο σύστημα. Η διαδικασία της απόφασης χρειάζεται την ταυτοποίηση των σχετικών παραγόντων, καθώς και την έκθεση του κάθε Project σε αυτούς τους παράγοντες. Αυτό είναι πάρα πολύ δύσκολο να γίνει σε μία αγορά χωρίς βάθος και κυρίως χωρίς την ύπαρξη παραδειγμάτων ή εναλλακτικών λύσεων για σύγκριση. Από την άλλη πλευρά σε μία ανοικτή και ολοκληρωμένη αγορά, οι τοπικοί επενδυτές μπορούν να ωφεληθούν από τη γνώση των αντίστοιχων διεθνών επενδυτών αναφορικά με την εντοπισμό και την εκτίμηση επενδυτικών σχεδίων.

Το όφελος του επενδυτή και η διαφοροποίηση

Σε περίπτωση κατάργησης των ελέγχων στις ροές κεφαλαίων, οι τοπικοί επενδυτές είναι σε θέση να αποκτήσουν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται σε όλη την υφήλιο, κάτι το οποίο δεν μπορεί να επιτευχθεί όταν ένα χαρτοφυλάκιο περιέχει μόνο μετοχές της τοπικής αγοράς.

Παρά το γεγονός της ύπαρξης των θετικών στοιχείων τα οποία συνδέονται με τη διαφοροποίηση σε διεθνές επίπεδο ενός χαρτοφυλακίου, υπάρχουν και πολλές επιφυλάξεις αναφορικά με πιθανές αρνητικές συνέπειες μίας τέτοιου είδους διαφοροποίησης. Αυτές οι αρνητικές πλευρές του θέματος περιγράφονται στη συνέχεια.

Αύξηση της συσχέτισης με τις διεθνείς αγορές.

Όπως ειπώθηκε και παραπάνω, η ολοκλήρωση μίας αγοράς και ειδικά μίας αναδυόμενης αγοράς, με το παγκόσμιο σύστημα σημαίνει ότι η αγορά αυτή θα ακολουθεί κατά μία έννοια και τις παγκόσμιες κινήσεις. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι μία κίνηση σημαντικού μεγέθους σε μία αγορά επηρεάζει με τη σειρά της και άλλες αγορές. Αυτό είναι ένα γεγονός το οποίο έχει βιωθεί σε μεγάλο βαθμό και με σημαντικές συνέπειες κατά τις τελευταίες 2 δεκαετίες. Ωστόσο είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι υπάρχουν αγορές οι οποίες παρά το γεγονός ότι παρουσιάζουν ένα μεγάλο βαθμό ολοκλήρωσης με το παγκόσμιο σύστημα, δεν είναι συσχετισμένες, έτσι ώστε κινήσεις σε άλλες αγορές να μεταδίδονται αυτόματα σε αυτές.

Πτητικότητα των Κεφαλαίων

Είναι παραδεκτό ότι τα διεθνή κεφάλαια τα οποία εισέρχονται σε μία συγκεκριμένη αγορά, χαρακτηρίζονται από μία ευκολία μετακίνησης.

2.12 Διεθνοποίηση Χαρτοφυλακίου και Ρευστότητα

Οι Levine και Schmukler (2006) εξέτασαν ένα σύνολο 2900 επιχειρήσεων από 45 διαφορετικές χώρες, προκειμένου να μελετήσουν την επίδραση της διεθνούς δραστηριοποίησης στην ρευστότητα της τοπικής αγοράς. Εφαρμόζοντας την οικονομετρική ανάλυση στο επιλεγθέν δείγμα κατέληξαν στο γεγονός ότι η διεθνοποίηση έχει αρνητική επίδραση στη ρευστότητα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Όταν οι μετοχές μίας επιχείρησης διαπραγματεύονται και σε αγορές πέραν των εθνικών συνόρων, παρατηρείται το φαινόμενο της μετανάστευσης ρευστότητας στη διεθνή αγορά. Το γεγονός αυτό οδηγεί στην άντληση ρευστότητας από την τοπική αγορά, στοιχείο το οποίο υποδηλώνει την ύπαρξη του φαινομένου της «διάχυσης» ρευστότητας στις κεφαλαιαγορές (spillover).

Παράλληλα, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι αυτή δεν είναι η μόνη συνέπεια. Έτσι υπάρχουν ενδείξεις ότι ακόμα και εάν ληφθούν μέτρα για τη μετανάστευση της ρευστότητας, παρατηρείται ότι συνολικά η ρευστότητα μίας αγοράς επηρεάζεται αρνητικά από τον όγκο των συναλλαγών των ξένων και ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών. Αυτό αποτελεί σαφώς μία αρνητική συνέπεια της διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών και εγείρει σημαντικά θέματα κατανομής και δράσης των κεφαλαίων.

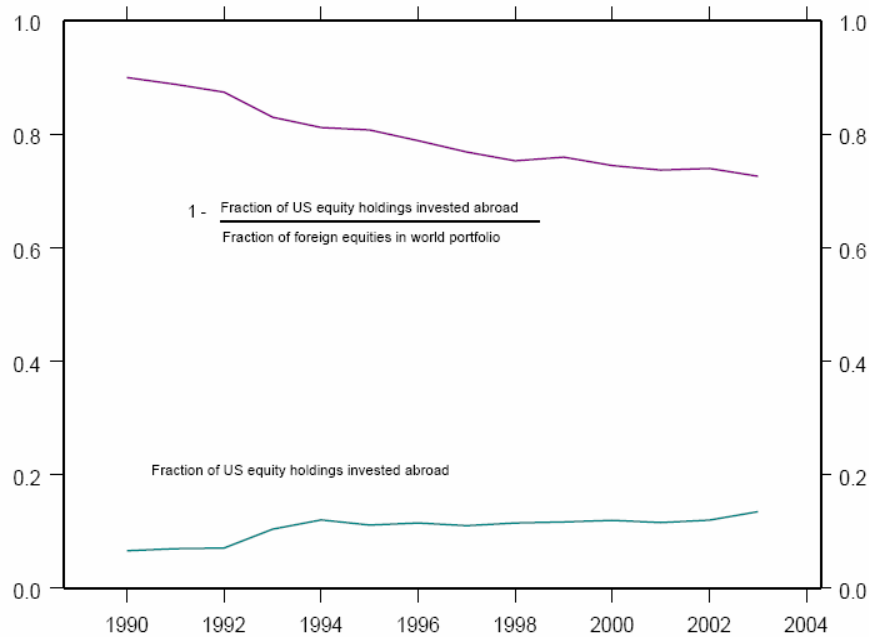
Αυτό αποτελεί και ένα είδος εξήγησης και επιβεβαίωσης του φαινομένου που περιγράφηκε στο 1^ο κεφάλαιο και είχε να κάνει με τη μειωμένη ροή κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες αγορές.

2.13 Διεθνοποίηση Χαρτοφυλακίου. Ο ρόλος της Πληροφόρησης.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών έχει παρατηρηθεί μία αξιοσημείωτη αύξηση στις διεθνείς ροές κεφαλαίων. Θα ήταν επομένως αναμενόμενο ότι και τα χαρτοφυλάκια θα χαρακτηρίζονται σε μεγάλο βαθμό από διεθνή διαφοροποίηση. Αυτό όμως δεν συμβαίνει τουλάχιστον στο βαθμό που θα περίμενε κανείς.

Ο J. C Hatchondo (2005), αναφερόμενος σε στοιχεία των ΗΠΑ, επισημαίνει το γεγονός ότι στο τέλος του 2003 οι ξένες μετοχές που βρίσκονταν στα χαρτοφυλάκια πολιτών των ΗΠΑ αφορούσαν στο 13.5% των συνολικών μετοχών που βρίσκονταν στα χέρια τους. Αυτό απεικονίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα στο οποίο παριστάνεται γραφικά η μεταβολή με το χρόνο του ποσοστού των ξένων μετοχών στο συνολικό χαρτοφυλάκιο των κατοίκων των ΗΠΑ.

Σχήμα 6: Μεταβολή με το χρόνο του ποσοστού των ξένων μετοχών στο συνολικό χαρτοφυλάκιο των κατοίκων των ΗΠΑ



Το ποσοστό είναι σαφώς μεγαλύτερο κατά τη δεκαετία του 2003 από εκείνο της δεκαετίας του 1980, αλλά εξακολουθεί να παραμένει χαμηλότερο από αυτό που προβλέπει η θεωρία της διεθνούς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου.

Έτσι για παράδειγμα, σύμφωνα με τη θεωρία της Κεφαλαιακής Αποτίμησης (CAPM) προβλέπει ότι η σύνθεση θα πρέπει να ταυτίζεται με τη σύνθεση του παγκόσμιου χαρτοφυλακίου. Επομένως κατά το 2003 οι αμερικανοί επενδυτές θα έπρεπε να διαθέτουν χαρτοφυλάκια στα οποία το 50% να ανήκει σε ξένες μετοχές. Το χαμηλό επίπεδο επενδύσεων σε ξένα στοιχεία είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ως «home equity bias» και αρχικά διατυπώθηκε από τους French και Poterba (1991).

Όπως δείχνουν τα στοιχεία η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου δεν έχει προχωρήσει σε ικανοποιητικό βαθμό. Για την εξήγηση του φαινομένου έχουν προταθεί πολλές διαφορετικές ερμηνείες. Η ύπαρξη τοπικών ρυθμίσεων οι οποίες περιορίζουν ή εμποδίζουν τοπικούς επενδυτές στο να επενδύσουν σε ξένες αγορές, ή οι κανονισμοί μερικών χωρών οι οποίες απαγορεύουν σε ξένους επενδυτές την κατοχή ποσοστών σε εγχώριες επιχειρήσεις, μεγαλύτερων από ορισμένα όρια, το κόστος συναλλαγών (transaction cost) , αλλά και οι ρευστές συναλλαγματικές ισοτιμίες οι οποίες εισάγουν ένα πρόσθετο παράγοντα αβεβαιότητας, είναι μόνο μερικοί από τους παράγοντες οι οποίοι καλούνται να ερμηνεύσουν τη χαμηλή διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων.

Ο J. C Hatchondo (2005), σε μια σχετική του μελέτη μελετά το εν λόγω φαινόμενο και προτείνει ένα νέο μοντέλο, το οποίο στηρίζει την ερμηνευτική του στην ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει σε μία αγορά. Πιο συγκεκριμένα, ο συγγραφέας αναφέρει ότι οι τοπικοί επενδυτές μπορεί να μην έχουν κάποιο πλεονέκτημα έναντι των αντίστοιχων ξένων αναφορικά με την πρόβλεψη της απόδοσης της τοπικής αγοράς, αλλά απολαμβάνουν ένα μοναδικό πλεονέκτημα που σχετίζεται με τον εντοπισμό των καλύτερων επενδυτικών ευκαιριών. Αυτό σχετίζεται με το γεγονός ότι υπάρχει διαφορά στην πληροφόρηση μεταξύ ξεχωριστών επιχειρήσεων (την οποία έχουν οι τοπικοί επενδυτές) και της πληροφόρησης για μεγαλύτερες οντότητες όπως η πορεία ενός χρηματιστηρίου (πληροφόρηση την οποία έχουν οι ξένοι επενδυτές).

2.14 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου και Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση

Παράλληλα με την τάση για τη διεθνοποίηση των αγορών, υπάρχει και μία σύγχρονη τάση για περιφερειακή ολοκλήρωση. Η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα μίας τέτοιας διαδικασίας ολοκλήρωσης.

Σύμφωνα με τον Fratzscher (2001) η διεργασία της Ευρωπαϊκής Ενοποίησης έχει αυξήσει το βαθμό ολοκλήρωσης, συγκεκριμένα ιδιαίτερα σε χώρες που έχουν υιοθετήσει το Ευρώ και της επαγόμενης εξάλειψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ωστόσο ακόμα και στην περίπτωση της Ευρωζώνης υπάρχουν πάμπολλα εμπόδια για την επίτευξη της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, λόγω κυρίως της ύπαρξης διαφορετικών νομοθεσιών φορολόγησης. Για το λόγο αυτό, στην Ευρωπαϊκή Ένωση παρατηρούνται διαφορετικοί ρυθμοί ολοκλήρωσης ανάμεσα στις χρηματιστηριακές αγορές και τις τραπεζικές αγορές ή αυτές των αγορών ομολόγων. Οι Adam et al (2002) αναφέρουν σχετικά ότι από την ανάλυση των διαφορών στο νομικό και θεσμικό σύστημα των χωρών της ΕΕ προκύπτουν μεγάλες και επίμονες διαφορές στο φορολογικό και στο νομικό σύστημα. Αυτές οι αλλαγές αποτελούν ένα σοβαρό εμπόδιο για τη μελλοντική χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των αγορών.

Οι δείκτες ολοκλήρωσης των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηριακών Αγορών, ωστόσο δείχνουν έναν αυξανόμενο βαθμό ολοκλήρωσης στη ζώνη του Ευρώ. Οι Adam et al (2002) αναφέρουν ότι από τη μελέτη δεικτών που βασίζονται στη σύνθεση των διεθνών χαρτοφυλακίων των διεθνών επενδυτών φαίνεται ότι τα κεφάλαια κινήθηκαν προς περισσότερο διεθνοποιημένες αγορές και στρατηγικές. Αυτό μεταξύ άλλων ερμηνεύεται από το γεγονός ότι η αυξημένη ολοκλήρωση συνεπάγεται λιγότερες ευκαιρίες διαφοροποίησης στα πλαίσια της ευρωζώνης. Η ολοκλήρωση θέτει συγκεκριμένες προκλήσεις. Οδηγεί στην αύξηση του ανταγωνισμού, στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, αλλά και στην σύνδεση των επιμέρους αγορών των χωρών που προχωρούν στη διαδικασία της ολοκλήρωσης.

Οι Coeurdacier και Gibaud (2005) εφάρμοσαν την οικονομετρική ανάλυση, προκειμένου να μελετήσουν κατά πόσο προτιμάται η επένδυση σε αγορές, οι οποίες έχουν διαφορετική πορεία (μη συσχετισμένες), για λόγους διαφοροποίησης και προφύλαξης από τον αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο.

Τα αποτελέσματά τους κατέδειξαν στο αρχικό τους στάδιο, ότι οι βασικές αρχές της θεωρίας διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου δεν φαίνεται να ισχύουν σε αυτήν την περίπτωση. Η πλειοψηφία των επενδύσεων έδειχναν ότι κατευθύνονταν σε αγορές, η πορεία των οποίων, ήταν σε μεγάλο βαθμό συσχετισμένη. Με αυτόν τον τρόπο η δυνατότητα κάλυψης από τους κινδύνους (hedge) η οποία αποτελεί και τη βασική ιδέα πίσω από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου δεν αποτελεί κίνητρο για τους επενδυτές.

Εισάγοντας στα μοντέλα συσχέτισης μεταβλητές οι οποίες απεικονίζουν την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, οι συγγραφείς βρήκαν ότι σε μεγάλο βαθμό η συσχέτιση που παρατηρείται στη συνδιακύμανση των αποδόσεων μεταξύ διαφορετικών αγορών, οφείλεται στο γεγονός της ίδιας της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης.

Οι Khail et al. (2001) μελέτησαν με τη σειρά τους την επίδραση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης στις Διεθνείς Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου. Προσπαθώντας να ερμηνεύσουν το φαινόμενο του “home bias”, δηλαδή τη συγκέντρωση επενδυτικών κεφαλαίων σε αξιόγραφα της τοπικής αγοράς, σε βαθμό μεγαλύτερο από αυτόν που καταδεικνύει η θεωρία της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, πρότειναν 2 βασικές εξηγήσεις τις οποίες στη συνέχεια προσπάθησαν να επαληθεύσουν εμπειρικά.

Η πρώτη από αυτές αναφέρεται στην ύπαρξη ακόμα φαινομένων αδράνειας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ως αποτέλεσμα του ότι μέχρι πρόσφατα οι αγορές αυτές υπόκειντο σε σοβαρούς θεσμικούς περιορισμούς. Και παρά το γεγονός ότι εν πολλοίς οι εν λόγω περιορισμοί είτε έχουν καταργηθεί είτε χαλαρώσει, οι επαγόμενες αλλαγές δεν βιώνονται από τη μία μέρα στην άλλη. Μία διαφορετική προσέγγιση στο θέμα σχετίζεται με το γεγονός ότι η έλλειψη διεθνούς διαφοροποίησης οφείλεται στην ύπαρξη βαθύτερων προβλημάτων πληροφόρησης. Έτσι για παράδειγμα, όπως αναφέρουν και οι Tesar et al (1995) οι Καναδοί επενδυτές είχαν μεγαλύτερα ποσοστά αμερικανικών αξιογράφων στα χαρτοφυλάκιά τους, από ότι Γερμανικά οι Ιαπωνικά αξιόγραφα αντίστοιχα, παρά τα οφέλη της διαφοροποίησης που θα προέκυπταν από την επένδυση σε αυτά και ακόμη παρά τις μεγαλύτερες αποδόσεις που θα συνεπάγονταν αυτές οι επενδυτικές τοποθετήσεις.

Τέλος μία διαφορετική εξήγηση σχετίζεται, όπως έχει αναφερθεί και προηγουμένως, με τη μείωση του κινδύνου που προέρχεται από τη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η οποία στην περίπτωση της ολοκλήρωσης μειώνεται σημαντικά, ενώ εξαλείφεται πλήρως στην περίπτωση μίας νομισματικής ένωσης.

Με βάση αυτές τις 2 πιθανές εξηγήσεις, οι Khail et al (2001) μελέτησαν και ανέλυσαν δεδομένα από τις Φινλανδικές επενδύσεις χαρτοφυλακίων, προκειμένου να καταλήξουν ποια από τις προαναφερθείσες ερμηνείες εξηγείται από την εμπειρική ανάλυση. Τα δεδομένα τους αναφέρονται σε μία περίοδο 1 έτους και πιο συγκεκριμένα από το Δεκέμβριο το 1997 μέχρι το Δεκέμβριο του 1998.

Στην περίοδο που μελετήθηκε υιοθετήθηκε το κλείδωμα των ισοτιμιών των νομισμάτων που θα μετείχαν στο Ευρώ. Παράλληλα η έρευνα αφορούσε σε δεδομένα για επενδύσεις σε 29 χώρες, μεταξύ των οποίων 13 ευρωπαϊκές, 9 ασιατικές και τις 2 της Βορείου Αμερικής.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης κατέδειξαν ότι κατά την υπό μελέτη περίοδο, τα επίπεδα επενδύσεων χαρτοφυλακίου αυξήθηκαν στις Ευρωπαϊκές Αγορές και ιδιαίτερα στις χώρες του Ευρώ, με παράλληλη μείωση στις υπόλοιπες περιοχές του κόσμου υπό μελέτη. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι οι αυξήσεις στις επενδύσεις στη Γερμανία ήταν της τάξης του 160%, στη Γαλλία 170% και στην Ολλανδία 270%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

3.1 Εισαγωγή

Η θέσπιση κανόνων λειτουργίας είναι ουσιώδης για κάθε μορφή οργάνωσης, ειδικά όσο αυτή γίνεται πολύπλοκη και εμφανίζει τάση εξάπλωσης και επέκτασης. Στο διεθνές σύστημα γενικότερα υφίσταται μία τάση για τη θέσπιση κανόνων σαν μία προσπάθεια σταδιακής δημιουργίας ενός πλαισίου κοινής αντιμετώπισης θεμάτων και δεν περιορίζεται μόνο σε οικονομικά σχετιζόμενους τομείς (εμπόριο, βιομηχανία) αλλά και σε άλλους όπως το περιβάλλον, χωρίς να λησμονούνται και οι διεθνείς συμβάσεις σε θέματα όπως οι εξοπλισμοί, ή οι πολεμικές ενέργειες. Συνάγεται επομένως ότι στους τομείς της οικονομίας και ειδικότερα ό,τι σχετίζεται με τις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων, η τάση για τη διεθνή εναρμόνιση θα λαμβάνει χώρα σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό.

3.2 Οι κυριότερες Ιστορικές Δυνάμεις Πίσω από τη Μορφοποίηση των Χρηματοοικονομικών Εποπτικών Αρχών

A. Χρηματοοικονομική Αστάθεια

Το μεγαλύτερο μέρος της δομής των κανόνων εποπτείας αφορά σε κανόνες οι οποίοι τέθηκαν σε ισχύ προκειμένου να αντιμετωπισθούν οι διάφορες κρίσεις. Έτσι για παράδειγμα στη δεκαετία του 1860, προβλήματα χρηματοδότησης του Εμφυλίου Πολέμου στην Αμερική, οδήγησαν το Κογκρέσο στο να θεσπίσει το εθνικό Τραπεζικό Σύστημα, ενώ καθόρισε και τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες οι τράπεζες θα εξέδιδαν το εθνικό νόμισμα. Αργότερα, μία σειρά από τραπεζικές κρίσεις, οδήγησαν στην κρίση του 1907, η οποία με τη σειρά της δημιούργησε τις βάσεις για ένα ισχυρότερο Ομοσπονδιακό Μηχανισμό αποτροπής της αστάθειας. Αυτό οδήγησε με τη σειρά του στη δημιουργία του Ομοσπονδιακού Συστήματος Reserve το 1913.

Τη δεκαετία του 1930 η κατάρρευση του Τραπεζικού Συστήματος και η Μεγάλη Ύφεση οδήγησε σε μεγάλες τραπεζικές ενέργειες οι οποίες δημιούργησαν τη βασική δομή του σημερινού συστήματος της τραπεζικής και χρηματοοικονομικής εποπτείας. Μεταξύ άλλων, η νομοθεσία δημιούργησε το Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Home Loan Bank System, Securities and Exchange Commission.

Το βασικό πρόβλημα της χρηματοοικονομικής αστάθειας, το οποίο υπήρχε πριν την εκτεταμένη ανάμιξη του Κράτους στις ΗΠΑ, οφείλονταν στην ύπαρξη ενός μη ολοκληρωμένου συστήματος καταθέσεων. Το Τραπεζικό Σύστημα αποδέχεται καταθέσεις, τις οποίες υποχρεούται να αποδώσει στην πρώτη ζήτησή τους. Προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις ανάγκες των καταθετών, οι Τράπεζες διατηρούν άμεσα ρευστοποιήσιμα αποθέματα σε ένα συγκεκριμένο ποσοστό των καταθέσεων τους. Σε κανονικές συνθήκες, η καθαρή διαρροή ρευστού σε μία Τράπεζα είναι μικρή, λόγω του ότι υπάρχουν καθημερινά ποσά που κατατίθενται και αποσύρονται. Παράλληλα εάν μία τράπεζα αντιμετωπίζει έλλειμμα ρευστότητας σε κάποια χρονική στιγμή, κάποια άλλη εκείνη τη στιγμή έχει πλεόνασμα ρευστού το οποίο μπορεί να δανεισθεί στην Διατραπεζική Αγορά, η οποία είναι στις ΗΠΑ ιδιαίτερα μεγάλη, οργανωμένη και ανεπτυγμένη.

Σε καταστάσεις όμως ανωμαλίας, όπως στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών κρίσεων της δεκαετίας του 1930. Η ταυτόχρονη ανάληψη των καταθέσεων και η κατακράτησή τους από τους καταθέτες δημιούργησε έλλειψη ρευστότητας, η οποία δεν μπορούσε να καλυφθεί από το πλεόνασμα καμίας άλλης Τράπεζας, απλούστατα επειδή όλες αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Το αποτέλεσμα ήταν η άνοδος των επιτοκίων και η επιβράδυνση των ρυθμών οικονομίας με ταυτόχρονη πτώση της απασχόλησης.

Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών κρίσεων καταδεικνύει το γεγονός ότι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο βασίζεται σε ένα τμηματοποιημένο σύστημα καταθέσεων είναι δυνάμει ασταθές. Στις ΗΠΑ υφίστανται οργανισμοί (Federal Deposit Insurance Corporation, National Credit Union Administration) οι οποίοι παρέχουν εγγυήσεις στις καταθέσεις, έτσι ώστε η κατάρρευση ενός μη υγιούς χρηματοπιστωτικού οργανισμού δεν θα προκαλέσει προβλήματα σε υγιείς οργανισμούς.

B. Οι δυνάμεις του ανταγωνισμού.

Ο ανταγωνισμός ήταν πάντοτε μία από τις σημαντικότερες δυνάμεις που διαμόρφωναν τον χρηματοοικονομικό τομέα.

Ένα μεγάλο μέρος της νομοθεσίας της δεκαετίας του 1930 στις ΗΠΑ, καθώς και άλλων περιόδων είχε σχεδιασθεί για τον περιορισμό του ανταγωνισμού, ιδιαίτερα στον τραπεζικό τομέα, και τη διατήρηση της σταθερότητας. Σήμερα είναι σχεδόν βεβαιωμένο ότι η συγκεκριμένη νομοθεσία είχε τεθεί σε λανθασμένες βάσεις. Οι περιορισμοί στον ανταγωνισμό δεν οδήγησαν μόνο στη δημιουργία προβλημάτων στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ελαττώνοντας τις διαθέσιμες επιλογές, αλλά συνέβαλαν περαιτέρω στη δημιουργία αστάθειας.

Οι δυνάμεις του ανταγωνισμού στις χρηματοοικονομικές αγορές είναι πανίσχυρες. Οι επενδυτές και οι πελάτες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχουν τη δυνατότητα να συγκρίνουν μεταξύ πληθώρας επιλογών με βάση το συμφέρον τους. Με τον τρόπο αυτό ο ανταγωνισμός διαδραματίζει ένα θεσμικό ρόλο διαμόρφωσης κανόνων και αρχών για τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι στις ΗΠΑ υπάρχουν περισσότερες από 35000 Τράπεζες και Τραπεζικά Ιδρύματα.

Ωστόσο υπάρχει μία σημαντική συνέπεια της ύπαρξης ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος. Πολλές από τις κανονιστικές αρχές έχουν αδρανήσει για λόγους αποδοτικότητας και καινοτομίας. Σε πολλές περιπτώσεις η κερδοφορία μπορεί να βελτιωθεί με την παράκαμψη των απαιτήσεων των κανονισμών, κάτι που πολλές επιχειρήσεις εφαρμόζουν.

Αν και οι δυνάμεις του ανταγωνισμού συνήθως επικρατούν, το κόστος της εφαρμογής μη αναγκαίων νομοθετημάτων δεν είναι ασήμαντο. Παρά το γεγονός ότι πολλοί είναι αυτοί που διαμαρτύρονται για την κατάλυση κάποιων κανονισμών από τις δυνάμεις του ανταγωνισμού, είναι δεδομένο ότι ο ανταγωνισμός θα καταργήσει τις μη αναγκαίες κανονιστικές αρχές, οι οποίες δεν θα έπρεπε να υπάρχουν.

3.3 Η Απαίτηση των Επενδυτών για την Ύπαρξη Εποπτικών Αρχών (Llewellyn David)

Μέχρι τώρα έχει αναλυθεί η ύπαρξη των εποπτικών αρχών από την πλευρά της ανάγκης πρόληψης ασταθειών στο ευρύτερο μακροοικονομικό σύστημα, καθώς και από την πλευρά των χρηματοοικονομικών οργανισμών. Δεν πρέπει ωστόσο να παραβλέπεται και η απαίτηση για την ύπαρξη κανονιστικών αρχών και από την πλευρά των προσώπων που συμμετέχουν στο χρηματοοικονομικό γίγνεσθαι.

Παρά το γεγονός ότι η εφαρμογή των εποπτικών αρχών συνεπάγεται κόστος (transaction cost) ο επενδυτής είναι πιθανόν να απαιτεί την επίβλεψη και τις διάφορες μορφές των μηχανισμών αποζημίωσης. Οι λόγοι για αυτό είναι οι ακόλουθοι:

1. Χαμηλότερο κόστος συναλλαγών (π.χ. εξοικονόμηση κόστους στην αναζήτηση πληροφοριών για την οικονομική κατάσταση ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού.
2. Έλλειψη πληροφόρησης καθώς και δυνατότητας αξιοποίησης των διαθέσιμων πληροφοριών.
3. Απαίτηση για ένα ελάχιστο βαθμό ασφάλειας και εξασφάλισης στις συναλλαγές με τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.
4. Δυσάρεστες Εμπειρίες του παρελθόντος από αναξιόπιστους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.
5. Το γεγονός ότι η αξία ενός συμβολαίου μπορεί να καθορισθεί από τη συμπεριφορά και τη ρευστότητα ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού μετά από την υπογραφή του συμβολαίου και την αγορά του σχετικού προϊόντος.
6. Η προτίμηση για την ύπαρξη κανονισμών που θα αποθαρρύνουν την επιβλαβή συμπεριφορά χρηματοοικονομικών οργανισμών παρά για την εκ των υστέρων απαίτηση δικαίωσης μέσω ένδικων μέσων.
7. Για τα πρόσωπα που αποφεύγουν τον κίνδυνο, η πεποίθηση ότι οι απώλειες σε περίπτωση επένδυσης την οποία επιβλέπουν κανονιστικές αρχές είναι πιθανόν να περιορισθούν.

3.4 Η Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση ως μία Διεργασία Κατάργησης Αρχών

Η επιζήμια πλευρά της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης που δεν συνοδεύεται από τις αντίστοιχες κανονιστικές αρχές έχει αναγνωρισθεί από πολλές χώρες και τώρα αλλά και στο παρελθόν, ιδιαίτερα αυτές που πλήγησαν από την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης. Έτσι πολλές χώρες και όχι μόνο από τις θεωρούμενες ανεπτυγμένες έχουν πάρει μία πληθώρα μέτρων, προκειμένου να αποφύγουν τη χρηματοοικονομική αστάθεια. Είναι γνωστό ότι για να αποφευχθεί η αστάθεια, επιβάλλεται να ελεγχθούν οι χρηματικές ροές οι οποίες είναι καθαρά κερδοσκοπικές, καθώς και να εξασφαλισθεί ότι η επέκταση της κατανάλωσης δεν θα εμποδίζονταν από προβλήματα στις χρηματικές ροές. Ως επακόλουθο αυτών των απαιτήσεων, οι εθνικές αρχές περιλάμβαναν κανόνες για την αποθάρρυνση των κερδοσκοπικών κεφαλαίων, με τέτοιο τρόπο ώστε μόνο οι ροές που κατευθύνονταν στο εμπόριο και τη βιομηχανία θα επιτρέπονταν.

Επιπρόσθετα, σχεδόν κάθε χώρα προέβη σε κινήσεις ώστε να διασφαλίσει ότι οι παραγωγικοί τομείς της οικονομίας δεν θα περιορίζονταν από την τιμή του χρήματος ή από προβληματική παροχή χρηματοδότησης. Σαν αποτέλεσμα τέθηκε μία οροφή στα επιτόκια δανεισμού, προκειμένου να διασφαλισθεί ότι οι δανειστές δεν εμποδίζονταν από την τιμή, ενώ ειδικευμένες τράπεζες αναπτύχθηκαν προκειμένου να διασφαλίσουν το ότι η απουσία γνώσης των δανειστών δεν θα εμπόδιζε της ροή κεφαλαίων σε συγκεκριμένους τομείς. Σε πολλές χώρες το Κράτος ανάλαβε την εγγύηση, ενώ σε άλλες χώρες δόθηκαν εντολές σε τράπεζες να ελαττώσουν τα πιστωτικά κριτήριά τους.

Στο διεθνές επίπεδο μία σειρά από μέτρα και ελέγχους θεσμοθετήθηκαν προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι οι ξένες χρηματικές ροές κατευθύνονταν κατά κύριο λόγο στον παραγωγικό τομέα της οικονομίας. Προκειμένου να αποτραπεί η ελεύθερη είσοδος και έξοδος κεφαλαίων, τα μέτρα που συχνά λαμβάνονταν, περιλάμβαναν και την αγορά ξένου συναλλάγματος. Σε πολλές περιπτώσεις, οι κυβερνήσεις γίνονταν οι απευθείας εγγυητές μεταξύ δανειστών και των τοπικών δανειζομένων, προκειμένου να μην αποτραπεί η χρηματοδότηση τομέων της εγχώριας οικονομίας από το γεγονός ότι αυτοί δεν πληρούσαν α πιστοδοτικά κριτήρια των δανειστών τους.

Ο κυριότερος λόγος ύπαρξης των εγχώριων αρχών ήταν η επίτευξη χρηματοοικονομικής σταθερότητας, καθώς και η προώθηση των οικονομικών και κοινωνικών στόχων κάθε κυβέρνησης. Αυτό συνέβαινε σε όλες τις χώρες ανεξαρτήτως εάν αυτές ήταν ανεπτυγμένες οι αναπτυσσόμενες.

Το πρόβλημα στην επιβολή αυτών των μέτρων ήταν η υπονόμευση της ανεξαρτησίας του χρηματοοικονομικού τομέα και η αδυναμία του να λειτουργήσει ως μία οντότητα που αποσκοπεί στην αναζήτηση του κέρδους.

Μία άλλη επίπτωση της ύπαρξης των κανονισμών στην εγχώρια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι ότι λόγω αυτών των κανονισμών, συγκεκριμένοι τομείς απαγορεύονταν να χρηματοδοτηθούν από τις Τράπεζες. Με αυτόν τον τρόπο η ευκαιρία ανάδυσης νέων εναλλακτικών θεσμών πρόσβασης σε χρηματοδότηση, λόγω της αδυναμίας του πιστωτικού συστήματος, εμφανίσθηκε. Σταδιακά οι υφιστάμενες επεμβατικές κανονιστικές αρχές λόγω της ανάδυσης των νέων θεσμών, άρχισαν να φθίνουν αναφορικά με την αποτελεσματικότητά τους.

Η αναποτελεσματικότητα της παρέμβασης του κράτους σχετικά με την πρόσδοση αποτελεσματικότητας στον χρηματοοικονομικό τομέα, οδήγησε τη μία χώρα μετά την άλλη στην απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος. Η παρεμβατικότητα του κράτους διαστρέβλωνε όχι μόνο το κόστος του δανεισμού και την κατανομή της χρηματοδότησης, αλλά και τις αποταμιεύσεις. Οι νέες ιδέες αναφέρονταν στο ότι οι δυνάμεις της αγοράς, απόντων των οποιοδήποτε ρυθμίσεων, θα καθόριζαν το επιτοκιακό κόστος, καθώς και την κατανομή των κεφαλαίων χρηματοδότησης ως άμεση συνέπεια του πρώτου. King and Levine (1993a and 1993b). Αυτό το γεγονός θα είχε άμεση συνέπεια και στην οικονομική μεγέθυνση. Το κόστος δανεισμού, ήτοι τα επιτόκια, παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στη σχέση μεταξύ αποταμίευσης, επένδυσης και ρυθμών ανάπτυξης και η παρέμβαση σε αυτό το σημείο των κυβερνήσεων απορρυθμίζουν την εν λόγω σχέση με άμεσες συνέπειες στην αποταμίευση και την ανάπτυξη.

Η μεγέθυνση της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων είχε σαν αποτέλεσμα να παρατηρηθούν σημαντικές μεταβολές στις αρχές που διέπουν την κίνηση αυτών των κεφαλαίων

3.5 Σκοποί της Ρύθμισης

Οι σκοποί των ρυθμίσεων και των εποπτικών αρχών είναι γενικά οι ακόλουθοι:

- A. Να ελέγχεται η κατάχρηση της μονοπωλιακής δύναμης (Διατήρηση και Προστασία του Ανταγωνισμού)
- B. Να αντιμετωπίζεται η επίδραση των εξωτερικών παραγόντων και να προστατεύεται η σταθερότητα του συστήματος. Εντός του οικονομικού συστήματος, η μετάδοση του πανικού καθώς η εξάπλωση της ανησυχίας στη συστημική σταθερότητα αντιπροσωπεύουν την κύρια εκδήλωση αυτής της επίδρασης
- Γ. Να εμποδίζεται η εκμετάλλευση φτωχά ενημερωμένων και γενικά των μικρών επενδυτών και να παρέχεται επενδυτική προστασία σε αυτούς που λογικά δεν μπορούν να βοηθήσουν τους εαυτούς τους

Ο Goodhart (1995) αναφέρει ότι στο παρελθόν η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος επαφιόταν στην ύπαρξη και λειτουργία των καρτέλ του χώρου, καθώς και στις δομές που είχαν δημιουργήσει στην αγορά τα τελευταία (εμπόδια εισόδου, κ.λ.π.). Ωστόσο η αυξημένη εξωστρέφεια των αγορών και η εμφάνιση νέων σχηματισμών στο προσκήνιο εκ των πραγμάτων έκανε παρωχημένους τους μέχρι τότε εποπτικούς κανόνες.

Αναφορικά με τους σκοπούς της ρύθμισης, ο συγγραφέας με σαφώς κριτικό ύφος προσέγγισης στο θέμα, αναφέρει ότι η προφύλαξη από την κατάχρηση της μονοπωλιακής δύναμης γίνεται εκ των πραγμάτων, λόγω του μεγάλου αριθμού των ενδιαφερόμενων οντοτήτων που υπεισέρχονται στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών ειδικά με την έναρξη της διεθνοποίησης και της χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης

Η ανταγωνιστικότητα των αγορών συνάγεται από μία σειρά παραγόντων, οι κυριότεροι εκ των οποίων παρατίθενται στη συνέχεια (Συριόπουλος 1999):

- Ο μεγάλος αριθμός των συναλλασσόμενων.
- Η ουσιαστική αδυναμία του καθενός από αυτούς που εμπλέκονται να καθορίσουν από μόνοι τους τις κινήσεις της αγοράς.
- Η ανεξαρτησία των επενδυτικών αποφάσεων.
- Η ευκολία εισόδου νέων ενδιαφερομένων στην αγορά.
- Η ελαστικότητα των τιμών, οι οποίες με τη σειρά τους επηρεάζουν άμεσα τις επενδυτικές αποφάσεις.
- Η ομοιογένεια των διαθέσιμων προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών.
- Η ύπαρξη πληροφόρησης στην αγορά η οποία μπορεί να θεωρηθεί ότι μπορεί να μην είναι τέλεια, αλλά είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Αναφορικά με την προστασία του συστήματος, είναι σημαντικό να ορισθεί η έννοια του συστημικού κινδύνου.

Σύμφωνα με τον Συριόπουλο (1999), ο «Συστημικός Κίνδυνος περιγράφει τις διαταραχές των χρηματοοικονομικών αγορών, που είναι το αποτέλεσμα απροσδόκητων μεταβολών των τιμών και των ποσοτήτων στις πιστωτικές αγορές ή στις κεφαλαιαγορές με κίνδυνο την αποτυχία των εμπλεκόμενων φορέων και, με συνέπεια τη διασπορά της κατάστασης αυτής σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα με σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στο μηχανισμό πληρωμών και στην αποτελεσματική ανακατανομή του κεφαλαίου».

Επομένως η έννοια του συστημικού κινδύνου σχετίζεται άμεσα με την έννοια της αποτυχίας της ομαλής λειτουργίας των αγορών, την εμφάνιση χρηματοοικονομικών κρίσεων, οι οποίες στη σημερινή εποχή εμφανίζουν έντονα τα σημάδια της μετάδοσης των προβλημάτων τους σε όλες τις αγορές της υφηλίου, λόγω ακριβώς αυτής της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Σε μία σχετική μελέτη οι Demirguc –Kunt και Detragiache (1998) σε 53 χώρες για την περίοδο 1980-1995 και χρησιμοποιώντας την εμπειρική (οικονομετρική) ανάλυση, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση αυξάνει την πιθανότητα τραπεζικής κρίσης. Ωστόσο, αυτός ο κίνδυνος μειώνεται σημαντικά όταν το θεσμικό περιβάλλον και η εποπτεία είναι ισχυρή.

Ο ρόλος της εποπτείας επομένως με σκοπό την προστασία από την εμφάνιση συστημικών κινδύνων, είναι εμφανής. Οι κύριοι άξονες στους οποίους θα πρέπει να κινείται η εποπτεία θα είναι η βελτίωση της ποιότητας των θεσμών, η αποφυγή της διαφθοράς, η αυστηρή τήρηση των οριζόμενων από τις αντίστοιχες νομοθεσίες, αλλά και η βελτίωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών.

Η προστασία των μικροεπενδυτών σαφώς σχετίζεται με την ασυμμετρία πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των διαμεσολαβητών και των απλών επενδυτών. Η ασυμμετρία πληροφόρησης καθώς και οι πολλές φορές επαγόμενες προσπάθειες για εξαπάτηση αποτελούν αρνητικό γεγονός με αρνητικές συνέπειες και για τη λειτουργία του συστήματος για τους ακόλουθους λόγους:

1. Αυξάνεται ο κίνδυνος των συναλλαγών.
2. Αποθαρρύνονται πολλοί επενδυτές να προβούν σε συγκεκριμένες κινήσεις, με αποτέλεσμα τη μη διεύρυνση της αγοράς και της αποτελεσματικότητάς της.

3. Αυξάνεται το κόστος των συναλλαγών ως αντιστάθμισμα του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι διαμεσολαβητές.

Για την προστασία των επενδυτών είναι σημαντική η ύπαρξη σωστής και ελεύθερης ροής πληροφοριών. Με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατή η αποφυγή φαινομένων όπως η χειραγώγηση της αγοράς και των τιμών καθώς και η κακή διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών.

Σύμφωνα με τον Συριόπουλο (1999) ο ρόλος του ρυθμιστικού πλαισίου «δένεται» μέσα από δύο αντιφατικές διεργασίες.

Η πρώτη από αυτές σχετίζεται με την απορρύθμιση των υφιστάμενων δομών (deregulation), η οποία θα επιτρέψει την ανάπτυξη των δυνάμεων της αγοράς μέσα από μία διαδικασία εξομάλυνσης εμποδίων που υφίστανται σε επίπεδο τιμών και προϊόντων. Αντίθετα η δεύτερη σχετίζεται με την επαναρύθμιση του συστήματος σύμφωνα με τις νέες απαιτήσεις, η οποία περιλαμβάνει την προληπτική εποπτεία με στόχο κυρίως την διατήρηση της συστημικής σταθερότητας και την προστασία των επενδυτών.

3.6 Η Επίδραση της Διεθνοποίησης στις Εποπτικές Αρχές

Η διεθνής κίνηση επενδυτικών κεφαλαίων σημαίνει ότι καθώς αυτά διέρχονται τα σύνορα διαφόρων κρατικών οντοτήτων υπόκεινται σε διαφορετικά θεσμικά συστήματα με διαφορετικές απαιτήσεις.

Η διαφοροποίηση αυτή αποτελεί σαφώς έναν ανασταλτικό παράγοντα στην περαιτέρω διεύρυνση της διεθνοποίησης των αγορών. Είναι επομένως αναγκαία η ενοποίηση των εποπτικών αρχών, προκειμένου να επιτυγχάνεται και σε διεθνές επίπεδο η συστημική σταθερότητα και η προστασία των επενδυτών. Η εναρμόνιση των διαφορετικών κανόνων και σταδιακά η θέσπιση κοινών κανόνων εποπτείας αποτελεί σαφώς μία χρονοβόρα αλλά και ακριβή διαδικασία, τα οφέλη της οποίας όμως θα είναι πολλαπλάσια.

Ωστόσο, για να ολοκληρωθεί μία τέτοια διαδικασία, θα πρέπει να έχουν προηγηθεί πρώτα μία σειρά βημάτων τα οποία σχετίζονται αρχικά με την παραδοχή από όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη οδηγεί και στην οικονομική ανάπτυξη, παραδοχή η οποία θα λειτουργεί ενισχυτικά της άποψης για την κατάργηση των αυστηρών περιορισμών στη διακίνηση κεφαλαίων.

Σε δεύτερο επίπεδο θα πρέπει να γίνει διαχωρισμός των κινήσεων κεφαλαίου, έτσι ώστε να διαχωρισθούν οι επισφαλείς από τις επιζήμιες κινήσεις και αυτό διότι είναι γνωστές οι συνέπειες από τις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων

Τέλος, θα πρέπει να συνειδητοποιηθεί ότι η διαδικασία ενοποίησης των εποπτικών αρχών είναι μία μακροπρόθεσμη διαδικασία, η οποία θα πρέπει να γίνεται σταδιακά και αφομοιώνοντας τις οποιοσδήποτε διαφοροποιήσεις που υπάρχουν σε όλες τις χώρες. Εκτός αυτού είναι γνωστό ότι οι απότομες αλλαγές και η ξαφνική φιλελευθεροποίηση των αγορών οδηγεί σχεδόν πάντα σε αρνητικές εξελίξεις με δυσάρεστες συνέπειες.

Σε περισσότερο πρακτικό επίπεδο, στα πλαίσια της επίδρασης της διεθνοποίησης στις εποπτικές αρχές θα πρέπει να ληφθούν μία σειρά μέτρων, κάποια από τα οποία απεικονίζονται στη συνέχεια (Συριόπουλος 1999):

1. Εναρμόνιση των λογιστικών διαδικασιών και ελεγκτικών μεθόδων (auditing).
2. Η θέσπιση αποτελεσματικών κανόνων εκκαθάρισης και εξόφλησης συναλλαγών με στόχο τη μείωση του κόστους συναλλαγών και την αύξηση της ρευστότητας.
3. Διακρατική συμφωνία για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής.
4. Ανταλλαγή εμπειριών και πληροφοριών μεταξύ των εθνικών επιτροπών κεφαλαιαγοράς, για την καλύτερη εναρμόνιση των εθνικών θεσμικών πλαισίων.
5. Τη συμμόρφωση σε κοινούς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο πλαίσιο της επίδρασης της διεθνοποίησης σε θέματα Ρύθμισης και Εποπτείας υπεισέρχονται και θέματα όπως η ανάπτυξη της τεχνολογίας

Η χρησιμοποίησή του διαδικτύου στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες πραγματοποιήθηκε υψηλούς ρυθμούς και πλέον ένα μεγάλο μέρος, εάν όχι το μεγαλύτερο μέρος των εντολών και των εργασιών που σχετίζονται με την κίνηση κεφαλαίων πραγματοποιείται μέσω του internet.

Ωστόσο, η διάδοση της χρήσης του διαδικτύου συνοδεύθηκε και από κινδύνους, γεγονός το οποίο έχει εισαγάγει και κάποια διστακτικότητα στη γενικευμένη χρήση του, ειδικά με ότι σχετίζεται με κίνηση κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό είναι εύλογη η σπουδή με την οποία αντιμετωπίζονται θέματα ασφάλειας του διαδικτύου

Το Internet στις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες χρησιμοποιείται κυρίως για τις ακόλουθες διαδικασίες:

1. Πληροφόρηση των επενδυτών για στατιστικά στοιχεία, επενδυτικά προϊόντα, κανόνες συναλλαγών, ρυθμίσεις.
2. Παροχή επενδυτικών συμβουλών, αναλύσεων, διαβίβαση και λήψη εντολών

Στα πλαίσια των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών η ύπαρξη του διαδικτύου επιβάλλεται να ληφθεί σοβαρά υπόψη. Με αυτό εννοείται ότι οι ίδιες οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές επιβάλλεται να επεκτείνουν τη δικαιοδοσία τους και στο διαδίκτυο, προκειμένου οι παρεχόμενες υπηρεσίες από αυτό να διέπονται (στον τομέα φυσικά των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών) από τις συμφωνημένες σε διεθνές επίπεδο ρυθμίσεις. Ειδικά στο θέμα της εγκυρότητας της πληροφορίας που μεταδίδεται μέσα από το Internet και δεδομένης της σημασίας που έχει η πληροφορία στον τομέα αυτό (π.χ. εισαγωγή, ταίριασμα των εντολών, εκκαθάριση και επιβεβαίωση της κάθε πληροφορίας), η επέμβαση των εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών πρέπει να θεωρείται δεδομένη ότι θα συμβεί.

3.7 Η Εφαρμογή των Εποπτικών Αρχών – Η Διαδικασία

Μέχρι στιγμής θίχτηκαν ζητήματα σχετικά με τους σκοπούς της εποπτείας, την ανάγκη ύπαρξης εποπτικών αρχών, καθώς και τις αντιρρήσεις που υπάρχουν στην ύπαρξή τους. Η αλήθεια είναι ότι ανεξάρτητα από τους λόγους ή τα συμφέροντα που επιβάλλουν τις εποπτικές αρχές, η ανάγκη ύπαρξή τους είναι επιβεβλημένη και η ορθότητά τους έγκειται στον συγκερασμό όλων των προσεγγίσεων και των ενστάσεων προκειμένου να επιτευχθεί το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

Πέραν όμως της συζήτησης για το ιδεολογικό μέρος της ύπαρξης των εποπτικών αρχών, ένα εξίσου σημαντικό σημείο είναι ο τρόπος εφαρμογής τους στους διάφορους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Είναι ένα θέμα που άπτεται κυρίως της οργανωσιακής θεωρίας και αφορά στη δημιουργία δομών οι οποίες θα είναι ικανές να επιβάλλουν και να επιβλέπουν την τήρηση των εποπτικών αρχών.

Η οποιοδήποτε είδους εποπτεία δεν παύει να αποτελεί μία διαδικασία ελέγχου κατά την οποία κάποιοι είναι οι ελεγκτές και κάποιοι οι ελεγχόμενοι. Αναμφισβήτητα δεν αποτελεί μία εύκολη διαδικασία, ειδικά όταν σκοπός είναι η εποπτεία χρηματοοικονομικών οργανισμών που δραστηριοποιούνται στην παγκόσμια αγορά και χαρακτηρίζονται από πρωτοφανή πολυπλοκότητα και πολλαπλές λειτουργίες σε διάφορα επίπεδα.

Ο Goodhart (1995), σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να δομηθεί η εποπτεία, αναφέρει ότι θα πρέπει να εξυπηρετεί τους σκοπούς εκείνους της εποπτείας που σχετίζονται με τη συστημική σταθερότητα και την προστασία των μικροεπενδυτών ή γενικά των ατόμων εκείνων τα οποία δεν έχουν πρόσβαση σε πληροφόρηση. Για το λόγο αυτό αναφέρει ότι θα πρέπει να δημιουργηθούν για την εξυπηρέτηση των σκοπών της ρύθμισης δύο ανεξάρτητοι φορείς, ο καθένας εκ των οποίων θα επικεντρώνεται στον ένα από τους δύο προαναφερθέντες σκοπούς (σταθερότητα και προστασία επενδυτών). Αμφότεροι βέβαια θα είναι επιφορτισμένοι με την αποφυγή φαινομένων πτώχευσης (insolvency) και κεφαλαιακής ανεπάρκειας.

Ειδική μνεία γίνεται για το ρόλο του τραπεζικού συστήματος στη διεργασία της εποπτείας, το οποίο μπορεί να εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους για τη συστημική σταθερότητα λόγω του κεντρικού ρόλου του τελευταίου στο μηχανισμό πληρωμών, αλλά και την έκθεσή του σε μία σειρά κινδύνων.

Η όλη διαδικασία της εποπτείας επιβάλλεται να μείνει μακριά από πολιτικές παρεμβάσεις. Για το λόγο αυτό, η οποιοδήποτε είδους σύνδεση της εποπτείας με πολιτικά κατευθυνόμενους οργανισμούς όπως οι Κεντρικές Τράπεζες θα πρέπει να αποφεύγεται.

Στο ίδιο πνεύμα και οι Di Giorgio et al (2001) αναφερόμενοι στη ρύθμιση και στην εποπτεία στην Ευρωζώνη αναφέρουν ότι αυτή πρέπει να γίνεται από τρεις διαφορετικούς φορείς, ο καθένας εκ των οποίων θα πρέπει να είναι επιφορτισμένος με μία από τις αντίστοιχες τρεις αποστολές της ρύθμισης, οι οποίες παρουσιάστηκαν προηγουμένως. Η σύνδεση και ο συγχρονισμός των εν λόγω φορέων θα γίνεται μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ωστόσο και σε αυτήν την περίπτωση και αναφορικά με την προστασία του ανταγωνισμού αναφέρεται ότι αυτό επιτυγχάνεται σε μεγάλο βαθμό από τη Γενική Οδηγία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Anti-trust, για την οποία θα ήταν καλύτερο να εποπτεύεται από ένα ξεχωριστό φορέα.

Ο Goodhart (1996) αναφέρει ότι η άποψη πως η εξωτερικά επιβαλλόμενη εποπτεία είναι περισσότερο αποτελεσματική έχει σταματήσει να υποστηρίζεται, λόγω ακριβώς αυτής της πολυπλοκότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών, αλλά και της δραστηριοποίησής του πλέον σε μία παγκόσμια βάση με τμήματα που λειτουργούν σε διάφορες περιοχές της υφελίου.

Παρά την ύπαρξη διαδικασιών και θεσμικών μηχανισμών ελέγχου σε όλους τους οργανισμούς, προβλήματα πάντα εμφανίζονται λόγω έλλειψης κατανόησής τους, λόγω αμέλειας, άγνοιας αλλά και λόγω εσκεμμένης προσπάθειας παράκαμψής τους. Αν εξαιρεθεί η τελευταία αιτία, τα προβλήματα που ανακύπτουν από τις υπόλοιπες μπορούν να χαρακτηρισθούν ως μεμονωμένα, λόγω του ότι δεν οφείλονται σε «συστημικές» αιτίες. Η μεγαλύτερη ευθύνη για την εποπτεία και την τήρηση των κανονισμών ανήκει αποκλειστικά στη διοίκηση του κάθε εποπτευόμενου οργανισμού, η οποία και πρέπει να ορίζει και τις απαραίτητες διαδικασίες για τον εντοπισμό τους και την επιβολή των αναγκαίων κυρώσεων.

Η θεσμοθέτηση των κατάλληλων μηχανισμών ελέγχου αποτελεί έναν από τους στόχους του auditing, είτε εσωτερικό είτε εξωτερικό. Το σημείο κλειδί για την ορθή λειτουργία του είναι η αναφορά των ευρημάτων σε ένα πρόσωπο ή σε μία επιτροπή η οποία θα είναι ανεξάρτητη από τα πρόσωπα εκείνα που ασκούν τη διοίκηση (CEO, π.χ.), αλλά με δυνατότητα και εξουσία να ωθήσουν τη διοίκηση να ανταποκριθεί σε όλα τα θέματα τα οποία θα προκύψουν.

Επομένως τίθεται και ένα θέμα ύπαρξης σαφούς ιεραρχίας και καθορισμού καθηκόντων, τα οποία θα αποτελούν και το όχημα για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της εποπτείας. Βέβαια το ουσιώδες θέμα είναι το τι θα αναφερθεί και σε ποιους. Δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις κατά τις οποίες και η διοίκηση είναι γνώστης των παρατυπιών, τις οποίες ίσως και να ενθαρρύνει για τους δικούς της λόγους. Σε αυτήν την περίπτωση η εποπτεία θα πρέπει να διαγνώσει καταρχήν την τυπική ύπαρξη μηχανισμών ελέγχου στον οργανισμό και σε δεύτερη φάση να ερευνήσει το κατά πόσον υπάρχει το πνεύμα των προβλεπόμενων διαδικασιών μέσα στον οργανισμό. Στην περίπτωση δε που κάτι τέτοιο δεν υπάρχει, θεωρείται απαραίτητη η προσφυγή σε εξωτερικούς μηχανισμούς εποπτείας είναι απαραίτητη, καθότι οι τελευταίοι θα μπορέσουν να διαπιστώσουν κατά πόσον οι υποψίες για παρατυπίες είναι βάσιμες.

Φυσικά κάτι τέτοιο απαιτεί προσεκτικούς χειρισμούς. Δεν είναι λίγες οι φορές στις οποίες μετά από το ξέσπασμα κρίσεων, αυτοί που κατηγορήθηκαν άμεσα δεν ήταν οι διενεργούντες τις παρατυπίες, αλλά οι διάφοροι ελεγκτικοί φορείς.

Ανακεφαλαιώνοντας οι συγγραφείς, καταλήγουν σε μία σειρά συμπερασμάτων, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι τα ακόλουθα:

1. Θέσπιση κυρώσεων για τη διοίκηση η οποία αφήνει φαινόμενα παράκαμψης των διαδικασιών να συμβαίνουν.
2. Απαίτηση για διενέργεια ελέγχων (audits) από μεγάλους οργανισμούς, οι οποίοι όμως δεν θα είναι υποχρεωτικό πάντα να αναφέρονται στις Αρχές.
3. Θέσπιση εσωτερικών επιτροπών ελέγχου για τους επιβλέποντες, οι οποίοι θα πρέπει να αναφέρονται κανονικά σε αυτές τις επιτροπές, ενώ οι αντίστοιχες αναφορές θα πρέπει να δημοσιεύονται.

4. Διεξαγωγή δημοσκοπήσεων στους εποπτευόμενους και στους επενδυτές αναφορικά με την άποψή τους για τα οφέλη της χρηματοοικονομικής εποπτείας.
5. Απαίτηση από την εσωτερική επιτροπή επιθεώρησης να καταδειξεί ότι έχει λάβει υπόψη της τις επιπτώσεις για την συμπεριφορά των ατόμων κλειδιά αναφορικά με τον τρόπο που επηρεάζονται οι επιλογές τους από τις πιθανές αμοιβές τους.
6. Θέσπιση μίας σειράς κλιμακωτών αντιδράσεων σε περίπτωση απομείωσης του κεφαλαίου, οι οποίες βέβαια θα μπορούν από τις αρχές να παρακαμφθούν, πάντα όμως με τη σχετική τεκμηρίωση.
7. Απαίτηση από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να δεσμευθούν εξ αρχής ότι θα αποτρέψουν εκ των υστέρων τοποθετήσεις σε χαρτοφυλάκια με διακυμάνσεις μεγαλύτερες από ορισμένες τιμές. Σε περίπτωση αδυναμίας να πράξουν κάτι τέτοιο θα σημαίνει την επιβολή για συγκεκριμένη περίοδο απαιτήσεων για τοποθετήσεις σε χαρτοφυλάκια με πολύ χαμηλότερες διακυμάνσεις.

3.8 Η Θεωρία της Οικονομικής Ρύθμισης – Μία διαφορετική Προσέγγιση

Ο George Stigler (1971) παρουσίασε την ιδέα της Οικονομικής Ρύθμισης καθώς και τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί αλλά και αντιμετωπίζεται από τα εμπλεκόμενα μέρη, η οποία αξίζει να αναφερθεί σχετικά λεπτομερώς. Σύμφωνα με το συγγραφέα, υπάρχουν 2 κυρίαρχες απόψεις για την οικονομική ρύθμιση.

Η πρώτη στηρίζεται στην πεποίθηση ότι η ρύθμιση θεσπίζεται για την προστασία του κοινού, και κάποιων συγκεκριμένων ομάδων.

Η δεύτερη αντίθετα στηρίζεται στο ότι οι ρυθμίσεις αποτελούν ένα προϊόν ουσιαστικά πολιτικής προέλευσης το οποίο λόγω ακριβώς αυτής του της φύσης εξυπηρετεί συμφέροντα.

Το Κράτος είναι η μόνη οντότητα η οποία έχει τη δύναμη του εξαναγκασμού. Είναι σε θέση να πάρει χρήματα μέσω της φορολογίας την οποία αυτό επιβάλλει, μπορεί παράλληλα να επιτάσσει τις φυσικές κινήσεις των πλουτοπαραγωγικών πηγών, να επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις των νοικοκυριών αλλά και των εταιρειών χωρίς τη συγκατάθεσή τους.

Οι δυνατότητες αυτές του κράτους αποτελούν δέλεαρ για συγκεκριμένες βιομηχανίες προκειμένου οι τελευταίες να το προσεταιρισθούν και να αποκομίσουν από αυτό συγκεκριμένα οφέλη.

Μεταξύ αυτών που μπορούν να ζητηθούν από το Κράτος είναι πιθανόν και μία άμεση επιδότηση με κεφάλαια (βλ. πανεπιστήμια ή πολεμική βιομηχανία), αν και κάτι τέτοιο δεν είναι αυτό που κυρίως ενδιαφέρει τις επιχειρηματικές οντότητες.

Το σημαντικότερο αίτημα αφορά σε ρυθμίσεις οι οποίες ουσιαστικά θα αποτελούν εμπόδια εισόδου σε νέους ανταγωνιστές σε μία συγκεκριμένη αγορά. Χαρακτηριστικά τέτοια παραδείγματα είναι το Συμβούλιο Αεροναυτικής στις ΗΠΑ το οποίο από τη στιγμή της ίδρυσής του το 1938 δεν έχει επιτρέψει την είσοδο σε καμία νέα αεροπορική γραμμή. Παρομοίως η ένταξη νέων εμπορικών τραπεζών στο Ομοσπονδιακό Σύστημα εμποδίζεται σε ένα βαθμό 60%.

Μία διαφορετική ιδιότητα του Κράτους την οποία επιθυμούν να εκμεταλλευθούν μεγάλοι επιχειρηματικοί σχηματισμοί, είναι αυτή η οποία επηρεάζει υποκατάστατα προϊόντα και συμπληρωματικές υπηρεσίες. Έτσι για παράδειγμα η αεροπλοΐα υποστηρίζει τις επιδοτήσεις στα αεροδρόμια.

Τέλος μία διαφορετική κατηγορία ρυθμίσεων οι οποίες είναι στόχος συγκεκριμένων κλάδων και βιομηχανιών είναι ο καθορισμός των τιμών.

Πέραν όμως της πλευράς των επιχειρήσεων η οποία επιθυμεί τον προσεταιρισμό του Κράτους προκειμένου να επιτύχει πολιτικές ρυθμίσεις και το ίδιο το Κράτος γνωρίζει την ισχύ που διαθέτει και επιζητά την εκμετάλλευσή του «όπλου των ρυθμίσεων» για το δικό του όφελος.

Οι πολιτικές αποφάσεις για τις σχετικές ρυθμίσεις πάντοτε λαμβάνουν υπόψη και την πολιτική δύναμη των εταιρειών και για το λόγο αυτό προκειμένου να εξηγηθεί γιατί πολλές βιομηχανίες εκμεταλλεύονται τον πολιτικό μηχανισμό για τους δικούς τους σκοπούς θα πρέπει να εξετασθεί η φύση της πολιτικής διαδικασίας στα πλαίσια της λειτουργίας της σε μία δημοκρατία.

Η βιομηχανία ή ο κλάδος ο οποίος αναζητεί πολιτική παρέμβαση σε θέματα ρυθμίσεων, θα πρέπει να απευθυνθεί στον κατάλληλο πωλητή του ζητούμενου, ο οποίος δεν είναι άλλος από το πολιτικό κόμμα. Το πολιτικό κόμμα από την άλλη πλευρά είναι ένας οργανισμός ο οποίος έχει ένα υψηλό κόστος λειτουργίας, διατήρησης και οργάνωσης και διατηρεί την οργανωτική και εκλογική του έλξη όχι μόνο την εκλογική περίοδο, αλλά σε μία συνεχή βάση παρέχοντας μία σειρά δαπανηρών υπηρεσιών στους ψηφοφόρους.

Η βιομηχανία η οποία αποζητά την παροχή μίας ευνοϊκής ρύθμισης θα πρέπει να ετοιμασθεί να παρέχει στον «πωλητή του αγαθού» δύο πράγματα, ψήφους και πόρους. Οι πόροι είναι δυνατόν να εξασφαλισθούν από μία σειρά υπηρεσιών τις οποίες μπορεί να παρέχει η ενδιαφερόμενη επιχείρηση με μία πληθώρα τρόπων και πάντα στα πλαίσια της νομιμότητας. Αναφορικά με τους ψήφους, μεγάλες επιχειρήσεις ή συνασπισμού επιχειρήσεων είναι επίσης σε θέση να παρέχουν ψήφους υπέρ ή να διασκορπούν ψήφους κατά ενός συγκεκριμένου πολιτικού κόμματος.

Είναι ευνόητο ότι τόσο οι πόροι όσο και η απαιτούμενη εκλογική συνεισφορά είναι ανάλογη του μεγέθους της βιομηχανίας ή γενικά του ενδιαφερόμενου μέρους που επιζητά τη συγκεκριμένη εκλογική ρύθμιση. Κι αυτό διότι συνήθως τα αιτήματα των εν λόγω «πελατών» των πολιτικών κομμάτων είθισται να προκαλούν αντιθέσεις και οξύνσεις στις ουσιαστικά επηρεαζόμενες κοινωνικές ομάδες. Αντιλαμβάνεται κάποιος φυσικά ότι αυτό αποτελεί και ένα είδος μηχανισμού αποκλεισμού των μικρότερων βιομηχανιών από παρόμοια αιτήματα.

Το πολιτικό κόμμα στο οποίο απευθύνονται όλες αυτές οι αιτήσεις είναι υποχρεωμένο κατά κάποιο τρόπο να τις αποδεχθεί, διότι πάντοτε ελλοχεύει ο κίνδυνος της επιλογής ενός άλλου φορέα ο οποίος πιθανόν να αποδεχθεί τις εν λόγω κρούσεις, προκειμένου να ανέλθει στην εξουσία.

Ο συγγραφέας καταλήγει εκφράζοντας κριτική για την ιδεαλιστική άποψη της ρύθμισης και της εποπτείας αναφέροντας εκ νέου το γεγονός της υποστήριξης της πολιτείας σε ειδικές ομάδες, η οποία καθιστά θύματα τα μέλη των επηρεαζόμενων κοινωνικών ομάδων.

3.9 Τα Ερωτήματα που Τίθενται Αναφορικά με τις Εποπτικές Χρηματοοικονομικές Αρχές στα Πλαίσια της Διεθνοποίησης του Χαρτοφυλακίου

Το άρθρο του Stigler είναι πρωτοποριακό, λόγω του ότι εξετάζει το ζήτημα της ρύθμισης στην πραγματική του βάση χωρίς κανενός είδους εξιδανίκευση. Η βασική του ιδέα είναι ότι η ρύθμιση και η εποπτεία αποτελούν κατά το μεγαλύτερο μέρος τους προϊόν συνδιαλλαγής, σύγκρουσης συμφερόντων, αποκλεισμού των αντίπαλων παρατάξεων, ουσιαστικά δηλαδή μία κατάσταση άσκησης επιρροής και ισχύος. Οι θεωρητικές βάσεις της ρύθμισης, όπως αναφέρθηκαν παραπάνω, αποτελούν το ιδεαλιστικό κάλυμμα αυτής της κατάστασης.

Δεν είναι επί του παρόντος η ανάλυση των λόγων για τους οποίους προκύπτει η κατάσταση αυτή, θέμα που άπτεται κατά κύριο λόγο των πολιτικών επιστημών και της δημόσιας διοίκησης.

Οι προεκτάσεις του ζητήματος στο θέμα των Ρυθμίσεων και της Εποπτείας στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Τομέα θίγουν μία σειρά ζητημάτων.

Στο ρόλο του Κράτους δεν υπάρχει προς το παρόν τουλάχιστον κάποια παρόμοια αρχή με την εξουσία και την ευθύνη της τελικής απόφασης, όπως στην περίπτωση του Κράτους – Πολιτείας. Επομένως τίθεται στο ερώτημα, βάσει ποιών εξουσιών, θα ληφθεί μία απόφαση, δεσμευτική για όλους τους ενεχόμενους.

Η απαίτηση για ρυθμίσεις, όπως αναφέρθηκε, εξυπηρετεί ουσιαστικά συμφέροντα. Αυτό θα συνεχίσει να ισχύει και στην περίπτωση της ύπαρξης ρυθμίσεων στο Διεθνή Χρηματοοικονομικό Τομέα. Τα συμφέροντα στην περίπτωση αυτή θα αφορούν σε μεγάλα Πιστωτικά Ιδρύματα, ή συνασπισμό ιδρυμάτων, καθώς και σε μεγάλους επενδυτές, οι οποίοι θα θελήσουν να μεγιστοποιήσουν τα οφέλη τους από την κάθε διαπραγμάτευση. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι όπως αναφέρθηκε και από τον Stigler ότι το αποτέλεσμα της διαδικασίας θα περιλαμβάνει πιθανόν αποκλεισμούς και εμπόδια εισόδου σε μία αγορά με σαφείς συνέπειες για τον ανταγωνισμό στη Διεθνή Αγορά, τον οποίο θεωρητικά θα στηρίζουν οι ρυθμίσεις.

Παρά το γεγονός ότι δεν υφίσταται κάποιος υπερκρατικός φορέας με τη δικαιοδοσία της απόφασης, η όλη διεργασία θα συμπεριλάβει αναγκαστικά και κυβερνήσεις μεγάλων κρατών, αφού οι κεφαλαιακές ροές είναι και αυτές στρατηγικά πλεονεκτήματα. Επομένως στην όλη συνδιαλλαγή πρέπει να θεωρείται δεδομένη η εμπλοκή ζητημάτων ευρύτερων θεμάτων όπως γεωπολιτικές ισορροπίες ή και ανισορροπίες. Ενδεικτικά αναφέρεται η σχετική φιλολογία για τις συνέπειες μίας πιθανής αλλαγής στο νόμισμα εμπορίας του μαύρου χρυσού στην περιοχή του Κόλπου από συγκεκριμένα κράτη της περιοχής τα οποία επιθυμούσαν την πραγματοποίηση όλων των σχετικών εμπορικών πράξεων σε Ευρώ και όχι σε Δολάρια, κάτι το οποίο εάν συνέβαινε θα είχε σοβαρότατες συνέπειες στην οικονομία των ΗΠΑ. Τονίζεται δε, ότι πολλοί συσχετίζουν τις εν λόγω εικασίες με τις ευρύτερες συγκρουσιακές καταστάσεις στην εν λόγω περιοχή.

Καταλήγοντας, η κάθε συζήτηση ή διαπραγμάτευση για τη θεσμοθέτηση συγκεκριμένων ρυθμίσεων ή κανόνων εποπτείας θα αποτελεί μία σκληρή αντιπαράθεση συμφερόντων, στην οποία θα επικρατήσει όπως σε κάθε τέτοιου είδους περίπτωση, η πλέον ισχυρότερη, αλλά και ευέλικτη πλευρά. Η θεωρία παιγνίων μπορεί να το διαβεβαιώσει αυτό και σε θεωρητικό επίπεδο.

3.10 Τα Διλήμματα που Θέτουν οι Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Εποπτικές Αρχές

Η κίνηση κεφαλαίων διεθνώς έχει αλλάξει δραματικά κατά τις τελευταίες 2 δεκαετίες, καθώς κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο κατάργησαν τα εμπόδια στη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων και άνοιξαν τις αγορές τους σε ξένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Η διεθνοποίηση οδηγεί σε ένα κόσμο με όλο μεγαλύτερη τάση ολοκλήρωσης αναφορικά με θέματα διεθνούς κίνησης κεφαλαίων.

Αρκετοί από αυτούς που καθορίζουν τις πολιτικές στο πεδίο, δείχνουν ιδιαίτερα ευαισθητοποιημένοι απέναντι σε διεθνείς κρίσεις, όπως αυτές που συνέβησαν στην Ασία, τη Λατινική Αμερική και τη Ρωσία, επαναφέροντας το ερώτημα εάν και κατά πόσον η ύπαρξη Διεθνών Εποπτικών Αρχών είναι προσαρμοσμένη στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, προκειμένου να προστατεύσει από νέες απειλές. Από την άλλη πλευρά τίθεται το ερώτημα, εάν αυτές οι αρχές προστατεύουν ή σε τελική ανάλυση ζημιώνουν το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ο ρόλος των κυβερνήσεων

Οι κυβερνήσεις εποπτεύουν τη δραστηριότητα των τραπεζών προκειμένου να παρέχουν ένα δίκτυο ασφάλειας στους καταθέτες και στους μετόχους των τραπεζικών οργανισμών. Η ύπαρξη ενός τέτοιου δικτύου ασφάλειας κρίνεται επιβεβλημένη λόγω του ότι μία εξαπλώμενη κρίση στο τραπεζικό σύστημα με συνεπαγόμενη έλλειψη ρευστότητας μπορεί να έχει καταστροφικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα με επίσης σημαντικότερες πολιτικές και κοινωνικές συνέπειες.

Το παράδοξο είναι ότι πολλές φορές η ύπαρξη των εποπτικών αρχών καταλήγει στο αντίθετο αποτέλεσμα και ωθεί τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους. Λόγω των εγγυήσεων, οι Τράπεζες συχνά προχωρούν (για λόγους αυξημένης κερδοφορίας) σε δανεισμό επιχειρήσεων με υψηλό ρίσκο.

Προκειμένου να αντιμετωπισθούν αυτοί οι κίνδυνοι, οι κυβερνήσεις εφαρμόζουν αρχές για την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία φυσικά σχετίζεται και με το ύψος των κινδύνων τους οποίους αυτά αναλαμβάνουν.

Οι λόγοι ύπαρξης των διεθνών εποπτικών αρχών

Με δεδομένο το γεγονός ότι οι κυβερνήσεις εποπτεύουν, για το δικό τους όφελος, το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τίθεται το ερώτημα του λόγου ύπαρξης των διεθνών εποπτικών αρχών και κατά πόσο η ύπαρξη αυτών εξυπηρετεί κάποιο σκοπό.

Οι χώρες συμφώνησαν στην ύπαρξη των διεθνών εποπτικών αρχών σαν μία πολιτική αντίδραση στις ανησυχίες των τραπεζών για το διεθνή ανταγωνισμό. Πιο συγκεκριμένα, λόγω του ότι κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε ορισμένες χώρες λειτουργούν κάτω από αυστηρότερους κανονισμούς σε σύγκριση με άλλα ιδρύματα άλλων χωρών, δημιουργείται σε πολλές περιπτώσεις πρόβλημα ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων. Για το λόγο αυτό είναι αρκετοί που πιστεύουν ότι οι διεθνείς εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές διαδραματίζουν αυτόν το ρόλο, δηλαδή της εξομοίωσης των συνθηκών ανταγωνισμού ανάμεσα στα πιστωτικά ιδρύματα διαφορετικών χωρών.

Η συμφωνία της Βασιλείας

Η συνθήκη της Βασιλείας είναι ίσως η περισσότερο γνωστή περίπτωση διεθνούς εποπτικής και ρυθμιστικής αρχής.

Τη δεκαετία του 1980 πολλές από τις μεγαλύτερες Αμερικανικές εμπορικές τράπεζες υπέστησαν σοβαρότατες απώλειες από την ανάμιξη τους στην πιστωτική κρίση της Λατινικής Αμερικής. Οι 9 μεγαλύτερες Αμερικανικές Τράπεζες δάνεισαν το 140% των κεφαλαίων τους σε 3 χώρες, το Μεξικό, την Αργεντινή και τη Βραζιλία, οι οποίες στάθηκε αδύνατο να εξυπηρετήσουν το χρέος τους. Αντίστοιχα οι 12 μεγαλύτερες Αμερικανικές Τράπεζες δάνεισαν ποσά που κυμαίνονταν ανάμεσα στο 83% και το 263% των κεφαλαίων τους σε 5 υπερχρεωμένες χώρες της Λατινικής Αμερικής, οι οποίες επίσης στάθηκε αδύνατο να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους.

Οι Αμερικανικές Τράπεζες και κάποιοι πολιτικοί παρέπεμψαν το ζήτημα από την εν λόγω πιστωτική κρίση στο ΔΝΤ, το οποίο ουσιαστικά καλούνταν να παρέχει στις χώρες πίστωση, η οποία στη συνέχεια θα χρησιμοποιούνταν για την αποπληρωμή των χρεών προς τα Αμερικανικά Πιστωτικά Ιδρύματα.

Το ΔΝΤ προκειμένου να ανταποκριθεί στο εν λόγω εγχείρημα χρειάστηκε να αυξήσει σε μεγάλο βαθμό τις εισροές του. Μέρος από αυτά τα έσοδα θα προέρχονταν από τις ΗΠΑ. Το εν λόγω ποσό ανέρχονταν στα 8 δις δολάρια. Το Αμερικάνικο Κογκρέσο συμφώνησε στη δαπάνη με τον όρο ότι θα επιβάλλονταν αυστηρότεροι κανονισμοί, ενώ οι Τράπεζες θα έπρεπε να πληρούν μεγαλύτερες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Αυτές όμως οι απαιτήσεις αποτελούσαν για πολλές από τις Αμερικανικές Εμπορικές Τράπεζες ένα ανταγωνιστικό μειονέκτημα απέναντι σε ξένα πιστωτικά ιδρύματα και κυρίως αυτά της Ιαπωνίας, με αποτέλεσμα την έντονη αντίδρασή τους. Το Κογκρέσο προκειμένου να επιλύσει το θέμα που προέκυπτε συνέδεσε τις απαιτήσεις αυτές με μία διεθνή συνθήκη πάνω στις κεφαλαιακές απαιτήσεις. Αυτή η Διεθνής συνθήκη ήταν η βάση για τη συμφωνία της Βασιλείας, η οποία υπογράφηκε από τους ηγέτες μίας ομάδας 10 χωρών το 1987. Στη συνέχεια η συνθήκη αυτή υιοθετήθηκε από περισσότερα από 100 κράτη.

Τα γεγονότα και οι εξελίξεις που προηγήθηκαν της υπογραφής της Συμφωνίας της Βασιλείας καταδεικνύουν την πολιτική υφή του ζητήματος των διεθνών εποπτικών και ρυθμιστικών κανονισμών. Η ύπαρξη των κανονισμών σε πολλές περιπτώσεις δεν διαδραματίζουν το ρόλο της διόρθωσης ελαττωμάτων της διεθνούς αγοράς, αλλά εξυπηρετούν ουσιαστικά κυβερνήσεις οι οποίες θέλουν να ελαχιστοποιήσουν της συνέπειες της ανακατανομής λόγω κανονιστικών μεταρρυθμίσεων σε ένα διεθνοποιημένο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Οι κίνδυνοι της διεθνούς εποπτείας και ρύθμισης

Θα θεωρούνταν αναμενόμενο το γεγονός ότι υποχρεώνοντας όλες τις κυβερνήσεις να ρυθμίσουν τη λειτουργία των τραπεζών τους σύμφωνα με ένα κοινό σύνολο κανόνων δεν θα έβλαπτε την ασφάλεια των Τραπεζών, ενώ παράλληλα θα δημιουργούσε ένα κοινό επίπεδο λειτουργίας και ανταγωνισμού για τα πιστωτικά ιδρύματα. Παρόλα αυτά υφίστανται πιθανότητες εμφάνισης δυσμενέστατων εξελίξεων.

Η ύπαρξη ρυθμιστικών κανόνων πάντα έχει συνέπειες οι οποίες προκύπτουν χωρίς να επιδιώκονται. Κάτι τέτοιο έχει συμβεί και με το Σύμφωνο της Βασιλείας. Αυτές οι μη προβλεφθείσες συνέπειες οδηγούν μάλλον μακρύτερα παρά κοντύτερα στους επιθυμητούς στόχους.

Η συμφωνία της Βασιλείας προέβλεπε μία ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση του ύψους του 8% για τα διεθνή πιστωτικά ιδρύματα, αλλά παράλληλα απαιτεί πρόσθετα κεφάλαια για τα δάνεια τα οποία θεωρούνται περισσότερο επικίνδυνα. Το σύμφωνο έθεσε 4 κατηγορίες ρίσκου. Για τις κυβερνήσεις του ΟΑΣΕ τέθηκε μηδενικός κίνδυνος, για τις τράπεζες των χωρών του ΟΑΣΕ και για τις κυβερνήσεις των χωρών που δεν ανήκαν στον ΟΑΣΕ τέθηκε ένα 20% κινδύνου, για τα στεγαστικά δάνεια ένα 50% και ένας συντελεστής 100% για όλα τα υπόλοιπα είδη δανείων.

Με αυτή την απλή κατηγοριοποίηση κινδύνου, οι Τράπεζες μετέβαλλαν την πιστοδοτική τους συμπεριφορά με τέτοιο τρόπο, που ήταν αναπάντεχος για αυτούς που θέσπισαν το σύμφωνο.

Έτσι παρατηρήθηκε το φαινόμενο να ωθούνται οι Τραπεζικοί Οργανισμοί στη διατήρηση πιο επικίνδυνων χαρτοφυλακίων δανείων, από ότι θα έκαναν εάν δεν υπόκειντο στο σύμφωνο της Βασιλείας. Λόγω του ότι το σύμφωνο της Βασιλείας καταχωρεί την ίδια βαρύτητα κινδύνου και απαιτήσεις κεφαλαίου σε όλα τα δάνεια σε μία ορισμένη κατηγορία κινδύνου, οι Τράπεζες προτιμούν μέσα σε μία συγκεκριμένη κατηγορία πιστοδοτικού κινδύνου να δανειοδοτούν τους περισσότερο επισφαλείς δανειστές, λόγω των μεγαλύτερων περιθωρίων επιτοκιακών κερδών που μπορούν να αποκομίσουν από αυτούς.

Παράλληλα με αυτήν την εξέλιξη, το Σύμφωνο υποκινεί τις Τράπεζες να εμπλακούν σε ένα αρμπιτράζ ρυθμιστικών κεφαλαίων. Όταν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις δεν βασίζονται σε ένα δεδομένο όπως π.χ. η πιθανότητα της πτώχευσης, οι Τραπεζικοί Οργανισμοί μπορούν συχνά να αναδομήσουν τα χαρτοφυλάκια τους προκειμένου να ελαττώσουν τις κανονιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις, χωρίς όμως την ταυτόχρονη ελάττωση του ρίσκου. Με την ασφάλιση στοιχείων του ενεργητικού τους, οι Τράπεζες είναι σε θέση να ξεδιπλώνουν και να αναδιπλώνουν κινδύνους προκειμένου να μετασχηματίσουν τη θέση τους αναφορικά με τους κινδύνους.

Με βάση αυτά είναι κατανοητό το γιατί αρκετοί είναι επικριτικοί απέναντι σε διεθνείς εποπτικές αρχές όπως το Σύμφωνο της Βασιλείας.

Και παρά το γεγονός ότι υφίσταται μία ευρέως φάσματος συζήτηση αναφορικά με τον τρόπο που θα ξεπερασθούν εμπόδια και δυσκολίες σαν αυτές που παρουσιάστηκαν παραπάνω, πολλές χώρες γίνονται καχύποπτες απέναντι στις διεθνείς εποπτικές αρχές, διότι πιστεύουν ότι αυτές οι εποπτικές αρχές λειτουργούν υποστηρικτικά για τα πιστωτικά ιδρύματα συγκεκριμένων χωρών.

Έτσι για παράδειγμα οι Γερμανικές υπεύθυνες αρχές έχουν καθυστερήσει τη δημοσίευση των προτεινόμενων ρυθμίσεων και αναθεωρήσεων, προκειμένου να προστατεύσουν τα πλεονεκτήματα που υπήρχαν για τις Γερμανικές Τράπεζες στο αρχικό σύμφωνο της Βασιλείας. Παρόμοια οι Ευρωπαϊκές και οι Αμερικανικές Τράπεζες διαφωνούν αναφορικά με τη χρήση εσωτερικών συστημάτων ταξινόμησης, με τις Ευρωπαϊκές τράπεζες να ισχυρίζονται ότι με αυτόν τον τρόπο θα πριμοδοτούνταν οι Τράπεζες των ΗΠΑ, λόγω του ότι οι ίδιες δεν χρησιμοποιούν τέτοιου είδους συστήματα. Για τον ίδιο λόγο υπάρχουν και διαφορές μεταξύ μεγάλων και μικρότερων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Παράλληλα υφίστανται και κάποιες άλλου είδους συνέπειες. Πολλές χώρες που θα επιθυμούσαν να υιοθετήσουν δικούς τους κανόνες δεν δύνανται να το κάνουν γιατί κατά κάποιο τρόπο είναι «αιχμάλωτες» των διεθνών κανονιστικών αρχών τις οποίες απεδέχθησαν και οι οποίες θα πρέπει να «εγκρίνουν» τις νέες ρυθμίσεις.

Έτσι παρά το γεγονός ότι οι βασικές ιδέες για την θέσπιση και την εφαρμογή των διεθνών ρυθμιστικών κανόνων αποσκοπούσαν στη δημιουργία ενός «πεδίου» ανταγωνισμού κοινού για όλες τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του Κόσμου, το αποτέλεσμα είναι εντελώς διαφορετικό.

Για πολλούς η μόνη λύση είναι η ενδυνάμωση των κανονισμών σε επίπεδο χώρας και η ύπαρξη διεθνών γενικότερων κανονισμών που να ενσωματώνουν σε κάποιο βαθμό αυτούς τους κανονισμούς.

Ίσως η λύση να είναι στην ενεργοποίηση και την εμβάθυνση της πραγματικής παγκοσμιοποίησης, η οποία θα βασίζεται στην αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αγοράς ως μίας οντότητας.

Εναλλακτικές προσεγγίσεις στην Εποπτεία και τη Ρύθμιση. Κάποιες γενικές

Μία Αρχή εποπτείας έχει ένα ευρύ φάσμα διαθέσιμων εργαλείων: κανόνες, υποχρεωτικές αρχές και απαιτήσεις, κίνητρα, καθοδήγηση, παρακολούθηση, παρέμβαση, κυρώσεις και ανταμοιβές.

Ένα σημείο κλειδί για τον οποιοδήποτε ρυθμιστή, καθώς και για τον οποιοδήποτε που καλείται να σχεδιάσει και να εφαρμόσει μία πολιτική, σχετίζεται με την επιλογή των κατάλληλων από τα διαθέσιμα όργανα πολιτικής, καθώς και στον τρόπο με τον οποίο αυτά θα συνδυασθούν, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι. Ειδικά ο τρόπος που θα συνδυασθούν οι επιλεγείσες μέθοδοι είναι το πλέον λεπτό και ουσιώδες θέμα. Τα διάφορα όργανα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μία μεγάλη ποικιλία συνδυασμών και με διάφορους βαθμούς έντασης.

Έχοντας σαν δεδομένη την ανάγκη της χρηματοοικονομικής ρύθμισης και εποπτείας, το ζήτημα που τίθεται έχει να κάνει με θέματα όπως πληροφόρηση, φερεγγυότητα, ανταγωνιστικότητα, ακεραιότητα, αποκατάσταση και προώθηση του ανταγωνισμού στη βιομηχανία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Υπάρχουν κατά κύριο λόγο 2 γενικές και εναλλακτικές προσεγγίσεις στην εποπτεία και ρύθμιση.

Στο ένα άκρο του φάσματος η θεσμοθετούσα αρχή θέτει ακριβείς ρυθμιστικές απαιτήσεις οι οποίες εφαρμόζονται σε όλες τις εποπτευόμενες επιχειρήσεις. Ενώ μπορούν να υπάρχουν περιορισμένες διαφοροποιήσεις εντός των ρυθμίσεων, η υπόθεση αποσκοπεί σε ένα υψηλό βαθμό ομοιομορφίας.

Στο άλλο άκρο του φάσματος η θεσμοθετούσα αρχή θέτει ένα σύνολο σαφών στόχων και γενικών αρχών. Στη συνέχεια επαφίεται στην κάθε εποπτευόμενη επιχείρηση ή οργανισμό να επιδείξει στην επιβλέπουσα αρχή πώς οι εν λόγω στόχοι και αρχές επιτυγχάνονται με τις επιλεγμένες διαδικασίες.

Η 2^η προσέγγιση είναι σαφώς περισσότερο ευέλικτη. Τα οφέλη για την εποπτευόμενη επιχείρηση ή οργανισμό είναι η ελαχιστοποίηση κόστους ρύθμισης και εποπτείας με την υποβολή ενός σχεδίου στην εποπτεύουσα αρχή, το οποίο αφενός θα ικανοποιεί τις απαιτήσεις της τελευταίας, αλλά και ταυτόχρονα θα είναι και αυτό που θα αρμόζει καλύτερα στις ιδιαιτερότητες της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία κινήθηκε σε τρεις (3) διαφορετικούς γνωστικούς χώρους και προσπάθησε να μελετήσει τις μεταξύ τους αλληλεπιδράσεις.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε είναι δυνατόν να συνοψίσουμε τα αποτελέσματά της ως ακολούθως:

1. Η τάση για διεθνοποίηση είναι κάτι που βιώνεται σχεδόν σε όλη την υφήλιο. Ωστόσο υπάρχουν ενδείξεις σημαντικές ότι αυτό που γίνεται πιθανόν να μη σχετίζεται με μία διεργασία παγκοσμιοποίησης, αλλά αύξησης των συναλλαγών σε περιφερειακό και μόνο επίπεδο.
2. Η τάση για εξωστρέφεια της οικονομικής δραστηριότητας, ειδικά στο χρηματοοικονομικό επίπεδο προέρχεται κυρίως από την αύξηση του ανταγωνισμού και την εξέλιξη της τεχνολογίας η οποία προσέδωσε δυνατότητες που δεν υπήρχαν παλαιότερα.
3. Οι ροές κεφαλαίων δείχνουν μία σαφή προτίμηση προς τις ανεπτυγμένες αγορές, ενώ αντίστοιχα οι ροές προς τις αναπτυσσόμενες χώρες είναι σαφώς περιορισμένες και παρά την υποτιθέμενη εξέλιξη της διεργασίας της παγκοσμιοποίησης.
4. Από τα αποτελέσματα μελετών σχετικά με τη διαφοροποίηση του διεθνούς χαρτοφυλακίου συνάγεται ότι παρά τη διεθνοποίηση των αγορών, τα κεφάλαια δείχνουν σαφώς μία εξωστρέφεια, που συνοδεύεται όμως από μία προτίμηση προς «οικείες αγορές», γεγονός το οποίο δικαιολογείται από την ύπαρξη ακόμα έντονων ασυμμετριών πληροφόρησης. Η απόσταση παρά την εξέλιξη της τεχνολογίας ακόμα επιδρά αρνητικά στη μείωση του αναλαμβανόμενου κινδύνου.

5. Η διαδικασία εφαρμογής νέων κανόνων και εποπτικών αρχών αποτελεί μία διεργασία απορρύθμισης των παλαιών κανόνων και μίας διεργασίας επαναρρύθμισης πάνω σε καινούργιες βάσεις και νέα δεδομένα.
6. Οι διεθνείς εποπτικές αρχές σκοπεύουν κατά κύριο λόγο στην προστασία του ανταγωνισμού, τη σταθερότητα του συστήματος και την προστασία των μικροεπενδυτών, οι οποίοι δεν έχουν πρόσβαση σε τόσο καλή ενημέρωση.
7. Οι διεθνείς εποπτικές αρχές έχουν γίνει συχνά αντικείμενο κριτικής για το ότι ουσιαστικά προωθούν τα συμφέροντα των χωρών εκείνων οι οποίες φέρονται να είναι οι κύριοι υποστηρικτές τους και εμπνευστές τους.
8. Η θέσπιση και εφαρμογή Διεθνών Εποπτικών Αρχών θα πρέπει να παρέχει κίνητρα για την εφαρμογή τους, να είναι μελετημένη στο έπακρο αναφορικά με τις εμπλεκόμενες διαδικασίες, ενώ θα πρέπει να στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη δημοσιοποίηση των ευρημάτων και των αποτελεσμάτων της, προκειμένου να παρέχεται η μέγιστη δυνατή πληροφόρηση στους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Aba Al-Khail, M., Berglund, T., (2001), “The Impact of the EMU on International Portfolio Investments”, *Tor Vergata University, CEIS, Departmental Working Paper No 141*
2. Aba Al-Khail, M., (2003), “Essays on the determinants of International Portfolio Investments” *Publications of the Swedish School of Economics and Business Administration, Nr. 141*
3. Adam, K., Jappelli T., Menichini A., Padula M., Pagano M.,(2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union, CSEF*
4. Arestis, P., Basu, S., (2003) “Financial Globalization and Regulation” *The Levy Economic Institute of Bard College , Working Paper No 397*
5. Βελέντζας, Ι., (2001) *Χρηματιστήρια Κεφαλαιαγορά*, Εκδόσεις ΙuS , Θεσ/νίκη
6. Benston, G.J. (1998), “Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals”,
7. Hobart Paper No. 135, London, Institute of Economic Affairs.
8. Coeurdacier, N., Guibaud, S., (2005), “ International Portfolio Diversification is Better than you think” *Paris-Jourdan Sciences Economiques*
9. Demirguc-Kunt, A., Detragiache, E., (1998), “Financial Liberalization and Financial Fragility” *IMF Working Paper 98/83*.

10. Driessen, J., Laeven, L., (2005). “ International Portfolio Diversification Benefits: Cross – Country Evidence from an Local Perspective“ *Draft paper published in the World Wide Web*
11. Fratzscher, M., (2001), “Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets” *Working Paper No. 48*, European Central Bank
12. French, K., R., Poterba J., M., (1991) “ International diversification and International Equity Markets” *American Economic Review, volume 81, pp 222-226.*
13. Gabaix, X., Gopikrishnan, P., Plerou, V., Stanley, H. E., (2006), “Instutional Investors and Stock Market Volatility” *Quarterly Journal of Economics* ,2, pp 461-504
14. Giorgio, D., G., Carmine, D., N., (2001) “ Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A four Peak Proposal” *The Wharton Financial Institutions Center*
15. Goodhart, C., A., E., (1995) “Some Regulatory Concerns” *Financial Market Group Special Papers*, sp 79 (LSE)
16. Goodhart, C., A., E., (1996) “An Incentive Structure for Financial Regulation” *Financial Markets Group Special Papers*, sp 88 (LSE)
17. Hatchondo, J., C., (2005) “ Asymmetric Information and the lack of International Portfolio Diversification” *Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper 05-07.*
18. Καρφάκης, Κ., (2003), *Διεθνείς Νομισματικές Σχέσεις*, Τυπωθήτω, Αθήνα

19. King, R. G. and R. Levine. 1993b. “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence.” *Journal Monetary Economics* (32): 513-542.
20. Evidence.” *Journal Monetary Economics* (32): 513-542.
21. Levine, R., Schmukler, S., L., (2006), “Internationalization and Stock Market Liquidity” *Review of Finance* 10: 1-35
22. Llewellyn, D., (1999) “ The Economic Rationale for Financial Regulation” *Financial Services Authority*
23. Markowitz, H., (1952) “Portfolio Selection” *The Journal of Finance*, Vol. 7 pp 77 –91.
24. Merton, R., (1987). “Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information” *Journal of Finance* 42 pp 483-510
25. King, R. G., Levine R., (1993). “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right.”
26. *Quarterly Journal of Economics* 108: 717-737.
27. Oatley, T., (), “The dilemmas of International Financial Regulation”, *Regulation*, Vol. 23, No 4
28. Πελαγίδης, Θ., Κ., (2001), *Πόσο έχει προχωρήσει η Παγκοσμιοποίηση*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
29. Portes, R., Rey, H., (2000) “The Determinants of Cross Border Equity Flows” *Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science Globalization Programme*

30. Sharp, W., (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, the Journal of Finance, Vol. 19, No. 3 pp 425-442
31. Stigler, J., G., (1971), “The theory of Economic Regulation” *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1 (Spring, 1971) , pp. 3-21
32. Stulz, R., (2005), “Presidential Address: The limits of Financial Globalization” *The Journal of Finance*, VOL LX, No 4 pp. 1595-1639
33. Συριόπουλος, Κ., (1999) *Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Τόμος Ι – Θεωρία και Ανάλυση*, Εκδόσεις Ανίκουλα, Θεσσαλονίκη
34. Tesar, L. L., Werner, I., M., (1995) “Home bias and high Turnover” , *Journal of International Money and Finance*, Vol.14, No.4, 467-492.
35. Wight, M., (1998), *Διεθνής Θεωρία, Τα Τρία Ρεύματα Σκέψης*, Εκδόσεις Ποιότητα, Αθήνα