

**Χρηματοοικονομικές Καινοτομίες: Πότε γίνονται
με μεγαλύτερη συχνότητα; Ποιοι φορείς τις
υλοποιούν; Ποια η επίδραση τους στον
χρηματοπιστωτικό τομέα ειδικά και στην
οικονομία γενικότερα;**

της Ευγενίας Ζαφειράτου

Επιβλέπων Καθηγητής Ε. Τσιριτάκης



Πειραιάς 2009

Περιεχόμενα

1	Εισαγωγή	3
1.1	Εισαγωγή - Σκοπός διπλωματικής.....	3
1.2	Ορισμός καινοτομίας.....	5
1.3	Κατηγοριοποίηση καινοτομιών	6
2	Ανάλυση Διαδικασίας Χρηματοοικονομικής Καινοτομίας	11
2.1	Κανονιστικοί περιορισμοί.....	11
2.2	Αναποτελεσματικότητα αγορών.....	12
2.3	Είδος χρηματαγορών και ρόλος του marketing.....	13
2.4	Θεσμικές αλλαγές.....	13
3	Αίτια Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών.....	14
3.1	Εγκατάλειψη σύνδεσης αμερικάνικου δολαρίου με τον χρυσό.....	14
3.2	Μεταβλητότητα πληθωρισμού και διακυμάνσεις ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων	15
3.3	Ανάπτυξη τεχνολογίας.....	16
3.4	Μεταβολές στο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας.....	16
3.5	Ακαδημαϊκή Έρευνα.....	17
3.6	Φορολογικές ρυθμίσεις.....	17
3.7	Νομοθετικές ρυθμίσεις.....	18
4	Ποιοι φορείς καινοτομούν	19
4.1	Καινοτομία από την πλευρά του ιδιωτικού τομέα.....	19
4.2	Καινοτομία από την πλευρά του δημόσιου τομέα.....	20
5	Παραδείγματα Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών	22
5.1	Αγορά Ευρωδολλαρίων (Eurodollar Market).....	22
5.2	Τιτλοποίηση (Securitization)	23
5.3	Corporate Securities.....	24
5.4	Σύμφωνο Βασιλείας I, II (Basel I, II).....	27
5.5	Liquid Yield Option Note (LYON)	28
6	Πνευματικά Δικαιώματα	30
7	Οικονομικές Κρίσεις και Καινοτομία	32
8	Επίδραση Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών	37
8.1	Αρνητικές επιδράσεις καινοτομιών.....	37
8.2	Θετικές επιδράσεις καινοτομιών	40

9	Επίλογος	41
	Βιβλιογραφία	44

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

1. Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή – Σκοπός Διπλωματικής

Η ενασχόληση των Αρχαίων Ελλήνων με οικονομικά θέματα αρχίζει κυρίως από την Κλασική Εποχή και επεκτείνεται μέχρι τις μέρες μας. Ήταν η φυσική εξέλιξη των ανθρωποκεντρικών επιστημών και η ενδελεχής παρακολούθηση της κοινωνίας, που ώθησε τους κλασικούς να στραφούν στην παρατήρηση των οικονομικών διεργασιών και τελικά να διαμορφώσουν νέες ξεχωριστές αρχές και κανόνες που άπτονταν της οικονομίας. Ξεκινώντας από τον Ξενοφώντα, τον Πλάτωνα και τον Αριστοτέλη, καταλήγουμε στους οικονομολόγους, πλέον, της σύγχρονης εποχής, όπως οι Merton Miller, Robert Merton, Joseph Schumpeter, Peter Tufano και πολλοί άλλοι.

Ένα από τα πεδία ενδιαφέροντος της οικονομικής επιστήμης και πιο συγκεκριμένα της χρηματοοικονομικής επιστήμης, είναι και οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες, οι οποίες αποτελούν και το αντικείμενο μελέτης αυτής της εργασίας. Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή στην έννοια της καινοτομίας και στην συνέχεια, στην δεύτερη ενότητα, αναλύονται οι θεωρητικές προσεγγίσεις της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Στην τρίτη ενότητα εξετάζονται τα αίτια των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και στην τέταρτη ενότητα αναλύεται ποιοι φορείς τελικά είναι αυτοί που επιλέγουν να καινοτομήσουν. Στην πέμπτη ενότητα παρουσιάζονται περιπτώσεις σύγχρονων σημαντικών χρηματοοικονομικών καινοτομιών και στην έκτη ενότητα αναλύονται τα πνευματικά δικαιώματα που συνδέονται άμεσα με τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες ειδικά και την καινοτομία γενικότερα. Στις δύο τελευταίες ενότητες, εξετάζεται η επίδραση των καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων στον κόσμο, αναφορικά με τις οικονομικές κρίσεις αλλά και γενικότερα.

Η απαρχή της καινοτομίας είναι δύσκολο να προσδιοριστεί χρονικά στην ιστορία της οικονομικής επιστήμης. Είναι πιο εύκολο να αναζητήσουμε δείγματα καινοτομικών ενεργειών σε άλλα πεδία της ανθρώπινης δραστηριότητας, όπως για παράδειγμα η εφεύρεση του Leonardo Da Vinci, που πρωτοσχεδίασε το αεροπλάνο ή ακόμη του Alexander Graham Bell που ανακάλυψε το τηλέφωνο, παρά να αναζητήσουμε αντίστοιχα δείγματα στην οικονομική επιστήμη. Σίγουρα όμως η ενασχόληση του Schumpeter (1939) με την καινοτομία αποτελεί μία πρώτη ένδειξη. Πιο

συγκεκριμένα, στο βιβλίο του με τίτλο Οικονομικοί Κύκλοι (Business Cycles, 1939), ο Schumpeter εξέτασε την σημασία της καινοτομίας. Θεώρησε ότι οι οικονομικοί κύκλοι, στις καπιταλιστικές οικονομίες, είναι αποτέλεσμα της εισαγωγής και της ενσωμάτωσης των καινοτομιών. Μία καινοτομία δηλαδή, θα ενεργοποιήσει την έναρξη του οικονομικού κύκλου και θα οδηγήσει σε διάχυση ακόμη περισσότερων καινοτομιών, οδηγώντας τελικά σε ανάπτυξη της οικονομίας και υψηλότερα επίπεδα αποτελεσματικότητας. Πιστεύοντας βαθιά στον επιχειρηματία και στην ατομικότητα του, σαν κινητήρια δύναμη της κοινωνίας και εκφράζοντας την βεβαιότητα ότι, ωθούμενος από την ανάγκη και την ορμή να διαχωριστεί και κατά συνέπεια να πετύχει, κινητοποιεί τις δυνάμεις του για την εύρεση νέων τρόπων κερδοφορίας, τελικά συμβάλει καθοριστικά στην ανάπτυξη των οικονομικών καινοτομιών (κίνηση των οικονομικών κύκλων). Ο Schumpeter πίστευε στην θεμελιώδη αρχή της οικονομικής ισορροπίας (Walrasian Equilibrium). Κάθε πράξη καινοτομίας προερχόμενη από επιχειρηματία, διατάρασσε την ισορροπία και κατά συνέπεια, κινητοποιούσε το σύνολο της οικονομίας στην προσπάθεια να ευθυγραμμιστεί με τους νέους όρους. Ως άμεσο επακόλουθο ξεκινούσε ολόκληρη σειρά αλλαγών και νέων πρακτικών, με σκοπό την επίτευξη νέας, υψηλότερης, ισορροπίας. Σαν φυσικό αποτέλεσμα, το σύνολο της οικονομίας επωφελούνταν από τις νέες αλλαγές. Σε αντίθεση με τον Keynes, ο Schumpeter πίστευε πως η θεωρία της ισορροπίας δεν ήταν επαρκής να συμπεριλάβει το σύνολο των κανόνων της οικονομικής δραστηριότητας. Για να μπορέσει τελικά να συμβεί αυτό, σύμφωνα με την θεωρία του, έπρεπε να περιληφθεί ένα καπιταλιστικό σύστημα στην ολότητα, εμπεριέχοντας και τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, που φροντίζουν για την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, πραγματοποίησε έμμεση εισαγωγή και στην ανάγκη για συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές καινοτομίες στον τραπεζικό τομέα, ως απαραίτητα εξωτερικά ερεθίσματα για την συνολική ανάπτυξη. Στην κορύφωση της θεωρίας του περί επιχειρηματικότητας και καινοτομίας, κατέληξε σε δύο φράσεις που σήμερα μπορούν να θεωρηθούν συμπληρωματικές. Υποστήριξε πως η αλλαγή μπορεί να επέλθει από δύο παράγοντες, α) τους ιδιώτες επιχειρηματίες που χαράζουν νέα πορεία δημιουργώντας καινούριες αγορές, προϊόντα και πρακτικές (συνέλαβε, χρησιμοποίησε και έκανε δημοφιλή τον γερμανικό όρο 'Unternehmergeist' που σε ελεύθερη μετάφραση αποδίδεται ως 'Επιχειρηματικό Πνεύμα') και β) από τις μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις που αναγνωρίζουν την καινοτομία ως βασικό συστατικό της οικονομικής τους ευημερίας και χειρίζονται τον τομέα σαν ξεχωριστή,

συγκεκριμένη πρακτική στην οποία επενδύουν, που δεν είναι άλλη από την έρευνα και ανάπτυξη (Research and Development). Τέλος, αφού εισήγαγε την έννοια της καινοτομίας στην καπιταλιστική οικονομία, δεν έμενε άλλο από το να διαχωρίσει την καινοτομία από την εφεύρεση, μια σύγχυση που επικρατούσε κατά κόρον εκείνη την περίοδο και οδηγούσε σε λανθασμένες εκτιμήσεις και περιορισμούς αναφορικά με τα πραγματικά αίτια των αλλαγών που συνέβαιναν σε διάφορα θέματα της εποχής. Οι καινοτομίες εξήγησε, μπορούν να πραγματοποιηθούν χωρίς εφεύρεση και οι εφευρέσεις δεν περιλαμβάνουν απαραίτητα καινοτομία. Θεώρησε πως, όταν οι καινοτομίες θα διαχωριστούν πλήρως από την έννοια της εφεύρεσης, αυτομάτως θα αποτελούν έναν εσωτερικό παράγοντα αλλαγής, όπως είναι για παράδειγμα οι μεταβολές στις προτιμήσεις των καταναλωτών και η ανάπτυξη, χωρίς να εξαρτώνται από κάτι άλλο και θα εξηγούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα φαινόμενα. Και ακολουθώντας αυτήν την πορεία σκέψης, αντιλαμβανόμαστε ότι η καινοτομία αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην οικονομική ιστορία των καπιταλιστικών οικονομιών και ότι είναι υπεύθυνη για πολλές αλλαγές που κατά καιρούς αποδίδονταν σε άλλους παράγοντες.

1.2 Ορισμός καινοτομίας

Η ενασχόληση του Schumpeter με το αντικείμενο της καινοτομίας οδήγησε και άλλους μελετητές προς αυτήν την κατεύθυνση, με αποτέλεσμα την δημιουργία εκτενούς βιβλιογραφίας αναφορικά με το θέμα και άμεσο επακόλουθο τους πολλαπλούς ορισμούς και κατηγοριοποιήσεις για την καινοτομία, όπως παραθέτονται κατωτέρω.

Καινοτομία (innovation), σύμφωνα με τον Rogers (1962: 13, 1995:11) 'είναι μία ιδέα θεωρούμενη ως νέα από το άτομο' και στον εμπλουτισμό αργότερα της ερμηνείας του, 'καινοτομία είναι μία ιδέα, πρακτική ή αντικείμενο θεωρούμενο ως νέο από το άτομο ή αυτόν που θα το υιοθετήσει'. Στον ορισμό του Zaltman et al. (1973:10) ως καινοτομία ορίζεται η ιδέα, πρακτική ή υλικό κατασκεύασμα που θεωρείται νέο από αυτόν που θα το υιοθετήσει. Με την σειρά του ο Theodore Levitt έσπευσε να αποσαφηνίσει την διαφορά ανάμεσα στην δημιουργικότητα και την καινοτομία αναφέροντας πως 'δημιουργικότητα είναι η σύλληψη νέων ιδεών, καινοτομία είναι η χρήση των νέων ιδεών'. Την φυσική εξέλιξη της πρότασης έδωσε στον δικό του ορισμό ο Watts Humprey αναφέροντας πως 'Καινοτομία είναι η διαδικασία της

μετατροπής των ιδεών σε μορφή ικανή να παραχθεί και εμπορευματοποιηθεί'. Μια προσπάθεια σύμπτυξης της καινοτομίας στον χώρο της οικονομίας και συγκερασμού των ανωτέρω ορισμών μπορεί να επιτευχθεί με την φράση πως ως καινοτομία χαρακτηρίζει οποιαδήποτε αλλαγή στις παρούσες πρακτικές με σκοπό την βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Αυτοί οι ορισμοί αποσαφηνίζουν ότι δεν είναι απαραίτητο η καινοτομία να αφορά στο σύνολο του πληθυσμού, αλλά απλά και μόνο σε μία εταιρεία ή σε ένα άτομο. Από την άλλη πλευρά, οι West and Altink (1996), θεωρούν ότι καινοτομία είναι η σκόπιμη ανάπτυξη και εφαρμογή μέσα σε ένα σύνολο, ιδεών, διαδικασιών, προϊόντων, νέων προς αυτόν που θα τις υιοθετήσει, σχεδιασμένες να ωφελήσουν το υποκείμενο ή την κοινωνία ως σύνολο. Όμοια και ο Rickards (1991:105) ορίζει την καινοτομία ως μία λύση στα κοινωνικά ζητήματα που ξεφεύγει από τις συνηθισμένες. Οι οικονομολόγοι επίσης χρησιμοποιούν τον όρο καινοτομία, τον χρησιμοποιούν όμως για να εκφράσουν μεταβολές στην οικονομία, όπως επίσης και για να εκφράσουν τα αποτελέσματα αυτών των μεταβολών.

Παρότι οι παραπάνω ορισμοί της καινοτομίας είναι γενικοί και δεν αφορούν μόνο στην χρηματοοικονομική καινοτομία, ταιριάζουν όμως απόλυτα και επεξηγούν το ίδιο κατανοητά τον ορισμό για την χρηματοοικονομική καινοτομία, καθώς σύμφωνα με τον Peter Tufano (2002) χρηματοοικονομική καινοτομία είναι η πράξη του να δημιουργείς και εν συνεχεία να επικοινωνείς, νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία καθώς και νέες τεχνολογίες, ιδρύματα και αγορές. Όποιον από τους παραπάνω ορισμούς και να επιλέξουμε, καταλήγουμε στο ίδιο συμπέρασμα, ότι καινοτομία είναι η δημιουργία, για πρώτη φορά, μίας νέας ιδέας / θεωρίας / αντικειμένου / γεγονότος με σκοπό την βελτίωση της υπάρχουσας κατάστασης, είτε αυτή θα αφορά σε ένα μεμονωμένο άτομο, είτε θα αφορά στο σύνολο της κοινωνίας.

1.3 Κατηγοριοποίηση καινοτομιών

Υπάρχουν τρία βασικά είδη καινοτομιών σύμφωνα με την Baker (2002), οι καινοτομίες μεθόδων (process), οι καινοτομίες προϊόντων / υπηρεσιών (product / services) και οι καινοτομίες διαδικασιών (strategy / business), κάθε μία από τις οποίες μπορεί να διαφοροποιηθεί σε σχέση με τον βαθμό πρωτοτυπίας / πρωτοπορίας και τον αντίκτυπο που έχει στην κοινωνία.

Οι καινοτομίες μεθόδων αναφέρονται σε νέους σχεδιασμούς ή βελτιώσεις υφιστάμενων παραγωγικών διαδικασιών. Αυτό περιλαμβάνει αλλαγές σε τεχνικές, εξοπλισμό ή λογισμικά. Πολύ συχνά οι καινοτομίες της κατηγορίας αυτής επιτυγχάνονται με την γεφύρωση και ενσωμάτωση διαδικασιών που προέρχονται από άλλες γραμμές παραγωγής. Το αποτέλεσμα οδηγεί στην χρησιμοποίηση πρακτικών ξένων με την παρούσα παραγωγή, αλλά ικανών να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα. Συνήθως οι καινοτομίες μεθόδων οδηγούν σε δραστικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας εταιρειών, μηχανισμών και διαδικασιών. Πρόσθετα οι καινοτομίες μεθόδων εφαρμόζονται και σε τομείς που δεν αφορούν την καθεαυτή παραγωγή του προϊόντος, μα αφορούν συμπληρωματικές λειτουργίες, όπως την γρηγορότερη και πιο αποτελεσματική μεταφορά των προϊόντων στην αγορά και τον τελικό καταναλωτή (logistics). Κλασικά παραδείγματα καινοτομίας μεθόδων θεωρούνται οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και τα ATMs (Automated Teller Machines). Όσον αφορά στην παραγωγή και την εισαγωγή καινοτομίας μεθόδων είναι απαραίτητο να αναφερθεί η σύλληψη και χρήση της έννοιας γραμμής παραγωγής από τον Ford, όπου για πρώτη φορά τα εξαρτήματα μετακινούνταν προς τον εργάτη, όπου επαναλαμβάνοντας μικρές, συγκεκριμένες εργασίες, μεγιστοποιούσε την αποτελεσματικότητα σε επίπεδο ποιότητας αλλά και χρόνου.

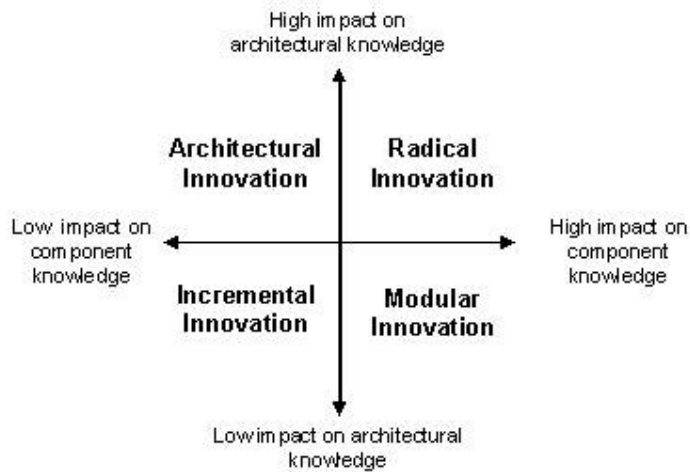
Οι καινοτομίες προϊόντων / υπηρεσιών αφορούν στην εισαγωγή ενός νέου ή βελτιωμένου αγαθού ή υπηρεσίας αναφορικά με τα χαρακτηριστικά του ή την χρήση του. Με τους όρους 'νέο' και 'βελτιωμένο' θεωρείται είτε η εισαγωγή νέων χαρακτηριστικών που δεν απαντώνται ως τώρα, είτε ο συνδυασμός παλαιότερων χαρακτηριστικών που χρησιμοποιούνταν όμως με διαφορετικό / ημιτελή τρόπο και ο συνδυασμός τους προσδίδει καινοτόμα χαρακτηριστικά στο προϊόν. Στην συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση υπάρχει ευρεία γκάμα επιλογών από την οποία μπορούμε να διαλέξουμε, όπως είναι για παράδειγμα τα κινητά τηλέφωνα, οι τηλεοράσεις, η ηλεκτρονική τραπεζική.

Τέλος, οι καινοτομίες διαδικασιών αναφέρονται σε νέους σχεδιασμούς και πολιτικές που μπορεί να αναπτύξει μία μεμονωμένη εταιρεία ή ακόμα και ένα κράτος. Σκοπός είναι η καλύτερη αφομοίωση των χαρακτηριστικών της αγοράς στην οποία η εταιρεία κινείται, αλλά και η ορθή τοποθέτηση στην πλευρά των πλεονεκτημάτων, του τρόπου παραγωγής, εξαλείφοντας ή ελαχιστοποιώντας, τις οποίες αδυναμίες. Ο ανωτέρω

ορισμός μπορεί να αφορά στην καθημερινότητα της εργασίας σε επίπεδο παραγωγής, σε επίπεδο ποιότητας εργασίας (πχ Open Office Concept), αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης με την εισαγωγή νέων, ποιοτικότερων, πιο εστιασμένων μεθόδων διοίκησης. Τέλος, δεν είναι τυχαίο ότι αναφέρθηκε στους πιθανούς εισηγητές και το κράτος, καθώς οι καινοτομίες διαδικασιών συχνά αφορούν και σχέσεις της επιχείρησης με εξωτερικούς παράγοντες, ένας από τους οποίους μπορεί να είναι οι κυβερνήσεις, ανατρέποντας έτσι την παλαιότερη αντίληψη πως ανάπτυξη στην ελεύθερη οικονομία μπορεί να υπάρξει μόνο στην πλήρη απουσία κρατικού παρεμβατισμού. Παράδειγμα αποτελεί η οικονομική οργάνωση της Σιγκαπούρης, όπου οι ισχυρές προσπάθειες της κυβέρνησης να προσελκύσει ξένα κεφαλαία και επενδύτες, προσφέροντας ιδανικές συνθήκες ανάπτυξης, απέδωσε, δημιουργώντας ισχυρή οικονομία αλλά και υπερδραστήρια αγορά, που πρωτοστατεί πλέον σε θέματα καινοτομίας προϊόντος (αφού οι καινοτομίες διαδικασιών έθεσαν τις βάσεις), δημιουργώντας τεραστία κερδοφορία και αποτελώντας οδηγό στις διεθνείς εξελίξεις σε θέματα ανάπτυξης λογισμικού και νέων τεχνολογιών.

Αναφορικά με τις λοιπές κατηγοριοποιήσεις της καινοτομίας, βρίσκουμε την διάκριση σε ριζικές (radical) ή διορθωτικές (incremental) (Ettlie et al (1984); Utterback (1994); Garcia and Calantone (2002); Dewar and Dutton (1986)). Ριζικές ονομάζονται οι καινοτομίες που διαφέρουν από τα υπάρχοντα προϊόντα, ανοίγουν νέες οπτικές και απαιτούν την δημιουργία ενός νέου πλαισίου στο οποίο και θα ενταχθούν, σε αντίθεση με τις διορθωτικές καινοτομίες που δημιουργούν απλώς αλλαγές ή τροποποιήσεις σε υπάρχοντα προϊόντα και ενισχύουν τις τρέχουσες δυνατότητες των εταιρειών. Οι Henderson and Clark ωστόσο παρατήρησαν ότι αυτή η κατηγοριοποίηση δεν τους ήταν αρκετή για να εξηγήσουν γιατί μία επιχείρηση επιλέγει να καινοτομήσει και κάτω από ποιες συνθήκες επιλέγει να το κάνει. Αυτός ο προβληματισμός τους οδήγησε στην υιοθέτηση δύο διαστάσεων για το τεχνολογικό υπόβαθρο που απαιτείται για την δημιουργία καινοτομίας, την γνώση των συστατικών (knowledge of the components) και την γνώση της αρχιτεκτονικής (architectural knowledge). Σύμφωνα με το μοντέλο (βλ. Διάγραμμα) που πρότειναν, μία διορθωτική καινοτομία (incremental innovation) θα δημιουργηθεί πάνω σε υπάρχοντα συστατικά και υπάρχουσα αρχιτεκτονική γνώση (κατασκευαστική γνώση). Παράδειγμα διορθωτικής καινοτομίας είναι τα διαφορετικά είδη παραγώγων

που αναπτύσσονται συνεχώς, όπως τα προϊόντα πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps).



Διάγραμμα

Μία πρότυπη καινοτομία (modular innovation) θα αναφέρεται σε έναν σταθερό συντελεστή για την δημιουργία ενός νέου στοιχείου, όχι όμως εντελώς νέου προϊόντος και ταυτόχρονα η αρχιτεκτονική γνώση θα παραμείνει αδιαφοροποίητη. Στην ακριβώς αντίπερα όχθη βρίσκεται η αρχιτεκτονική καινοτομία (architectural innovation), η οποία θα έχει μεγάλη επίδραση στα συστατικά του προϊόντος χωρίς όμως να τα τροποποιεί, όπως είναι, για παράδειγμα, η τεχνολογία των Windows και τα Windows XP. Τέλος, όταν η καινοτομία αφορά στην εξέλιξη τόσο των συστατικών όσο και της αρχιτεκτονικής, εμπίπτει στην κατηγορία που ονόμασαν ριζική καινοτομία (Henderson and Clark, 1990). Στα παραδείγματα ριζικών καινοτομιών μπορούν να συμπεριληφθούν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και ο παγκόσμιος ιστός (World Wide Web).

Στους διάφορους ορισμούς των κατηγοριοποιήσεων της καινοτομίας δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στην διαδικασία της ανάπτυξης (development) και της εφαρμογής (implementation). Η ανάπτυξη νέων ιδεών απαιτεί την αφιέρωση χρόνου, κόπου και χρήματος. Οι περισσότεροι ερευνητές φαίνεται να καταλήγουν πως η διαδικασία της καινοτομίας δεν είναι μία γραμμική συνάρτηση εξέλιξης, αλλά ένα συνοθήλευμα από ιδέες και δρόμους που πρέπει να ακολουθήσει κάθε μία από τις διαφορετικές ομάδες / μονάδες που θα πάρουν μέρος σε αυτήν (Van de Ven,

1995:275). Τον παραπάνω διαχωρισμό συμμαρξζεται εν μέρη ο Zaltman et al. (1973) καθώς δέχεται την διαδικασία της καινοτομίας να αποτελείται από δύο στάδια, την δημιουργία (initiation) και την εφαρμογή (implementation), τα οποία με την σειρά τους διασπώνται σε επιμέρους στάδια. Έναν διαφορετικό διαχωρισμό προτείνει ο Daft (1978), ο οποίος θεωρεί ότι υπάρχουν περισσότερα από δύο στάδια στην διαδικασία αυτή και συγκεκριμένα αυτά της σύλληψης της ιδέας (conception), της πρότασης (proposal), της απόφασης να υιοθετηθεί η ιδέα (adoption) και τελικά της εφαρμογής της (implementation). Επέκταση του παραπάνω διαχωρισμού προτείνουν οι Booz, Allen and Hamilton (1982) που θεωρούν ότι υπάρχουν τα εξής επτά στάδια: ανάπτυξη στρατηγικής των νέων προϊόντων (new product development strategy), γέννηση της ιδέας (idea generation), ξεκαθάρισμα και εκτίμηση (screening and evaluation), επιχειρηματική ανάλυση (business analysis), ανάπτυξη (development), έλεγχος (testing) και προώθηση στην αγορά (commercialization).

2. Ανάλυση Διαδικασίας Χρηματοοικονομικής Καινοτομίας

Στην ενότητα αυτή αναλύεται το θεωρητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο δημιουργούνται οι κατάλληλες προϋποθέσεις για την διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και κατά πόσο στο οποίο πλαίσιο, τα θεσμικά όργανα των εκάστοτε κοινωνιών, ενισχύουν και αναπτύσσουν αυτήν την προσπάθεια.

2.1 Κανονιστικοί περιορισμοί

Σύμφωνα με τον Silber (1983), η βασική υπόθεση πάνω στην οποία στηρίζεται η θεωρία των χρηματοοικονομικών καινοτομιών είναι η προσπάθεια επιβολής κανονιστικών περιορισμών στις επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους υποκείμενες σε περιορισμούς, που επιβάλλονται, είτε από εσωτερικούς παράγοντες, είτε από εξωτερικούς παράγοντες, όπως είναι οι κυβερνήσεις ή ακόμη και η ίδια η αγορά. Μία επιχείρηση θα χρησιμοποιήσει νέες πηγές και νέες διαδικασίες, όταν θα υπάρξουν τέτοιες εξωγενείς αλλαγές στο περιβάλλον, που θα οδηγήσουν στην αναζήτηση νέων προϊόντων. Όσο η δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων στοιχίζει, λόγω των παραπάνω περιορισμών και δυσκολιών, οι αποφάσεις των επιχειρήσεων δεν θα τείνουν υπέρ της διαδικασίας της καινοτομίας. Βέβαια η διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας δεν είναι τόσο ακριβή όσο η υιοθέτηση νέας τεχνολογίας, παρόλα αυτά όμως δημιουργεί κόσθη τα οποία όσο μειώνονται, τόσο βοηθούν στην ανάπτυξη της.

Την άποψη του Silber, ενστερνίζονται και οι Hamilton, Jenkinson και Penalver (2007), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η απουσία κανονιστικών περιορισμών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα τις τελευταίες δεκαετίες έχει σημαντικό αντίκτυπο στην προσφορά των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αναφέρουν χαρακτηριστικά την απουσία κανονιστικών περιορισμών στις διακρατικές σχέσεις, δίνοντας την δυνατότητα διαφοροποίησης των κινδύνων και ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας. Ταυτόχρονα παρέχουν την δυνατότητα μετακίνησης των τεχνολογικών επιτευγμάτων από χώρα σε χώρα και την αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας. Πιο συγκεκριμένα, η έλλειψη κανονιστικών περιορισμών, αναφορικά με την διακρατική συνεργασία των ιδρυμάτων, βοήθησε στην πραγμάτωση πιο πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που μπορούσαν να λειτουργούν σε παγκόσμια κλίμακα, ενώ την ίδια στιγμή μείωναν τα κόσθη εισόδου σε μία νέα αγορά και ενίσχυαν τον ανταγωνισμό στα υφιστάμενα και στα νέα ιδρύματα, ώστε τελικά να οδηγούνται στην δημιουργία

νέων προϊόντων, δηλαδή στην διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Παραθέτοντας συγκεκριμένα στοιχεία, το 30% των τραπεζών των G7 δανείζονται πλέον διακρατικά, σε σχέση με το μόλις 7% του 1970. Επίσης, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν δώσει σημαντικό παρόν στον χρηματοπιστωτικό τομέα, με πέντε από τις είκοσι μεγαλύτερες αγγλικές τράπεζες, να έχουν συγχωνευτεί ή εξαγοραστεί, από άλλα αγγλικά ή και ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φυσικά το τραπεζικό σύστημα της Νέας Ζηλανδίας, που ανήκει αποκλειστικά σε αυστραλιανών συμφερόντων τράπεζες.

2.2 Αναποτελεσματικότητα χρηματαγορών

Ο σκοπός των χρηματαγορών είναι η διοχέτευση των αποταμιεύσεων της κοινωνίας στις πιο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες με το λιγότερο δυνατό ρίσκο. Αυτές οι ευκαιρίες μπορεί να προέρχονται είτε από τον δημόσιο, είτε από τον ιδιωτικό τομέα. Όποιοι και να επιλέξουμε υπάρχει ένα κόστος, το οποίο θα παίζει τον ρόλο του ενδιάμεσου, ανάμεσα στην κοινωνία και τον αντίστοιχο τομέα, δημόσιο ή ιδιωτικό και αυτό το κόστος αντανakλάται στο περιθώριο κέρδους ανάμεσα στο ιδανικό επίπεδο κέρδους για τον δανειστή και τον δανειζόμενο. Μία χρηματοοικονομική καινοτομία θα μπορούσε να κάνει την αγορά περισσότερο αποτελεσματική ώστε να μειωθούν αυτά τα κόστη της διαμεσολάβησης. Απαραίτητο επίσης κριτήριο είναι και η ανάγκη ολοκλήρωσης της αγοράς. Ολοκληρωμένη αγορά θεωρείται αυτή που έχει προβλέψει κάθε απρόοπτο και δυσάρεστο γεγονός να αντανakλάται σε ένα αξιόγραφο. Επομένως, οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες εμφανίζονται ως αποτέλεσμα ευκαιριών κέρδους, οι οποίες δημιουργούνται λόγω αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών. (Van Horne, 1985)

2.3 Είδος χρηματαγορών και ρόλος του marketing

Σύμφωνα με την προσέγγιση του Ross (1989), υπάρχουν δύο κυρίαρχα χαρακτηριστικά στην τόνωση της διαδικασίας της καινοτομίας, το ένα είναι το είδος των χρηματαγορών και το άλλο είναι ο ρόλος του marketing. Οι αγορές από χρηματοοικονομικές που ήταν αρχικά, μετατράπηκαν σε θεσμικές, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι οι ενεργοί διαπραγματευτές και κατέχοντες των θέσεων (positions). Στην προσέγγιση του ο Ross, κάνει διάκριση των αγορών σε διαφανείς και αδιαφανείς, με ένα πλήθος επιλογών στο ενδιάμεσο. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία, αντανakλούν

πλήρως τις δυνάμεις των καταναλωτών, ενώ αυτά που εμπίπτουν στην δεύτερη κατηγορία, είναι συγκαλυμμένα και επίφοβα για τους καταναλωτές και δεν αντικατοπτρίζουν τις ανάγκες τους. Οι πιο διαφανείς αγορές είναι αυτές που δίνουν την δυνατότητα της πλήρους ενημέρωσης και δεν δημιουργούν προβλήματα ελέγχου και κόστους αντιπροσώπευσης και έχουν τα μικρότερα κόστη χρηματοδότησης. Από την άλλη, σε μία αγορά αδιαφανή, τα παραπάνω αλλάζουν άρδην. Απαιτείται πλέον περισσότερος έλεγχος και ενημέρωση, που στην πραγματικότητα δεν υπάρχει, λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης (asymmetric information) μεταξύ συμμετεχόντων στην αγορά και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αυξάνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης και χρηματοδότησης. Οι προβληματισμοί των καταναλωτών αναφορικά με τα κόστη αντιπροσώπευσης και χρηματοδότησης, τους οδηγούν σε συναλλαγές με αδιαφανή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ο λόγος είναι τα μεγαλύτερα επίπεδα κέρδους που προσφέρουν. Από την άλλη πλευρά, ο ρόλος του marketing θα ήταν ασήμαντος αν οι αγορές ήταν τέλειες και χωρίς προβλήματα, αφού η εισαγωγή οποιουδήποτε προϊόντος θα ήταν ανέξοδη. Στην πραγματικότητα κάτι τέτοιο δεν ισχύει και για αυτόν τον λόγο εισέρχεται το marketing, σε μία προσπάθεια αναζήτησης των κενών στις αγορές και κάλυψης, όσο το δυνατόν, περισσότερων αναγκών. Θεωρεί λοιπόν ότι οι αγορές είναι τόσο ατελείς, ώστε να επιτρέπουν την εισαγωγή νέων προϊόντων, μέχρι και αυτά να γίνουν βίωμα των καταναλωτών. Στην συνέχεια η διαδικασία θα επαναλαμβάνεται στο διηνεκές.

2.4 Θεσμικές αλλαγές

Βασική, επίσης, υπόθεση στην ανάλυση της διαδικασίας της καινοτομίας, είναι και το γεγονός ότι, σε σχέση με το παρελθόν, δεν βλέπουμε μόνο περιπτώσεις καινοτόμων προϊόντων και διαδικασιών, αλλά και περιπτώσεις θεσμικών, ακόμα και γεο - πολιτικών αλλαγών. Θα υπάρξουν θεσμικές αλλαγές, σημαντικές τόσο σε μέγεθος όσο και σε ταχύτητα. Οι αλλαγές αυτές δεν θα αρκестούν μόνο στον ιδιωτικό τομέα, ως το περισσότερο αναμενόμενο, αλλά θα απαντηθούν και στον δημόσιο, με κυρίαρχο πρωταγωνιστή τις Κεντρικές Τράπεζες. Τα πεδία που θα αφορούν αυτές οι αλλαγές, θα σχετίζονται με την διαχείριση, τον έλεγχο, την αντιστάθμιση των κινδύνων και την δυναμική που θα αναπτυχθεί στις επιχειρήσεις, λόγω των δυνατοτήτων συνεργασίας και αλληλεπίδρασης με αντίστοιχες ή διάφορες επιχειρήσεις, σε άλλα μέρη του πλανήτη. (Merton, 1995)

3. Αίτια Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών

Όταν οι αγορές βρίσκονται σε ισορροπία, υπάρχει πολύ λίγος χώρος για βελτιώσεις. Σε αυτήν την χρονική συγκυρία είναι μάταιο να προσπαθεί κανείς να δημιουργήσει αλλαγή και ως αποτέλεσμα παρατηρείται έλλειψη καινοτόμων δραστηριοτήτων. Όμως οι αγορές δεν βρίσκονται μόνιμα σε ισορροπία και σύντομα δημιουργείται το κατάλληλο έδαφος για την ανάπτυξη νέων προϊόντων και διαδικασιών. Αυτά τα νέα προϊόντα και οι διαδικασίες είναι αποτέλεσμα πολλαπλών παραγόντων, οι οποίοι διαφοροποιούνται από περίοδο σε περίοδο και εξυπηρετούν κάθε φορά άλλους σκοπούς. Οι λόγοι ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών καινοτομιών είναι είτε η αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων, είτε μία προσπάθεια παράκαμψης θεσμικών και φορολογικών κανόνων. Οι πρώτες πέντε περιπτώσεις εξηγούν την ανάγκη ανάπτυξης καινοτομιών για αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων και οι δύο τελευταίες εξηγούν την προσπάθεια παράκαμψης των θεσμικών και φορολογικών πλαισίων.

3.1 Εγκατάλειψη σύνδεσης αμερικανικού δολαρίου με τον χρυσό

Πολλές εξηγήσεις έχουν δοθεί στην ξαφνική έξαρση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών που παρουσιάστηκε περί τις αρχές του 1970. Η πιο γνωστή, σύμφωνα με τον Miller (1992), είναι αυτή της Αμερικανικής κυβέρνησης που εγκατέλειψε την σύνδεση του αμερικανικού νομίσματος από τον χρυσό. Κατά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η ανθρωπότητα γνώρισε μια περίοδο πολύ μεγάλης νομισματικής αστάθειας που περιλάμβανε υπερπληθωριστικές τάσεις, με φυσικό επακόλουθο τις συχνές και μεγάλες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Για αυτό το λόγο συστήθηκε τότε, προς το τέλος του πολέμου, η Νομισματική και Χρηματοοικονομική Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών, ευρύτερα γνωστή ως Διάσκεψη του Bretton Woods. Το σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, που υιοθετήθηκε, μεταξύ άλλων, από την ομώνυμη σύνοδο, ίσχυε από το 1944 έως και το 1971. Σύμφωνα με το σύστημα αυτό κάθε χώρα που συμμετείχε, αναλάμβανε την υποχρέωση να ασκήσει τέτοια νομισματική πολιτική που να διατηρεί την συναλλαγματική της ισοτιμία σταθερή σε μια καθορισμένη τιμή, με διακύμανση ένα τοις εκατό, σε σχέση με τον χρυσό. Το νέο αυτό σύστημα καθορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών, έφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου, την οικονομική ανάπτυξη και την αύξηση των επενδύσεων. Ταυτόχρονα όμως, οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.) άρχισαν να εμφανίζουν σοβαρά ελλείμματα

στο ισοζύγιο πληρωμών τους, δημιουργώντας ένα αίσθημα αβεβαιότητας στις αγορές για το παρόν και κυρίως το μέλλον, του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Το συνεχόμενα ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών σήμαινε ότι όλο και μεγαλύτερη ποσότητα συναλλαγματικών αποθεμάτων των Η.Π.Α. και του χρυσού έφευγε προς το εξωτερικό. Η ανελαστικότητα των τιμών στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και η γενικότερη αστάθεια στην διεθνή πολιτική και οικονομική σκηνή, προκάλεσαν διαδοχικές υποτιμήσεις και ανατιμήσεις των ισχυρών νομισμάτων, πράγμα που οδήγησε σε αστάθεια, αβεβαιότητα και στην ανάγκη λήψης νομισματικών μέτρων από τις Η.Π.Α. για την στήριξη του δολαρίου. Μέτρα τα οποία όμως δεν απέδωσαν, καθώς τόσο το ελλειμματικό ισοζύγιο των Η.Π.Α., όσο και το κλίμα της διεθνούς αβεβαιότητας, συνέχισαν να συντηρούνται στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, και τελικά το 1971, με απόφαση του προέδρου Richard Nixon, οι Η.Π.Α εγκαταλείπουν την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και μαζί με αυτήν το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την δημιουργία μίας σειράς καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, που σκοπό είχαν να καλύψουν αυτήν την αβεβαιότητα, αλλά και να προσπαθήσουν να αντεπεξέλθουν στις νέες συνθήκες που καθόριζαν οι αγορές, στις κυμαινόμενες, πλέον, συναλλαγματικές ισοτιμίες.

3.2 Μεταβλητότητα πληθωρισμού και διακυμάνσεις ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων

Η μεταβλητότητα στον πληθωρισμό και οι διακυμάνσεις των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων, που επικρατούσαν την δεκαετία του 1970 και μετά, οδήγησαν στην δημιουργία προϊόντων που σκοπό είχαν την αποφυγή τέτοιων κινδύνων. Η εγκατάλειψη της μετατρεψιμότητας του δολαρίου σε χρυσό, όπως αναφέρθηκε παραπάνω και η ταυτόχρονη μεταβολή στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, είναι το σημείο ορόσημο για την δημιουργία υψηλού πληθωρισμού στις Η.Π.Α., με σημαντικά επακόλουθα σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Η προσπάθεια καταπολέμησης όμως του πληθωρισμού, επιφέρει υψηλά κόστη για τα κράτη, καθώς επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη και αυξάνει την ανεργία, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ενδιαφέρον για άσκηση αποπληθωριστικής πολιτικής, καθώς προείχαν άλλοι σημαντικότεροι στόχοι εκείνη την χρονική στιγμή, όπως η επίλυση των πετρελαιοικών κρίσεων, η διατήρηση ικανοποιητικού επιπέδου ανάπτυξης της οικονομίας και η οριστική εγκατάλειψη της σκιάς της Μεγάλης Ύφεσης (Great

Depression). Έπρεπε λοιπόν να επανεκτιμηθούν τα υπάρχοντα χρηματοοικονομικά εργαλεία και ως αποτέλεσμα της ζήτησης που δημιούργησαν οι νέες συνθήκες, να εισαχθούν νέα, διαφορετικά χρηματοοικονομικά εργαλεία, μέσω της διαδικασίας της καινοτομίας, όπως για παράδειγμα νέα είδη καταθέσεων και επενδυτικών λογαριασμών και δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, να είναι μόνο μερικά από τα αποτελέσματα αυτής της νέας τάξης πραγμάτων. (Van Horne, 1985)

3.3 Ανάπτυξη τεχνολογίας

Μία άλλη αιτιολόγηση για αυτήν την έξαρση της καινοτομικής δραστηριότητας είναι και η ανάπτυξη της τεχνολογίας και ειδικότερα των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Μπορεί οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές να υπήρχαν από την δεκαετία του 1950, αλλά η μεγάλη βελτίωση και ευρεία χρησιμοποίηση τους πραγματοποιήθηκε την δεκαετία του 1970, με την τελειοποίηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, την ελαχιστοποίηση του κόστους και την αξιόπιστη επεξεργασία των δεδομένων (Miller, 1992). Ο βαθμός στον οποίο οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες υιοθετούνται από τις επιχειρήσεις παίζει σημαντικό ρόλο στην διαδικασία της τεχνολογικής προόδου. Άλλωστε, πολλοί λίγοι τομείς της οικονομίας δεν επηρεάστηκαν από την έλευση των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Ως αποτέλεσμα τα νέα προϊόντα που μπορούσαν να δημιουργηθούν, εξυπηρετούσαν τις ανάγκες και τις προτιμήσεις επιπέδων κινδύνου, τόσο των επενδυτών όσο και των δανειστών, και τελικά οδηγούσαν στην ολοκλήρωση των χρηματαγορών και στην εξάλειψη της κερδοσκοπίας (Hamilton, Jenkinson and Penalver, 2007).

3.4 Μεταβολές στο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας

Οι μεταβολές στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας μπορούν να δημιουργήσουν πρόσφορο έδαφος για την χρηματοοικονομική καινοτομία. Σε μια περίοδο οικονομικής ευημερίας, πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι πρόθυμα, να εξετάσουν νέες ιδέες και νέα προϊόντα στην προσπάθεια τους να αναπτυχθούν και το αντίθετο συμβαίνει σε μία περίοδο ύφεσης, που οι προσπάθειες κινούνται προς την κατεύθυνση της μείωσης του κόστους και της διατήρησης της ρευστότητας. Την ίδια αντίληψη και αντιμετώπιση των καταστάσεων έχει και το μακροοικονομικό περιβάλλον και αυτό διαφαίνεται από το γεγονός ότι την δεκαετία του 1970, όπως έχουμε αναφέρει και προηγούμενα, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα στόχευε στην ανάπτυξη και εξάπλωση των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την εισαγωγή

χρηματοοικονομικών καινοτόμων προϊόντων που εξυπηρετούσαν αυτήν την ανάγκη, όπως πολλά και διαφορετικά είδη δανείων. Όταν αυτή η πορεία, περί την δεκαετία 1980, δεν οδήγησε στα επιθυμητά αποτελέσματα ανάπτυξης, αλλά οδήγησε σε αδυναμία εξυπηρέτησης των αυξημένων, πλέον δανειακών υποχρεώσεων πολλών πιστωτικών ιδρυμάτων, η ανάγκη μεταβλήθηκε και υπήρχε ζήτηση για προϊόντα που θα μείωναν αυτά τα αυξημένα ρίσκα, που είχαν αναλάβει τα ιδρύματα με τις προηγούμενες ενέργειες τους. Η διαφοροποίηση ως εκ τούτου, των επιπέδων οικονομικής δραστηριότητας επηρεάζει όχι μόνο το μέγεθος και το είδος των κεφαλαίων που απαιτούνται για την ανάπτυξη, αλλά και το αντικείμενο των καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων που καλούνται να συμπληρώσουν το κενό που δημιουργείτε από την αλληλεπίδραση όλων των μερών σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα.

3.5 Ακαδημαϊκή έρευνα

Σημαντική αιτία χρηματοοικονομικών καινοτομιών θεωρείται από ερευνητές και η ακαδημαϊκή έρευνα. Σχεδόν όλα τα πανεπιστήμια έχουν ειδικά τμήματα που χρηματοδοτούν και υποστηρίζουν ακαδημαϊκούς και φοιτητές προς την κατεύθυνση αυτή. Η διαδικασία αυτή έχει αποδώσει πολλούς καρπούς, όπως είναι η έρευνα στην αποτίμηση κεφαλαιακών στοιχείων, με το Capital Asset Pricing Model (CAPM) των Jack Treynor (1961, 1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965a,b) και Jan Mossin (1966) και το Arbitrage Pricing Theory (APT) του Stephen Ross (1976) να αποτελούν χαρακτηριστικά και διεθνώς αναγνωρισμένα παραδείγματα, η έρευνα στις αγορές προθεσμιακών συμβολαίων (futures and forwards), η εισαγωγή χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (options) και χρηματοοικονομικών παραγώγων (derivative securities). (Van Horne, 1985)

3.6 Φορολογικές ρυθμίσεις

Ακόμη μία αιτιολόγηση για την ανάπτυξη των καινοτομιών είναι η φορολογία. Σύμφωνα με τους Miller (1986) και Van Horne (1985), κάθε χώρα έχει ένα φορολογικό σύστημα με φορολογικές κλίμακες, ανάλογα με τα εισοδήματα του κάθε πολίτη και η σύγχρονη χρηματοοικονομική μπορεί να μετατρέπει τα εισοδήματα από μία μορφή σε μία άλλη, απαλλάσσοντας τους πολίτες, ολικώς ή μερικώς, από την φορολόγηση, πάντα βέβαια με κάποιο κόστος. Κάθε χώρα λοιπόν που διατηρούσε αυτήν την κατάσταση για κάποιο χρονικό διάστημα, λίγων ή περισσότερων ετών,

διατηρούσε ουσιαστικά την ισορροπία και δεν δίνονταν τα απαραίτητα κίνητρα για περαιτέρω διασπορά των εισοδημάτων. Βέβαια μία τέτοια κατάσταση, όπως άλλωστε προείπαμε, δεν διαρκούσε για πάντα, λόγω των κερδοσκοπικών βλέψεων κάποιων ατόμων και ως αποτέλεσμα οι κυβερνήσεις διαφοροποιούσαν αυτήν την κατάσταση, δημιουργώντας νέες ευκαιρίες για καινοτομία. Οι κυβερνήσεις δηλαδή, επιδοτούν την διαδικασία της καινοτομίας, με την έννοια ότι μόνο αυτές μπορούν να αποφασίσουν τέτοιου είδους αλλαγές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Πράξη Μείωσης του Ελλείμματος του 1984 (Deficit Reduction Act of 1984) στις Η.Π.Α., που σκοπό είχε να καλύψει τη φοροδιαφυγή και άλλαξε την ισορροπία της αγοράς, περιορίζοντας την χρήση συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι ο ρόλος των κυβερνήσεων στην συγκεκριμένη κατηγορία ανάπτυξης της καινοτομίας είναι πολύ καθοριστικός.

3.7 Νομοθετικές ρυθμίσεις

Εξίσου σημαντικός είναι και ο ρόλος του κράτους στην επόμενη αιτία που αναφέρει ο Miller ως αιτία καινοτομιών, την νομοθεσία. Την άποψη αυτή συμμερίζεται και ο Van Horne (1985), ο οποίος θεωρεί ότι οι αλλαγές στην νομοθεσία και συγκεκριμένα οι προσπάθειες να την παρακάμψουν, οδήγησαν στην δημιουργία χρηματοοικονομικών καινοτομιών. Ξεκινώντας από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 και συνεχίζοντας και την δεκαετία του 1980, υπήρξε μία σταδιακή απελευθέρωση των χρηματαγορών. Εμπόδια που διαχώριζαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως για παράδειγμα τις τράπεζες από τις ασφαλιστικές εταιρείες ή τις επενδυτικές τράπεζες από τις εμπορικές τράπεζες, περιορίστηκαν ή εξαφανίστηκαν, με αποτέλεσμα να υπάρξει εισροή νέων «παιχτών», αλλά και νέων προϊόντων στις αγορές. Εμπόδια που επηρέαζαν και καθόριζαν τις τιμές των αγαθών, όπως ανώτατες και κατώτατες τιμές, χωρίς να λειτουργούν οι αγορές σε συνθήκες ισορροπίας. Εμπόδια στις μεταξύ των χωρών εμπορικές σχέσεις, όπως δασμοί και απαγόρευση εισαγωγής συγκεκριμένων προϊόντων. Στις μέρες μας αυτοί οι περιορισμοί έχουν εκλείψει, με επακόλουθο την μετάλλαξη της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας από μία επιλογή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να μην αρκεστούν στα μερίδια αγοράς που είχαν κατακτήσει, σε αναγκαιότητα για επιβίωση, καθώς αυξάνεται ο ανταγωνισμός μεταξύ τους, τόσο στο εγχώριο περιβάλλον, όσο και στο διεθνές.

4. Ποιοι Φορείς Καινοτομούν

Στην προηγούμενη ενότητα εξετάσαμε τα αίτια που δημιουργούν και υποστηρίζουν την διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Από τα επιμέρους αίτια που αναλύθηκαν, διαπιστώνεται ότι οι καινοτομίες πραγματοποιούνται από δύο τομείς της οικονομίας, τον ιδιωτικό και τον δημόσιο, κυβερνήσεις και κράτη.

4.1 Καινοτομία από την πλευρά του ιδιωτικού τομέα

Στην πλευρά του ιδιωτικού τομέα περιλαμβάνονται οι επιχειρήσεις που με ίδια κεφάλαια υποστηρίζουν την διαδικασία της έρευνας και ανάπτυξης με σκοπό, όπως κάθε επιχείρηση, την ανακάλυψη τέτοιων καινοτόμων προϊόντων, που θα τους εξασφαλίσουν βιωσιμότητα, ελαχιστοποίηση εξόδων και μεγιστοποίηση κερδών. Η διενέργεια τέτοιων προσπαθειών από το σύνολο, ή τουλάχιστον το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα, εντείνει τον ανταγωνισμό μεταξύ τους, με άμεσο επακόλουθο την αύξηση των καινοτομιών. Ειδικότερα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναλώνουν αρκετά από τα κεφάλαια τους στην δημιουργία και προώθηση χρηματοοικονομικών προϊόντων, που θα εξασφαλίζουν στους πελάτες τους μεγαλύτερα επίπεδα κέρδους, με χαμηλότερο ρίσκο και σε συντομότερο χρονικό ορίζοντα. Μάλιστα σύμφωνα με τους Bhattacharyya και Nanda (2000), τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς είναι αυτά που ενδιαφέρονται και επενδύουν περισσότερο στην διαδικασία της καινοτομίας από ότι τα υπόλοιπα και αυτό γιατί, σύμφωνα με τους Tufano (1989) και Carrow (1999), τα οφέλη από αυτήν την διαδικασία είναι πολλαπλά. Δίνεται με αυτόν τον τρόπο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, από την μία πλευρά, η δυνατότητα να διατηρήσουν ή ακόμη και να επεκτείνουν τα μερίδια αγοράς που κατέχουν, με την εισαγωγή των νέων προϊόντων και από την άλλη πλευρά, η δυνατότητα να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους και να εισπράττουν προμήθειες. Άλλωστε υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία των αναφερομένων παραπάνω, που περιγράφει πως τα ιδρύματα που υιοθετούν πρώτα μία χρηματοοικονομική καινοτομία έχουν μεγαλύτερα οφέλη αναφορικά με τα μερίδια αγοράς, από τους μιμητές τους, παρόλο που δεν μεσολαβεί πλέον πολύς χρόνος μέχρι να προωθηθεί στην αγορά ένα πανομοιότυπο προϊόν. Ενώ, υπάρχει διχασμός στις έρευνες στο κατά πόσο, τα περιθώρια κέρδους, είναι μεγαλύτερα για τους καινοτόμους ή για τους μιμητές. Ο Tufano διαπίστωσε ότι τα περιθώρια κέρδους των καινοτόμων δεν είναι τόσο μεγαλύτερα από αυτά των μιμητών. Δέκα χρόνια μετά που πραγματοποιήθηκε η έρευνα από τον Carrow, τα αποτελέσματα ήταν λίγο

διαφορετικά, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των ανταγωνιστών στην αγορά, τα περιθώρια κέρδους μειώνονται. Ωστόσο καμία από τις δύο έρευνες δεν ασχολήθηκε με την εισαγωγή παράπλευρων προϊόντων, που μπορεί να μην ακολουθούν κατά γράμμα την διαδικασία της καινοτομίας, αλλά εξασφαλίζουν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλληλένδετες λειτουργίες και τελικά αυξημένα κέρδη.

Επίσης, πάλι από την πλευρά του ιδιωτικού τομέα, κίνητρα δίνονται στις επιχειρήσεις για υιοθέτηση καινοτομικών δραστηριοτήτων, λόγω των ατελειών που υπάρχουν στις αγορές και στους επικείμενους κανονιστικούς περιορισμούς, που αναμένονται για την διόρθωση αυτών των ατελειών. Όπως αναφέρθηκε και προηγούμενα, οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους υποκείμενες σε περιορισμούς, που επιβάλλονται είτε από εσωτερικούς παράγοντες, όπως είναι οι αποφάσεις των διοικήσεων, είτε από εξωτερικούς παράγοντες, όπως είναι οι κυβερνήσεις ή ακόμη και η ίδια η αγορά. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας έρχεται να καλύψει την ανάγκη του κόστους εναρμόνισης με αυτούς τους περιορισμούς. Τα μικρότερα, λοιπόν, σε μέγεθος χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που αντιμετωπίζουν και τους περισσότερους περιορισμούς, είναι τα πιο πιθανά να καινοτομήσουν σύμφωνα με τον Silber (1975, 1983). Ο λόγος είναι, επειδή δεν έχουν την δυνατότητα να ανταγωνιστούν τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σε θέματα κεφαλαίου ή φήμης ή ακόμη και πελατολογίου, καταφεύγουν στην λύση της καινοτομίας, σε μια προσπάθεια να δημιουργήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

4.2 Καινοτομία από την πλευρά του δημοσίου τομέα

Από την πλευρά του δημοσίου τομέα τώρα, υπάρχουν προσπάθειες από την μία, οικονομικής ενίσχυσης των ιδιωτικών πρωτοβουλιών και από την άλλη, ίδιας καινοτομικής δραστηριότητας. Είναι ευνόητο ότι η καινοτομική δραστηριότητα απαιτεί χρόνο και χρήμα που, ως επί το πλείστον, οι κυβερνήσεις ειδικά και τα κράτη γενικότερα, δεν διαθέτουν, καθώς τα καταναλώνουν σε έργα κοινωνικής πολιτικής. Επόμενο, λοιπόν, είναι να φροντίζουν για την ύπαρξη πρόσφορου εδάφους για καινοτομική δραστηριότητα με έμμεσο τρόπο. Ο τρόπος αυτός είναι της κρατικής επιδότησης ιδιωτικών πρωτοβουλιών. Ουσιαστικά, δηλαδή, οι κυβερνήσεις μεταβιβάζουν την έρευνα και την ανάπτυξη νέων προϊόντων σε ιδιώτες που έχουν και τις κατάλληλες υποδομές, αλλά και το χρόνο να ασχοληθούν με την, χρονοβόρα κατά

τα άλλα, διαδικασία της καινοτομίας. Αναφορικά τώρα με την ίδια καινοτομική δραστηριότητα, οι κυβερνήσεις φροντίζουν για την έρευνα και την ανάπτυξη όχι τόσο προϊόντων, αλλά πολιτικών και διαδικασιών που σκοπό έχουν την δημιουργία κατάλληλων συνθηκών οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας, τόσο για τα νοικοκυριά, όσο και για τις επιχειρήσεις. Μέρος των πολιτικών αυτών είναι οι αποφάσεις νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής που υιοθετούν, σε συνεργασία πάντα και με την Ευρωπαϊκή Ένωση, αν αναφερόμαστε σε χώρες της Ευρωζώνης. Μέρος των διαδικασιών είναι οι φορολογικές ρυθμίσεις που εξετάζονται και αναθεωρούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα, ώστε να περιορίζονται οι κερδοσκοπικές ενέργειες σε βάρος του κοινωνικού συνόλου.

5. Παραδείγματα Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών

Ο κατάλογος των καινοτόμων προϊόντων είναι τόσο μακρύς που είναι δύσκολο, έως ακατόρθωτο, να απαριθμήσει κανείς όλες τις καινοτομίες που έχουν λάβει χώρα στον κόσμο. Σίγουρα όμως η χρησιμότητα και η αναγκαιότητα κάποιων καινοτομιών είναι μεγαλύτερη από κάποιων άλλων και σίγουρα ο αντίκτυπος και η διαχρονικότητα κάποιων διαφέρουν από κάποιων άλλων. Στην συνέχεια παραθέτονται πέντε χρηματοοικονομικά καινοτόμα προϊόντα και διαδικασίες που θεωρώ ότι είναι σημαντικές και καλύπτουν τα κριτήρια που αναλύθηκαν παραπάνω.

5.1 Αγορά Ευρωδολαρίων (Eurodollar market)

Η Αγορά Ευρωδολαρίων (Eurocurrency Market), είναι η πιο γνωστή χρηματοοικονομική καινοτομία της μεταπολεμικής περιόδου (Schenk, 1998), ωστόσο πολλές λεπτομέρειες για αυτήν παραμένουν άγνωστες. Η Αγορά Ευρωδολαρίων αφορά σε καταθετικές υποχρεώσεις σε δολάρια τραπεζών που δεν βρίσκονται εντός των συνόρων των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Η τοποθεσία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ανά την υφήλιο είναι πολύ σημαντική, καθώς καθορίζει το κανονιστικό και νομοθετικό καθεστώς, βάσει του οποίου θα πραγματοποιούνται οι εργασίες του. Η διαφορά στο νομοθετικό καθεστώς είναι και ο βασικότερος παράγοντας ανάπτυξης της Αγοράς Ευρωδολαρίων. Οι πρώτες αξιοσημείωτες καταθέσεις στην μεταπολεμική περίοδο ξεκίνησαν από την Ρωσία (πρώην Ε.Σ.Σ.Δ.), που τα αποθέματα τους σε δολάρια στις αμερικανικές τράπεζες είχαν κατασχεθεί, μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, από την Alien Property Custodian, που περισυνέλεξε «εχθρικά», όπως τα χαρακτήριζε, περιουσιακά στοιχεία, όπως τραπεζικές καταθέσεις, ακίνητα, επιχειρήσεις, πλοία, κλπ. Η δεύτερη πιο σημαντική νομοθετική αλλαγή, αναφορικά με την εξέλιξη της Αγοράς Ευρωδολαρίων, ήταν η εφαρμογή της Νομοθεσίας Q (Regulation Q) από την Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. (Federal Reserve), σύμφωνα με την οποία, η Κεντρική Τράπεζα είχε καθορίσει μέγιστο επιτόκιο που μπορούσαν να προσφέρουν οι εμπορικές τράπεζες – μέλη στις προθεσμιακές καταθέσεις, με σκοπό την μείωση του μεταξύ τους ανταγωνισμού. Όταν έφτανε η χρονική στιγμή να πληρωθεί ο τόκος, οι καταθέσεις σε Ευρωδολάρια, αποδίδοντας μεγαλύτερο επιτόκιο, ήταν περισσότερο ελκυστικές, από ότι οι αμερικανικές προθεσμιακές καταθέσεις και επομένως η αγορά επεκτεινόταν. Από την άλλη, οι αμερικανικές τράπεζες δανείζονταν από την Αγορά Ευρωδολαρίων για να αντισταθμίσουν την μείωση της ρευστότητας, λόγω απόσυρσης

των προθεσμιακών καταθέσεων. Η τρίτη αιτία ανάπτυξης της Αγοράς Ευρωδολαρίων είναι οι άμεσοι και έμμεσοι συναλλαγματικοί έλεγχοι που επιβλήθηκαν από την αμερικανική κυβέρνηση αναφορικά με τον δανεισμό από τρίτες χώρες και τις ξένες επενδύσεις. Χωρίς τις δύο τελευταίες αιτίες, που σύμφωνα με τον Friedman (1971), δεν θεωρούνται απαραίτητες, η Αγορά Ευρωδολαρίων, παρόλο που μπορεί ακόμη να υπήρχε, δεν θα είχε φτάσει στο επίπεδο που βρίσκεται σήμερα. (Friedman, 1971)

5.2 Τιλοποίηση (Securitization)

Για πολλές δεκαετίες ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εξαντλούνταν στην παροχή δανείων προς το καταναλωτικό κοινό, το οποίο διατηρούσε και αποπλήρωνε αυτά τα δάνεια, σταδιακά, μέχρι την λήξη τους και με τα δάνεια αυτά να χρηματοδοτούνται πρωτίστως από καταθέσεις. Αυτός ο ρόλος, με την πάροδο των χρόνων διαφοροποιήθηκε, καθώς η περίοδος μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, δημιούργησε αυξημένες απαιτήσεις, κυρίως για αγορά κατοικιών, στις οποίες τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν μπορούσαν να αντεπεξέλθουν. Όμως οι ευκαιρίες που αναπτύσσονταν δεν μπορούσαν να μείνουν ανεκμετάλλευτες, με αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν τρόπους αύξησης της ενυπόθηκης χρηματοδότησης.

Παρόλο που η διαδικασία της δομημένης και αποτελεσματικής τιλοποίησης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων διήρκησε χρόνια, οι πρώτες προσπάθειες εμφανίστηκαν περί τα 1970, όταν το αμερικανικό Υπουργείο Κατοικιών και Αστικής Ανάπτυξης (U.S. Department of Housing and Urban Development) δημιούργησε μία συναλλαγή, χρησιμοποιώντας Mortgage - Backed Securities και ο Εθνικός Οργανισμός Υποθηκών (Government National Mortgage Association - GNMA or Ginnie Mae) πούλησε το πρώτο τέτοιο αξιόγραφο. Η τιλοποίηση αφορά στην συγκέντρωση μίας σειράς πιστωτικών και χρεωστικών αξιόγραφων, των οποίων η σύνθεση χρηματοδοτείται από την έκδοση νέων αξιόγραφων. Ουσιαστικά δηλαδή, ενσωματώνονται μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που διαθέτουν κοινά χαρακτηριστικά, όπως ληκτότητα, κατηγορίες δανείων, επιτόκια, και μετατρέπονται σε διαπραγματεύσιμες ομολογίες, η αποπληρωμή των οποίων καλύπτεται από την ίδια την ροή που δημιουργούν τα στοιχεία του ενεργητικού. Η τιλοποίηση μπορεί να πραγματοποιηθεί, είτε με την οριστική εκχώρηση του χαρτοφυλακίου του χρηματοπιστωτικού

ιδρύματος έναντι μετρητών (cash securitization), είτε με την μεταβίβαση του χαρτοφυλακίου σε μία Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (special purpose vehicle), η οποία αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο (synthetic securitization). Στα οφέλη από την διαδικασία της τιτλοποίησης, θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν τα παρακάτω. Το χαμηλότερο επίπεδο κεφαλαιακών απαιτήσεων, καθώς πολλές επιχειρήσεις έχουν, βάσει νομοθεσίας, περιορισμό στο ποσοστό δανεισμού που πρέπει να εμφανίζεται στον ισολογισμό τους και με την τιτλοποίηση, τουλάχιστον από λογιστικής απόψεως, βελτιώνονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες. Η μείωση του κόστους χρηματοδότησης, καθώς μέσω της τιτλοποίησης διαφοροποιείται η κατάταξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τους οίκους αξιολόγησης. Η δυνατότητα αποτελεσματικότερης διαχείρισης των κινδύνων, καθώς οι κίνδυνοι μεταφέρονται σε εξειδικευμένες εταιρείες (πχ. Εταιρείες Ειδικού Σκοπού). Η ενίσχυση της ρευστότητας του ενεργητικού, ειδικά στην περίπτωση της τιτλοποίησης με μετρητά, που αυξάνονται τα ρευστά διαθέσιμα, στον ισολογισμό των εταιρειών.

Μία ανάγκη λοιπόν που δημιουργήθηκε, λόγω της ανοικοδόμησης του κόσμου μετά τον πόλεμο, ήταν αυτή που δημιούργησε και υλοποίησε την διαδικασία της τιτλοποίησης. Χρησιμοποιήθηκε ως λύση στο πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετώπισαν οι τράπεζες, ώστε να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στις αυξημένες ανάγκες της εποχής εκείνης, αλλά και των μετέπειτα χρόνων, όπως τελικά αποδείχτηκε, καθώς η τιτλοποίηση αποτελεί σημαντικό εργαλείο και της σημερινής εποχής.

5.3 Corporate Securities

Η ταχεία ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αξιόγραφων (Corporate Securities) τις τελευταίες δεκαετίες, οδήγησε σε διαρθρωτικές αλλαγές στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που ήταν διαθέσιμα στο κοινό, σύμφωνα με τον Finnerty (1992). Μια πληθώρα παραγόντων, ανάμεσα τους, η αύξηση της μεταβλητότητας των επιτοκίων, η έντονη ανταγωνιστικότητα μεταξύ των ιδρυμάτων και οι συχνές αλλαγές των φορολογικών και κανονιστικών ρυθμίσεων, ήταν αυτές που ώθησαν τις αγορές προς αυτήν την κατεύθυνση. Σκοπός αυτών των αξιόγραφων είναι να αποτελέσουν νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία, που θα αυξήσουν τον πλούτο των επενδυτών και κατ'επέκταση, θα βελτιώσουν την οικονομική ανάπτυξη. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι και ο Finnerty επιβεβαιώνει την συλλογιστική που παρουσιάστηκε

προηγούμενα, αναφορικά με τα αίτια και την ανάλυση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Για την επίτευξη αυτού του σκοπού, τα νέα χρηματοοικονομικά αξιόγραφα θα πρέπει να επιτρέπουν στους επενδυτές, αλλά και στους εκδότες, την βελτίωση, με κάποιο τρόπο, της υφιστάμενης κατάστασης τους. Από την πλευρά των επενδυτών, αυτό μεταφράζεται σε υψηλότερες (μετά τον φόρο) αποδόσεις για την ανάληψη συγκεκριμένου επιπέδου κινδύνου, σε αυξημένη ρευστότητα ή σε μια περισσότερο επιθυμητή χρονοσειρά χρηματικών εισροών. Από την πλευρά των εκδοτών, αυτό μεταφράζεται ως πιθανή μείωση του κόστους κεφαλαίου, επεκτείνοντας, με αυτόν τον τρόπο, το εύρος των επιχειρήσεων διατεθειμένων να το αναλάβουν.

Μια σειρά καινοτόμων χρηματοπιστωτικών αξιόγραφων παραθέτονται κατωτέρω με σκοπό την αναγνώριση των ωφελειών που προσφέρουν στους τελικούς αποδέκτες. Αυτά είναι α) Debt Innovations, β) Preferred Stocks Innovations, γ) Convertible Debt / Preferred Stock Innovations και δ) Common Equity Innovations. Και οι τέσσερις κατηγορίες χρηματοπιστωτικών αξιόγραφων, αποδίδουν αξία στους επενδυτές και τους εκδότες, με τους εξής τρόπους, την ανακατανομή των κινδύνων προς συμμετέχοντες στην αγορά, περισσότερο διατεθειμένους να τους αναλάβουν, την αύξηση της ρευστότητας, δηλαδή διατηρώντας τα ίδια επίπεδα πωλήσεων χωρίς μεταβολή στην τιμολόγηση ή στα κόστη συναλλαγών, την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, του κόστους συναλλαγών και την μείωση της φορολόγησης και των κανονιστικών περιορισμών.

Τα περισσότερα Debt Securities Innovations περιλαμβάνουν την μετατόπιση του κινδύνου από την πλευρά του εκδότη ή του επενδυτή σε τρίτους, που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν αυτόν τον κίνδυνο. Η μετατόπιση των κινδύνων είναι ευεργετική στις περιπτώσεις εκείνες που μία επιχείρηση επιθυμεί να κατασκευάσει ένα αξιόγραφο που θα ταιριάζει, με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, στις προτιμήσεις απόδοσης – κινδύνου (risk – return preferences) συγκεκριμένης κατηγορίας επενδυτών. Ως εκ τούτου, επενδυτές που έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στην αντοχή συγκεκριμένων κινδύνων, θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο ή εναλλακτικά να ζητήσουν χαμηλότερο ασφάλιστρο, για καινοτόμα αξιόγραφα που θα τους επιτρέπουν να ειδικευτούν στην ανάληψη τέτοιων κινδύνων. Για παράδειγμα, ένας πετρελαιοπαραγωγός, θα μπορούσε να σχεδιάσει ένα αξιόγραφο Debt Security

Innovation συνδεδεμένο με τον δείκτη πετρελαίου. Κάθε φορά που ο δείκτης θα μεταβάλλεται, οι πληρωμές θα μεταβάλλονται αντιστοίχως και οι επενδυτές θα είναι πρόθυμοι να χρεώνουν μικρότερες αποδόσεις για δύο λόγους, α) γιατί οι, μετά τους φόρους, χρηματοροές της επιχείρησης θα ήταν περισσότερο σταθερές και θα μειωνόταν ο κίνδυνος αθέτησης και β) γιατί ορισμένοι επενδυτές θα μπορούσαν να εισχωρήσουν στην αγορά προϊόντων, που με άλλο τρόπο θα ήταν αδύνατο.

Η δεύτερη κατηγορία, τα Preferred Stocks Innovations, προσφέρουν το πλεονέκτημα της φοροαπαλλαγής, περισσότερο από ότι η προηγούμενη κατηγορία. Συγκεκριμένα, επειδή το φορολογικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Η.Π.Α.) δεν επιτρέπει την φοροαπαλλαγή στο εισόδημα των επιχειρήσεων σε ποσοστό μεγαλύτερο του 70% (1992), για τα έσοδα από μερίσματα μη θυγατρικών, δίνεται το κίνητρο της αγοράς των Preferred Stocks Innovations, αντί των κοινών μετοχών ή άλλων βραχυπρόθεσμων εργαλείων.

Η τρίτη κατηγορία των Convertible Debt / Preferred Stock Innovations βοηθούν ιδιαίτερα στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (agency costs), της διαφωνίας διοίκησης δηλαδή, που προκύπτει μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση έχει αυξημένη μόχλευση, τόσο που φτάνει στα όρια της χρεοκοπίας, οι διοικούντες θα επιλέξουν να αναλάβουν περισσότερο ρινοκίνδυνο εγχειρήματα, προς όφελος των μετόχων και πολλές φορές με ζημία των ομολογιούχων, ακόμα και αν οι καθαρές παρούσες αξίες είναι αρνητικές, προκειμένου να επωφεληθούν από τις αυξημένες αποδόσεις, αν αυτές τελικά επιτευχθούν. Τα Convertible Debt / Preferred Stock Innovations συγκρατούν αυτές τις ενέργειες, είτε παρέχοντας ένα τοκομερίδιο (coupon) προσαρμοσμένο στα τρέχοντα επιτόκια, το οποίο προστατεύει τους ομολογιούχους από την επιδείνωση της κατάστασης του εκδότη, αυτή είναι η περίπτωση των Convertible Reset Debentures, είτε παρέχοντας την δυνατότητα στους ομολογιούχους να ασκήσουν το δικαίωμα, αν υπάρξει μεταβολή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων ή αυξηθεί δραματικά η μόχλευσής τους, αυτή είναι η περίπτωση των Puttable Convertible Bonds.

Τέλος, η τέταρτη κατηγορία των Common Equity Innovations, αναλύεται σε πέντε επιμέρους καινοτομίες, που κατά βάση μετακυλύουν τον κίνδυνο. Αυτές είναι οι

περιπτώσεις των Americus Trust, Callable Common Stock, Puttable Common Stock, SuperShares Unbundled Stock Units και Unbundled Stock Units.

5.4 Σύμφωνο Βασιλείας I, II (Basel I, II)

Μια εξαιρετικά καινοτόμα διαδικασία, χαρακτηρίζεται από πολλούς ερευνητές, το Σύμφωνο της Βασιλείας. Το 1930, όταν ιδρύθηκε η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements - BIS) με έδρα την Βασιλεία της Ελβετίας, ως ένας οργανισμός που σκοπό είχε την προάσπιση της νομισματικής πολιτικής και της διεθνούς συνεργασίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κανείς δεν μπορούσε να φανταστεί ότι ο ρόλος της θα ήταν τόσο σημαντικός για όλο τον κόσμο. Ήταν οι διεθνείς εξελίξεις και συγκεκριμένα, ο Πρώτος Παγκόσμιος Πόλεμος, που συντέλεσαν στην δημιουργία της αρχικά, όμως οι αυξημένες ανάγκες επικοινωνίας και συνεργασίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σε συνδυασμό με την εξέλιξη και άλλων παραγόντων που ευνοούν την καινοτομία, όπως η τεχνολογία, ήταν αυτές που κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη επέκτασης των εργασιών της.

Η επιτροπή της Βασιλείας συστάθηκε το 1974 από τους κεντρικούς τραπεζίτες της Ομάδας των Δέκα Χωρών (G10). Σκοπός της επιτροπής ήταν η διαμόρφωση πλαισίου ελεγκτικών κατευθυντήριων αρχών για την διαχείριση των κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το πλαίσιο αυτό κάλυπτε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών θεμάτων και για το λόγο αυτό εξέδιδε οδηγίες, όπως το Σύμφωνο της Βασιλείας (Basel Capital Accord) το 1988. Η Βασιλεία I (Basel I) προνοούσε για την εφαρμογή πλαισίου ελέγχου του πιστωτικού κινδύνου, επιβάλλοντας ένα ελάχιστο ποσοστό κεφαλαιακών απαιτήσεων 8% και κατηγοριοποιούσε τα στοιχεία του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε πέντε κατηγορίες βάσει αυτού. Σταδιακά η εφαρμογή του συμφώνου πραγματοποιήθηκε, όχι μόνο στα κράτη – μέλη της, αλλά σε όλο σχεδόν το σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Η ανάγκη της διαχείρισης των πιστωτικών κινδύνων κατέστη σημαντική, καθώς συνέβησαν διαφοροποιήσεις στις συνθήκες των αγορών, η μεγάλη απελευθέρωση τους, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη της τεχνολογίας και των χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως τα παράγωγα. Δημιουργήθηκε λοιπόν το κατάλληλο περιβάλλον για μία νέα καινοτομία ή καλύτερα για μία βελτίωση της ήδη υπάρχουσας.

Μετά από πολλές προσπάθειες βελτίωσης του υπάρχοντος πλαισίου, αλλά και εντάσεις μεταξύ τραπεζών, ελεγκτικών αρχών και επιχειρηματικών ομάδων, το 2004 τελικά εκδόθηκε η αναθεωρημένη έκδοση, γνωστή και ως Βασιλεία II (Basel II). Σκοπός του αναθεωρημένου συμφώνου, είναι να καλύψει τα κενά που δημιουργούνταν από το προηγούμενο σύμφωνο και για το λόγο αυτό εισήγαγε τρεις πυλώνες. Όσον αφορά στον Πυλώνα I, στο νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας προβλέπονται εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων πιο ευαίσθητες ως προς τον κίνδυνο, ο Πυλώνας II αναφέρεται στις διαδικασίες ελέγχου της επάρκειας των ιδρυμάτων και ο Πυλώνας III αναφέρεται στην πειθαρχία που απαιτείται να επιβληθεί στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ώστε να γίνει κατανοητή η ανάγκη δημοσιοποίησης πληροφοριών αναφορικά με τους κινδύνους που τα ίδια εκτίθενται και βοηθάει στην σημαντική ποιοτική και ποσοτική βελτίωση των στοιχείων και πληροφοριών που θα πρέπει να δημοσιοποιεί κάθε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, αλλά και εναρμόνιση του τρόπου παρουσίασής τους γεγονός που προαγάγει τη διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα των στοιχείων. Όπως και στο προηγούμενο σύμφωνο έτσι και η Βασιλεία II, ο Πυλώνας I ασχολείται με τον πιστωτικό κίνδυνο, προστίθενται όμως και ένας ακόμη κίνδυνος, ο λειτουργικός. Για πρώτη φορά δηλαδή εισάγονται κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του λειτουργικού κινδύνου. Στην έννοια του εν λόγω κινδύνου εμπίπτουν οι ζημιές που οφείλονται στην ανεπάρκεια ή ακαταλληλότητα των εσωτερικών διαδικασιών και συστημάτων, σε ανθρώπινο παράγοντα, ή σε εξωτερικά αίτια.

5.5 Liquid Yield Option Note (LYON)

Στην προσπάθεια να καλυφθεί μία νεοδημιουργηθείσα ανάγκη βασίζεται και η δημιουργία του Liquid Yield Option Note (LYON). Μια αλλαγή στις προτιμήσεις των επενδυτών ή των εκδοτών, τέτοια ώστε να μην καλύπτεται από τα υπάρχοντα χρηματοπιστωτικά εργαλεία δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για νέα προϊόντα. Κατά το μέσο της δεκαετίας του 1980, η Merrill Lynch ήταν ο μεγαλύτερος διαμεσολαβητής σε Equity Options λιανικής και ταυτόχρονα λόγω της επιτυχίας των Cash Management Accounts ήταν και ο μεγαλύτερος διαχειριστής ιδιωτικών κεφαλαίων. Έτσι, μετά από πολλές παρατηρήσεις και ελέγχους στις συμπεριφορές των επενδυτών / πελατών της, η Merrill Lynch, με τότε Options Marketing Manager τον Lee Cole, παρουσίασε το 1985 για πρώτη φορά σε συνεργασία με εκδότη την Waste Management Inc, ένα ιδιαίτερος πετυχημένο χρηματοοικονομικό εργαλείο το Liquid

Yield Option Note (LYON), με προδιαγραφές την παροχή δυνατότητας στις επιχειρήσεις να εκμεταλλεύονται την λιανική αγορά, της οποίας τα κεφάλαια επενδύονταν σε κυβερνητικά αξιόγραφα και δικαιώματα προαίρεσης (options). Οι μετέπειτα εκδότες αυτού του εργαλείου ήταν πολλές γνωστές επιχειρήσεις όπως οι American Airlines, η Motorola, η Marriott Corporation και πολλές άλλες.

Το LYON ήταν ένα πολύπλοκο αξιόγραφο. Ήταν ο συνδυασμός ενός ομολόγου τελικής απόδοσης, ενός convertible, ενός callable και ενός puttable ομολόγου. Χωρίς κανένα από τα παραπάνω να αποτελεί καινοτομία, ο συνδυασμός των τεσσάρων ήταν αυτό που δημιούργησε την καινοτόμα διαδικασία. Σύμφωνα με το διμερές συμφωνητικό, της Merrill Lynch και της Waste Management Inc, κάθε ομολογία είχε ονομαστική αξία \$ 1,000 και ημερομηνία 21 Ιανουαρίου 2001. Εξ ορισμού δεν υπήρχαν τοκομερίδια και αν το αξιόγραφο δεν ασκηθεί πριν την ημερομηνία λήξης και ο εκδότης δεν αθετούσε την συμφωνία, τότε ο επενδυτής θα εισέπραττε το ποσό των \$1,000 ανά ομολογία. Καθώς ήταν και convertible bond, υπήρχε η δυνατότητα, οποιαδήποτε χρονική στιγμή πριν την λήξη, μετατροπής της ομολογίας σε κοινές μετοχές της εταιρείας Waste Management Inc. Το πιο περίεργο χαρακτηριστικό αυτού του αξιόγραφου είναι το δικαίωμα που δίνει στον επενδυτή να πουλήσει την ομολογία στην Waste Management Inc ξεκινώντας από τις 30 Ιουνίου 1988 και σε κάθε γενέθλια ημερομηνία σε προκαθορισμένες τιμές άσκησης (exercise prices) που αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου. Τέλος, η εταιρεία Waste Management Inc, έχει το δικαίωμα να αγοράσει το LYON σε καθορισμένες τιμές άσκησης που επίσης αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου, παρόλο που ο εκδότης έχει το δικαίωμα να αγοράσει το LYON αμέσως μετά την έκδοση του, ο επενδυτής προστατεύεται από αυτό το δικαίωμα που δίνεται στην εταιρεία. (Mc.Connell, Schwartz, 1992)

6. Πνευματικά Δικαιώματα

Η διαδικασία της καινοτομίας είναι ιδιαίτερα σημαντική τόσο για τον μεμονωμένο «εφευρέτη», όσο και για το σύνολο της κοινωνίας. Αντιμετωπίζει όμως σημαντικά προβλήματα, ένα εκ των οποίων είναι η αναγνώριση της δημιουργίας και η απόδοση της αξίας στον «εφευρέτη», με άλλα λόγια η αναγνώριση της πατέντας. Χιλιάδες καινοτομίες συμβαίνουν καθημερινά ανά τον κόσμο, λίγες όμως στην πραγματικότητα είναι αυτές που τα οφέλη τους καρπώνονται από αυτούς οι οποίοι έχουν κοπιάσει για την δημιουργία τους. Για αυτό τον λόγο στις περισσότερες των περιπτώσεων, οι καινοτόμοι «εφευρέτες» προσπαθούν να προστατέψουν την πνευματική τους περιουσία με διάφορους τρόπους.

Όλες οι χώρες έχουν δημιουργήσει οργανισμούς που έχουν ως κύριο μέλημα, μέσω της υιοθέτησης δικαιωμάτων ευρεσιτεχνίας (patent) και σημάτων κατατεθέν (trademarks), την ενίσχυση των τεχνολογικών επιτευγμάτων, σε όλους τους τομείς της οικονομίας, δίνοντας από την μία κίνητρα προστασίας των εφευρέσεων / ανακαλύψεων καθώς και οικονομικά οφέλη στους εφευρέτες, αλλά και διασφαλίζοντας, από την άλλη, το καταναλωτικό κοινό από την σύγχυση και την εξαπάτηση παραπλανητικών προϊόντων και υπηρεσιών. Με αυτόν τον τρόπο λοιπόν, προωθούν το ενδιαφέρον όλων των μερών προς αυτήν την κατεύθυνση της δημιουργίας καινοτομικής διαδικασίας και ταυτόχρονα διευκολύνουν την ανάπτυξη και διάχυση των νέων τεχνολογικών επιτευγμάτων παγκοσμίως.

Καθώς μια εφεύρεση για να έχει νομική προστασία, απαιτείται να καταχωρηθεί με Δίπλωμα Ευρεσιτεχνίας (ΔΕ) ή άλλους τίτλους προστασίας, τα δικαιώματα που παρέχονται με το Δίπλωμα Ευρεσιτεχνίας αποκτώνται και διατηρούνται σε ισχύ με την καταβολή αντίστοιχων τελών στους σχετικούς οργανισμούς. Η ευρεσιτεχνία (πατέντα) είναι ένα αποκλειστικό δικαίωμα χρήσης που χορηγείται για 20 έτη, (τουλάχιστον αυτό ισχύει στην Ελλάδα) από την υποβολή της αίτησης και απαγορεύει σε άλλους να χρησιμοποιούν την κατοχυρωμένη μέθοδο, ουσία ή μηχανισμό, χωρίς την άδεια του κατόχου του διπλώματος ευρεσιτεχνίας. Με δίπλωμα ευρεσιτεχνίας μπορούν να κατοχυρωθούν όχι μόνο εφευρέσεις, αλλά και ανακαλύψεις, εφ' όσον οι ιδιότητες τις οποίες ζητά να κατοχυρώσει ο εφευρέτης δεν ήταν ήδη γνωστές, επομένως η ευρεσιτεχνία μπορεί να αναφέρεται σε προϊόν, μέθοδο ή βιομηχανική εφαρμογή.

Στην Ελλάδα αυτό το σκοπό εξυπηρετεί ο Οργανισμός Βιομηχανικής Ιδιοκτησίας (ΟΒΙ), ο οποίος εποπτεύεται από το Υπουργείο Ανάπτυξης και συγκεκριμένα την Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας. Κύρια εργασία του είναι η κατοχύρωση εφευρέσεων, βιομηχανικών σχεδίων και υποδειγμάτων, καθώς επίσης και η ενημέρωση για θέματα τεχνικής πληροφόρησης και βιομηχανικής ιδιοκτησίας.

Στην περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, υπάρχει ο European Patent Organization, ένας κυβερνητικός οργανισμός που ιδρύθηκε το 1977, που παρέχει μέσω του European Patent Office και του Administrative Council, μία ομοιόμορφη διαδικασία ευρεσιτεχνικής κατοχύρωσης εφευρέσεων / ανακαλύψεων, τόσο για ιδιώτες όσο και για επιχειρήσεις, για όλες τις χώρες της. Σκοπός του είναι η υποστήριξη της καινοτομίας, της ανταγωνιστικότητας και της οικονομικής ανάπτυξης ανά την Ευρώπη.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής υπάρχει το United States Patent and Trademark Office (USPTO), που ανήκει στο Υπουργείο Εμπορίου και έχει ως κύρια δραστηριότητα την προώθηση της επιστήμης και των τεχνών, διασφαλίζοντας, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, αποκλειστικά δικαιώματα χρήσης των ανακαλύψεων / εφευρέσεων.

Δύο είναι οι κύριοι λόγοι θέσπισης του δικαιώματος ευρεσιτεχνίας. Ο ένας λόγος είναι η παροχή κινήτρων στους ιδιώτες και στις επιχειρήσεις να επιδίδονται σε έρευνα και να αναπτύσσουν καινούργια προϊόντα, η προώθηση, με άλλα λόγια, της διαδικασίας της καινοτομίας. Ως εκ τούτου η προσδοκία κερδοφόρας εκμετάλλευσης του αποκλειστικού δικαιώματος, ενθαρρύνει ιδιώτες και επιχειρήσεις να στρέφουν τη δραστηριότητά τους σε καινοτόμα προϊόντα, από τα οποία θα έχουν αργότερα όφελος και οι ίδιοι, αλλά και το κοινωνικό σύνολο. Ο δεύτερος λόγος είναι η δημοσιοποίηση των καινοτομιών. Αν δεν υπήρχε το δικαίωμα ευρεσιτεχνίας, οι εφευρέτες θα προσπαθούσαν να κρατήσουν τις εφευρέσεις τους μυστικές, για να αποφεύγεται η αντιγραφή από τους ανταγωνιστές τους, για αυτόν τον λόγο απαραίτητη προϋπόθεση για την απονομή του διπλώματος είναι η αποκάλυψη και η λεπτομερής περιγραφή της εφεύρεσης. Με αυτόν τον τρόπο, λοιπόν, επιτυγχάνεται μια ανταλλαγή μεταξύ εφευρέτη και κοινωνικού συνόλου, ο εφευρέτης αποκαλύπτει την καινοτομία του και η πολιτεία του παρέχει το δικαίωμα να την εκμεταλλεύεται αποκλειστικά για τα επόμενα 20 χρόνια.

Ωστόσο, παρόλο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν να προστατέψουν τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία με τον παραπάνω τρόπο, οι προσπάθειες τους δεν καταλήγουν στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Ας πάρουμε, για παράδειγμα, τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά αξιόγραφα. Οποιαδήποτε ενέργεια για απόκρυψη στοιχείων αναφορικά με τα χρηματοοικονομικά αξιόγραφα θα έχει αρνητικό, παρά θετικό, αντίκτυπο στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Οι εν δυνάμει επενδυτές, αλλά και οι κρατικοί ελεγκτικοί μηχανισμοί, επιθυμούν διαφάνεια στους όρους και τις προϋποθέσεις τέτοιων προϊόντων, ώστε να υπάρχει η βεβαιότητα πως δεν τίθεται θέμα δόλιας και αισχροκερδούς συμπεριφοράς εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η απόκρυψη στοιχείων μπορεί να εφαρμοστεί με μεγαλύτερη ευκολία στις περιπτώσεις καινοτόμων διαδικασιών, όπως για παράδειγμα ο τρόπος υπολογισμού του αλγόριθμου ενός αξιόγραφου.

7. Οικονομικές Κρίσεις και Καινοτομία

Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες αναφέρονται σε μια συνεχή διαδικασία ανάπτυξης χρηματοοικονομικών προϊόντων, σχεδιασμένων με τέτοιο τρόπο ώστε να καλύπτουν τις ανάγκες του καταναλωτικού κοινού. Προς τον σκοπό αυτό έχουν κατά καιρούς σχεδιαστεί πληθώρα προϊόντων, όπως Collateralized Debt Obligations (CDO), Credit Default Swaps (CDS), κλπ, κάποια από τα οποία είχαν σημαντικό, αν όχι και καθοριστικό ρόλο, στην χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2007 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Η χρήση τέτοιων προϊόντων τα τελευταία έτη έχει αυξηθεί δραστικά, χαρακτηριστικά είναι τα στατιστικά στοιχεία που απεικονίζουν αυτά τα μεγέθη, η αγορά των CDS είχε αξία πενταπλάσια των παγκόσμιων κεφαλαίων των corporate bonds, ενώ τρία χρόνια πριν, το 2004, ανερχόταν σε ποσοστό μόλις 85%, η αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης (options market) έχει αυξηθεί την τελευταία δεκαετία από \$ 8 τρις σε \$ 57 τρις. Μπορεί λοιπόν οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες να έχουν διευρύνει την λίστα επιλογής χρηματοοικονομικών προϊόντων που είναι διαθέσιμα στο κοινό, τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά, υπάρχουν όμως ατέλειες στην διάθεση αυτών των προϊόντων και μάλιστα αυτές οι ατέλειες εμφανίζονται πλέον συχνότερα από ότι συνέβαινε στο παρελθόν. Αυτό οφείλεται σε πέντε πεδία πιθανών αδυναμιών, όπως εξετάζεται παρακάτω.

Το πρώτο πεδίο αδυναμιών είναι αυτό της ημιτελούς πληροφόρησης. Η οπτική του κόσμου ως ολοκληρωμένου και αποτελεσματικού βασίζεται στην υπόθεση της πλήρους ενημέρωσης. Αυτή η προϋπόθεση μπορεί να φαίνεται απλή, ειδικά σε μία εποχή σαν την δική μας, στην πραγματικότητα όμως είναι πολύ ουτοπική. Ένας επενδυτής πρέπει να γνωρίζει πολλές παραμέτρους και λεπτομέρειες προϊόντων και κινδύνων όταν εμπλέκεται σε αυτό το ατέρμονο παιχνίδι της κερδοσκοπίας. Είναι πολύ δύσκολο για αυτόν να εξακριβώσει και να διασταυρώσει τα εισοδήματά του, για ένα μεγάλο ποσοστό χρηματοοικονομικών εργαλείων, που υπάρχουν διαθέσιμα στις αγορές και να αντιληφθεί τον αντίκτυπο μίας μεταβολής των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι πληρωμές είναι πολύ ευαίσθητες σε ανεπαίσθητες μεταβολές. Επίσης, τα χρηματοοικονομικά καινοτόμα προϊόντα δεν μπορούν να δώσουν την απαραίτητη ιστορική πληροφόρηση, λόγω του μικρού σχετικά χρονικού ορίζοντα ζωής με αποτέλεσμα, πολλές φορές, οι αποδόσεις τους να είναι χειρότερες από κάθε αναμενόμενη προσδοκία. Κλασικό παράδειγμα

ασυμμετρίας πληροφόρησης υπάρχει στην περίπτωση της τιτλοποίησης, λόγω της μεγάλης απόστασης μεταξύ του χορηγητή του δανείου και του τελικού επενδυτή. Βέβαια, η διατήρηση ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου και η ανάθεση των χαρτοφυλακίων σε εταιρίες ειδικού σκοπού είναι, σε αυτήν την περίπτωση, η λύση για την αντιμετώπιση τυχόν προβλημάτων, όμως η εμπειρία του παρελθόντος έχει αποδείξει ότι ακόμη και έτσι κάποιες φορές δεν μπορούμε να αποφύγουμε τον συστημικό κίνδυνο.

Το δεύτερο πεδίο αδυναμιών είναι αυτό των κινήτρων. Όταν υπάρχει έλλειψη πληροφόρησης, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως και αβεβαιότητα, αναφορικά με το ποιες ενέργειες απαιτείται τελικά να αναληφθούν, τα κίνητρα που αντιμετωπίζει και χρησιμοποιεί ως κριτήρια ο μεμονωμένος επενδυτής, καθίστανται ιδιαίτερος σημαντικά και οδηγούν σε ενδογενής παράγοντες ρίσκου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως είναι οι μεταβολές κεφαλαίων ανάμεσα στις αγορές. Αν για παράδειγμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν έχουν αρκετά διαθέσιμα κεφάλαια, όπως συνέβη με την Τράπεζα της Αγγλίας (Bank of England) τον Οκτώβριο του 2007, δεν θα μπορέσουν να καλύψουν ικανοποιητικά την ζήτηση δανειακών κεφαλαίων. Αλλά ακόμη και αν έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια εξακολουθούν να μην είναι αρκετά για να εξασφαλίσουν στους επενδυτές την αντιστάθμιση της έκθεσης στον κίνδυνο κεφαλαίου και αυτό οφείλεται στην αδυναμία των τελικών επενδυτών να ελέγξουν όλους τους εμπλεκόμενους. Επομένως υπάρχουν δύο στοιχεία που ευνοούν την αύξηση του ρίσκου, η ικανότητα διαχείρισης του ρίσκου και η δυνατότητα μετακίνησής του.

Τα δύο προηγούμενα πεδία αδυναμιών έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην ρευστότητα της αγοράς, λόγω της χρήσης καινοτομικών χρηματοοικονομικών εργαλείων. Οποιοσδήποτε επενδυτής προσπαθήσει να εκτιμήσει την απόκλιση των επιτοκίων αναφορικά με την αγορά των στεγαστικών δανείων δεν θα πρέπει να λάβει υπόψη του μόνο τους μακροοικονομικούς παράγοντες, αλλά και πόσο η επίδραση θα ενισχυθεί από την έλλειψη ελέγχου πιστωτικού κινδύνου. Επιπλέον, υπάρχει μία εξίσου σημαντική σχέση ανάμεσα στην ικανότητα της χρηματοοικονομικής μηχανικής να δημιουργεί προϊόντα πλήρως εναρμονισμένα στις ανάγκες και επιθυμίες των επενδυτών. Όσο περισσότερο ένα προϊόν καλύπτει τις ανάγκες ενός αγοραστή / επενδυτή τόσο πιο δύσκολο είναι να υπάρξει και δεύτερος αγοραστής / επενδυτής με

την ίδια ανάγκη. Με άλλα λόγια, η προσπάθεια ταύτισης των αναγκών των επενδυτών με αντίστοιχα προϊόντα, που πληρούν τις προϋποθέσεις ρίσκου έχει οδηγήσει σε αύξηση του basis risk στις αγορές. Οι εξελίξεις μάλιστα των τελευταίων ετών έχουν αποδείξει ότι οι προσπάθειες αντιστάθμισης κινδύνου είναι λιγότερο αποτελεσματικές από ότι αρχικά προβλεπόταν και υπάρχει σημαντική υποτίμηση του basis risk πολλών καινοτόμων προϊόντων, κατά την εισαγωγή τους στις αγορές, λόγω της έλλειψης δευτερογενούς αγοράς υιοθέτησης.

Μία τέταρτη αδυναμία είναι αυτή του ιδίου του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος. Τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία, λόγω της διαφορετικότητάς τους, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, ώστε να καλύπτουν τις ανάγκες του εκάστοτε επενδυτή, δύσκολα εισάγονται σε χρηματιστήρια και επομένως διαπραγματεύονται μέσω ενδιάμεσων (brokers), μία διαπραγμάτευση που στην πραγματικότητα γεννά πολλούς κινδύνους, καθώς είναι πολύ ευάλωτη σε λειτουργικούς κινδύνους. Ουσιαστικά δηλαδή, οι επιφυλάξεις των επενδυτών βασίζονται στους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι ίδιοι οι μεσάζοντες, από τις μεταξύ τους σχέσεις με άλλους μεσάζοντες, με αποτέλεσμα ο κατάλογος να είναι τόσο μακρύς, που η αδιαφάνεια περιορίζει τα κεφάλαια που τελικά διαθέτουν σε αυτήν την κατηγορία προϊόντων. Επιπρόσθετα, τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία θα έπρεπε να είναι πλήρως επεξηγηματικά και λεπτομερή αναφορικά με τις ιδιότητες και τα χαρακτηριστικά, καθώς και τους κινδύνους που αναλαμβάνει ο επενδυτής και όσο πιο περίπλοκο είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο, τόσο περισσότερο θα έπρεπε να πληροί αυτές τις προϋποθέσεις, όμως αυτό τελικά δεν συμβαίνει στην πραγματικότητα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της απουσίας σωστής ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού είναι αυτή της Lehman Brothers.

Τέλος, η πέμπτη αδυναμία είναι αυτή της δυναμικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η αλληλεπίδραση των αλλαγών. Όλα τα παραπάνω αναφερόμενα, η ατελής πληροφόρηση, τα λανθασμένα κίνητρα, η έλλειψη ρευστότητας, θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν μέσα στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον μέσω της δυναμικής του. Δηλαδή, τα χρηματοοικονομικά εργαλεία θα μπορούσαν να είναι καλύτερα τιμολογημένα, με περισσότερο βραχυπρόθεσμους ορίζοντες, όπως επίσης θα μπορούσαν να έχουν την υποστήριξη των ελεγκτικών και κυβερνητικών αρχών. Στην πραγματικότητα όμως, πολλές επιχειρήσεις παραγωγής τέτοιων

χρηματοοικονομικών προϊόντων δεν ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα που προέκυψαν από την εισαγωγή αυτών των προϊόντων στις αγορές και την ατονία ζήτησης τους, καθώς επίσης δεν ήταν σε θέση να λάβουν υπόψη τους, κατά την παραπάνω διαδικασία, τις ενέργειες των υπόλοιπων επιχειρήσεων που ολοκλήρωναν την εικόνα της αγοράς, με αποτέλεσμα, να είναι πολύ αισιόδοξες και σίγουρες για την ικανότητά τους να αντισταθμίσουν ή να μην αναλάβουν τον κίνδυνο μίας επένδυσης και εντελώς απροετοίμαστες όταν η αγορά αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα ρευστότητας. (Jenkinson, Penalver, Vause, 2008)

8. Επίδραση Χρηματοοικονομικών Καινοτομιών

Βιώνοντας, για περισσότερο από ένα χρόνο πλέον, την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, περιτριγυρισμένοι από την εξάλειψη, σχεδόν οποιασδήποτε δυνατότητας ρευστότητας για τα περισσότερα από τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είναι ιδανική ευκαιρία να εξετάσουμε κατά πόσο οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες αποτελούν εφελκυστικό παράγοντα ανάπτυξης των οικονομιών ή «όπλο μαζικής καταστροφής», όπως χαρακτηριστικά σχολίασε ο Warren Buffet αναφερόμενος στα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Και στην βιβλιογραφία δεν θα μπορούσε να μην υπάρξει διχασμός απόψεων αναφορικά με το κατά πόσο οι καινοτομίες έχουν αρνητικές ή θετικές επιδράσεις στην κοινωνία.

8.1 Αρνητικές επιδράσεις καινοτομιών

Υπάρχουν ερευνητές στον ακαδημαϊκό και χρηματοοικονομικό χώρο που υποστηρίζουν την πρώτη άποψη, διαβλέπουν δηλαδή την καινοτομία ως κάτι, όχι παραπάνω, από μία μεγάλη απάτη, οδηγούμενη από τους εφευρέτες και τις επιχειρήσεις σε εξωπραγματικές προσδοκίες για ακόμη μεγαλύτερες αποδόσεις, λιγότερο ρίσκο και τεράστια κέρδη. Από αυτήν την οπτική, οι καιροσκόποι αναπτύσσουν καινοτομίες που δεν έχουν άλλη λειτουργία, από το να διαφοροποιούν επιφανειακά, τα υπάρχοντα προϊόντα. Ισχυρίζονται ότι τα αποθέματα που ξοδεύονται είναι μία τεράστια σπατάλη, η οποία δημιουργεί κοινωνικά κόστη και δημιουργεί διαστρέβλωση των επενδύσεων και μεταβλητότητα στις αγορές χρήματος, καθώς τελικά οι προσδοκίες, στις περισσότερες των περιπτώσεων, δεν επαληθεύονται.

Ο ενθουσιασμός που συνοδεύει την χρηματοοικονομική καινοτομία είναι έντονος και καθ' όλα αναμενόμενος αν αναλογιστεί κανείς το συνεχώς μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον των τελευταίων δεκαετιών. Πολύ δύσκολα στις μέρες μας μια νέα ιδέα θα τύχει αρνητικής ανταπόκρισης και θα αντιμετωπιστεί με σκεπτικισμό, προς όφελος πάντα των χρηματαγορών. Ωστόσο δεν παύει μία τέτοια προσέγγιση των πραγμάτων, να μην έχει πάντα τα αναμενόμενα αποτελέσματα, καθώς υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις προϊόντων που σκοπό έχουν να εκμεταλλευτούν και να εξαπατήσουν, παρά να συνεισφέρουν στην βελτίωση και στην ανάπτυξη. Όπως επίσης, υπάρχουν και περιπτώσεις στις οποίες, η ιδέα και η προσέγγιση είναι η κατάλληλη, αλλά οι υπεύθυνοι για την προώθηση των προϊόντων εκμεταλλεύονται στο έπακρο τις καταστάσεις, καθώς στόχος τους είναι μόνο το

κέρδος και τίποτα παραπάνω. Και όλα αυτά συμβαίνουν, καθώς πολλές καινοτομίες θεωρούνται πανάκια των προβλημάτων ή κενών στις αγορές, που υπάρχουν την δεδομένη χρονική στιγμή. Επίσης κριτική υπάρχει και για τα υπέρογκα, κάποιες φορές, ποσά που ζητούνται ως αποζημίωση για την απόκτηση των καινοτόμων προϊόντων. Ο ανταγωνισμός δεν επιτρέπει και πολλές φορές δεν συγχωρεί την άρνηση υιοθέτησης τέτοιων προϊόντων με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να έχουν δύο μόνο οδούς για να κινηθούν, ή θα επωμιστούν τα κόστη των καινοτομιών ή θα δημιουργήσουν νέα προϊόντα ώστε να μπορέσουν οι ίδιες να δημιουργήσουν αυτές τις καινοτομίες, και οι δύο οδοί είναι εξίσου πολυέξοδοι.

Ο Van Horne (1985) ισχυρίζεται ότι και στην διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας υπάρχει το φαινόμενο της φούσκας. Στην προσπάθεια αμαύρωσης αυτής της καινοτομικής διαδικασίας αναφέρονται πολλά παραδείγματα που εμφανίστηκαν στο παρελθόν. Χαρακτηριστικά είναι αυτά της South Sea Company στην Αγγλία και της τουλίπας στην Ολλανδία. Η South Sea Company είναι μία εταιρία που ιδρύθηκε το 1711 και δημιούργησε μονοπωλιακές συνθήκες στο εμπόριο της Ισπανίας στις αποικίες της Βόρειας Αμερικής, σαν μέρος της συνθήκης που υπεγράφη κατά τον Ισπανικό Πόλεμο, με αντάλλαγμα την ανάληψη του εθνικού χρέους της Αγγλίας που είχε δημιουργηθεί από αυτόν. Η κερδοσκοπία όμως στις μετοχές της εταιρίας, οδήγησε σε μία τεράστια οικονομική φούσκα το 1720, που είχε ως αποτέλεσμα μία εκτενή οικονομική καταστροφή στην χώρα.

Το επόμενο παράδειγμα της τουλιπομανίας (Tulipmania), όπως ονομάστηκε, αφορά στην χρυσή περίοδο της Ολλανδίας κατά την οποία οι τιμές των βολβών της, πρόσφατα εισαγόμενης τουλίπας, έφτασαν σε υπερβολικά για την εποχή υψηλά επίπεδα και ξαφνικά εκμηδενίστηκαν. Στην υψηλότερη τιμή μάλιστα έφτασαν να κοστίζουν μέχρι και το δεκαπλάσιο του ετήσιου μισθού ενός εργάτη. Η περίπτωση της τουλίπας θεωρείται ως το πρώτο εύρημα κερδοσκοπικής φούσκας.

Βέβαια μία φούσκα, σύμφωνα με τον Van Horne (1985) δημιουργεί το κατάλληλο έδαφος για ανάπτυξη και αυτό γιατί βασίζεται σε παράλογες συμπεριφορές, τουλάχιστον για μία δεδομένη χρονική περίοδο. Αν όμως το μέγεθος και η χρονική στιγμή της ανάπτυξης ήταν γνωστά εκ των προτέρων και οι προσδοκίες των συμμετεχόντων στις αγορές ήταν λογικές, δεν θα υπήρχε λόγος να συζητάμε για φούσκες. Η λογική της όμως, βασίζεται στο ότι τα παραπάνω δεν λειτουργούν όπως

θα έπρεπε και οι τιμές, των σχετικών με την φούσκα προϊόντων, αυξάνονται σε αναμονή μιας περαιτέρω θετικής αποτίμησης στις τιμές. Τέτοιες μεταβολές των τιμών συμβαίνουν ανεξάρτητα από τις αναμενόμενες διακυμάνσεις των κανονιστικών αρχών και οι επιπλέον κερδοσκοπικές αυξήσεις τιμών αποδεικνύονται αυτοεπιβεβαιούμενες προσδοκίες. Η ψυχολογία του κοινού κατακλύζει τα πάντα και τελικά οι τιμές αυξάνονται.

Η διάρκεια της φούσκας εξαρτάται από το αρχικό χρονοδιάγραμμα και από την φημολογία που την συνοδεύει. Σταδιακά όσοι έχουν εσωτερική πληροφόρηση θα αποσυρθούν αφήνοντας τους υπόλοιπους να υποστούν τα αρνητικά της αποτελέσματα, που δεν είναι άλλα από την πτώση των τιμών. Τα περισσότερα χρηματοοικονομικά εργαλεία που παρουσιάστηκαν ως χρηματοοικονομικές καινοτομίες δεν μπορούν να χαρακτηριστούν φούσκες, αλλά μπαλόνια (balloons) καθώς το αποτέλεσμα της αποτυχίας δεν είναι τόσο απότομο, απλώς ξεθουμαίνει. Όπως για παράδειγμα η Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) που εισήγαγε ενυπόθηκες υποχρεώσεις (Collateralized Mortgage Obligations) το 1983, ένα προϊόν που διαχώριζε τα παράγωγα σε τέσσερις περιόδους αποπληρωμής και ταυτόχρονα εγγυούταν μία ελάχιστη χρηματική ροή στην περίπτωση αποπληρωμής και στις περιπτώσεις συγκεκριμένων ακόμη ρίσκων. Παρά τα αρχικά οφέλη, ο ανταγωνισμός και οι εξοικείωση των επενδυτών με τα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία, μείωσαν την ζήτηση και το μπαλόνι άρχισε να ξεφουσκώνει. Ανάλογη είναι και η περίπτωση που εμφανίστηκε την περίοδο 1982 – 1984 στην Αμερική, με την εισαγωγή εργαλείων πλήρως εναρμονισμένων στις ανάγκες των επενδυτών, που μπορούσαν να εκμεταλλευτούν, σε ποσοστό μέχρι 85%, τις εκπτώσεις της φορολόγησης μερισμάτων. Τα προϊόντα αυτά συνοδεύονταν από τεράστια ποσά προμηθειών, όμως παρόλα αυτά, η αρχική ζήτηση ήταν πέρα από κάθε προσδοκία. Προφανώς η κυβέρνηση δεν άφησε την κατάσταση να ανθίζει για πολύ καιρό και σύντομα, διόρθωσε τα κενά, χωρίς όμως να καταφέρει να εξαλείψει πλήρως το φαινόμενο.

Γίνεται, λοιπόν, κατανοητό από τα παραπάνω, ότι οι καινοτομίες, που δεν έχουν λόγο ύπαρξης στην πραγματικότητα, καθώς δεν στοχεύουν στην ανάπτυξη της ευημερίας, αλλά εξυπηρετούν κερδοσκοπικά συμφέροντα, δημιουργούν κόστη που τελικά πλήττουν τους τελικούς καταναλωτές των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Υπάρχει

επίσης λανθασμένη κατανομή των πόρων των καταναλωτών σε παροχές που δεν ευνοούν την ατομική τους μεγιστοποίηση της χρησιμότητας και κατ' επέκταση της μεγιστοποίησης της χρησιμότητας της οικονομίας, ώστε τελικά να φτάσει σε υψηλότερα επίπεδα ωφέλειας.

8.2 Θετικές επιδράσεις καινοτομιών

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν την δεύτερη άποψη και αναφέρουν πολλές περιπτώσεις καινοτομιών που πραγματικά παρείχαν οικονομικά οφέλη. Η μείωση του κόστους παραγωγής λόγω βελτίωσης των δραστηριοτήτων τους και η μείωση των κρατικών περιορισμών, όπως για παράδειγμα οι φοροαπαλλαγές, δίνουν μία ώθηση στην διαδικασία της καινοτομίας. Σε γενικές γραμμές, οι καινοτομίες μπορούν να βελτιώσουν την οικονομική αποτελεσματικότητα με τρεις βασικούς τρόπους. Ένας τρόπος είναι η δημιουργία τέτοιων προϊόντων ή υπηρεσιών που θα καλύπτουν τα κενά που υπάρχουν στις αγορές, προσφέροντας ευκαιρίες για διαχείριση του ρίσκου, για αντιστάθμιση του κινδύνου, για μετακίνηση πόρων. Ένας άλλος τρόπος είναι μειώνοντας τα κόστη συναλλαγών ή αυξάνοντας την ρευστότητα και ένας τρίτος τρόπος είναι μειώνοντας τα κόστη αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται είτε λόγω ασυμμετρίας πληροφόρησης είτε λόγω έλλειψης ελέγχων. Η εξέλιξη του χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να δώσει μία απάντηση στην αξία των χρηματοοικονομικών καινοτομιών. Καθώς το μέγεθος των συναλλαγών θα αυξάνεται, λόγω των δυνατοτήτων που παρέχονται από την τεχνολογία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα κυριαρχήσουν τις αγορές. Και όσο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα προσπαθούν να βρουν τρόπους αντιστάθμισης του κινδύνου στα προϊόντα τους, θα υπάρχουν κίνητρα για ακόμη μεγαλύτερη διόγκωση των συναλλαγών, η οποία με την σειρά της, θα καθιστά απαραίτητη την χρησιμοποίηση καινοτόμων προϊόντων, θα δημιουργείται ουσιαστικά ένας φαύλος κύκλος. Αυτή η ευρεία επέκταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, θα δημιουργήσει την ανάγκη για κρατικό παρεμβατισμό ή τουλάχιστον έλεγχο. Κατά πόσο αυτή η διαδικασία θα οδηγήσει σε συγκέντρωση ή σε διάχυση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών δεν είναι ξεκάθαρο, σίγουρα όμως θα υπάρξουν οικονομίες κλίμακας και όσο το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού συστήματος μεγαλώνει, θα οδηγεί σε μεγαλύτερες ευκαιρίες καινοτομιών καθώς θα αυξάνεται η ζήτηση για προϊόντα. Ταυτόχρονα, η εξάπλωση των αγορών θα οδηγήσει σε μειωμένα κόστη συναλλαγών και ακόμη περισσότερες βελτιώσεις των

τηλεπικοινωνιών και της τεχνολογίας έτσι ώστε περισσότερες επιχειρήσεις θα μπορούν να προσφέρουν ή τουλάχιστον θα προσπαθούν να προσφέρουν νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Όλη αυτή η προσπάθεια και ο ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους παραγωγής με αποτέλεσμα την οικονομική ευρωστία των επιχειρήσεων, λόγω αύξησης των κερδών και τελικό αποτέλεσμα την άνθιση των οικονομιών (Merton, 1992).

Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες και η παγκοσμιοποίηση έχουν αυξήσει σημαντικά την παροχή πιστώσεων στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και έχουν διευρύνει τις επιλογές χρηματοοικονομικών προϊόντων που πλέον μπορούν να καλύπτουν πολλές διαφορετικές ανάγκες. Οι αλλαγές αυτές προάγουν ταυτόχρονα και την οικονομική ανάπτυξη και τα οφέλη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πολλαπλά, καθώς έχουν μειωθεί τα κόστη για τις επιχειρήσεις και την ίδια στιγμή έχει βελτιωθεί η ικανότητα των νοικοκυριών να εξομαλύνουν την κατανάλωση τους εξασφαλίζοντας εισοδήματα. Αυτή η αυξημένη διεύρυνση των επιλογών έχει οδηγήσει στην κατασκευή προϊόντων που καλύπτουν πλήρως τις ανάγκες του εκάστοτε πελάτη. Υπάρχουν προϊόντα που καλύπτουν την επιθυμία για σταθερές και κυμαινόμενες ισοτιμίες, υπάρχουν προϊόντα που καλύπτουν την ανάγκη τόσο της βραχυπρόθεσμης όσο και της μακροπρόθεσμης επένδυσης, όπως επίσης υπάρχουν προϊόντα που καλύπτουν την ανάγκη εξασφαλισμένης ή όχι επένδυσης. Σε αντιστοίχιση με την αύξηση των επιλογών του καταναλωτικού κοινού, υπάρχει και η βελτίωση της πιστωτικής του ικανότητας οφειλόμενη σε πολλούς παράγοντες, όπως είναι η μείωση, και σε κάποιες περιπτώσεις η εξάλειψη, της χρήσης της αναλογίας μετρητών και υποχρεώσεων ως μηχανισμού νομισματικής πολιτικής, η μείωση του κόστους δανεισμού και η αύξηση της συσχέτισης της τιμολόγησης με τους κινδύνους.

9. Επίλογος

Η συζήτηση για τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες και η ανάλυση όπου προηγήθηκε δημιουργεί ερωτήματα. Πρώτον κατά πόσο το κύμα των καινοτομιών που βιώνουμε τις τελευταίες δεκαετίες θα συνεχιστεί και στο μέλλον ή οι αγορές πλέον έχουν φτάσει σε τέλμα με συνέπεια σταδιακά να μειώνεται η ένταση των καινοτομικών προϊόντων μέχρι να εξαλειφθεί τελείως. Σίγουρα οι παρελθοντικές εποχές βίωσαν πολύ πιο έντονες αλλαγές σε νομοθεσία και κανονιστικές ρυθμίσεις. Τίθεται λοιπόν το θέμα της μελέτης των καινοτομιών. Πολλές προέκυψαν από την ανάγκη των επιχειρήσεων να εκμεταλλευθούν τα κενά που οι ημιτελείς φορολογικοί και χρηματοοικονομικοί κανονισμοί άφηναν στην ιστορία της οικονομικής ανάπτυξης. Ηθελήμενα ή άθελα οι ελλείψεις των διαδικασιών άφηναν χώρο ώστε η ανάπτυξη να συμβάλει στην εξάλειψη των πληγών που ο Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος άφησε στις κοινωνίες. Μικροί και μεγάλοι επιχειρηματίες *αλλά* και οργανισμοί στρέφονταν στην καινοτομία με σκοπό να διαφοροποιηθούν, να αναπτυχθούν και εν συνεχεία να εκμεταλλευτούν στο έπακρο τις συνθήκες για απόκτηση πλούτου. Με την άφιξη σκληρότερων οικονομικών πολιτικών, στις περισσότερο ανεπτυγμένες οικονομίες, παρατηρείται η μείωση των καινοτομιών καθώς ο ανταγωνισμός, ο παρεμβατισμός αλλά και η αυστηρότητα των νομοθεσιών αποτρέπουν την οριζόντια και κάθετη εξάπλωση των καινοτομιών σε μεγάλη έκταση. Αιτία είναι η μεγαλύτερη παρακολούθηση, η προσπάθεια αποτροπής υπέρβασης ηθικών κανόνων δεοντολογίας, αλλά και η μεταφορά ρίσκου στον τελικό καταναλωτή. Αντίθετα οι καινοτομίες καλύπτουν πλέον μικρότερα κομμάτια της καθημερινότητας των επιχειρήσεων. Λαμβάνοντας υπόψη και την υπερανεπτυγμένη εξειδίκευση της τεχνολογίας, όπου λίγα πλέον μπορούν να αναμένονται στα στενά πλαίσια των φυσικών περιορισμών, μπορεί κάποιος να προβλέψει πως στο μέλλον ο αριθμός των καινοτομιών θα μειωθεί περαιτέρω. Σε καμία περίπτωση κάτι τέτοιο δεν συνεπάγεται την εξαφάνιση του φαινομένου ή οπισθοδρόμηση της παραγωγής. Μάλιστα είναι αναπόφευκτο πως νέες σημαντικές αλλαγές θα συμβαίνουν, διαμορφώνοντας συνεχώς πιο επιτυχημένες επικοινωνίες, υπηρεσίες και προϊόντα. Συνολικά η σχετική μείωση των καινοτομιών μπορεί να σημάνει την απομάκρυνση ασταθών προϊόντων (πχ. Τραπεζικά επενδυτικά προϊόντα αβέβαιης προέλευσης και ρίσκου) που εκμεταλλεύονται νομοθετικά κενά για να προσφέρουν κερδοφορία, η οποία μακροπρόθεσμα, οδηγεί σε ασταθείς συνθήκες και νέες οικονομικές κρίσεις (π.χ Κρίση του Πετρελαίου, Τρέχουσα Οικονομική Κρίση). Ο περιορισμός λοιπόν

των καινοτομιών μπορεί να σηματοδοτήσει την πραγματική επίτευξη πλήρους ανεπτυγμένης οικονομίας, τόσο θεσμικά όσο και νομοθετικά, αλλά και πλήρη εξάλειψη κινδύνων και κληροδοτημάτων, εποχών όπου η θολότητα και αβεβαιότητα ωφέλησε, βάσει συγκεκριμένων κοινωνικοπολιτικών συνθηκών, μα φαντάζει σήμερα περιττή και επικίνδυνη.

Δεύτερον, παρόλο που η ενασχόληση με τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες είναι αυξημένη, η βιβλιογραφία αναφορικά με το θέμα είναι διασπαρμένη σε διάφορα πεδία (Tufano, 2000). Μάλιστα παρουσιάζει και έλλειψη εμπειρικής ανάλυσης (Καινούργιος, 2005). Απαραίτητο λοιπόν είναι οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες να εξεταστούν σε συνδυασμό με τις μεταβολές των αγορών, κατά πόσο δηλαδή το είδος και η λειτουργία των αγορών επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών καινοτομιών, τις αυξομειώσεις της παραγωγής, εάν δηλαδή η βελτίωση των οικονομιών σε θέματα κατανάλωσης ενθαρρύνει την καινοτομική διαδικασία ή αποθαρρύνει την εισαγωγή νέων, καθώς επαναπαύονται στα υφιστάμενα μερίδια αγοράς και τέλος του οικονομικού περιβάλλοντος, κατά πόσο δηλαδή η αστάθεια και η αβεβαιότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την επιβίωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών ή τις καθιστούν υπαίτιες για τα προβλήματα που βιώνουμε την σημερινή εποχή. Υπάρχει ευρεία ταύτιση απόψεων αναφορικά με την έλλειψη στην χρηματοοικονομική καινοτομία μίας μεθοδολογίας που να μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις περιπτώσεις, καθώς κάθε περίπτωση πρέπει να εξετάζεται χωριστά και μπορεί να απαιτεί την αντιμετώπιση με πολύ διαφορετικές προσεγγίσεις. Για αυτό τον λόγο προτείνεται και η ενασχόληση με την οικονομική της χρηματοοικονομικής καινοτομίας από τον Καινούργιο (2005), ώστε να καλυφθούν αυτά τα κενά και να μπορέσουν να δοθούν πιο εμπεριστατωμένες απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα.

Βιβλιογραφία

Allen, F. (2001), “Presidential Address: Do financial institutions matter?”, *Journal of Finance* 56(4): 1165-1175.

Bank of International Settlements, www.bis.org

Boot, A. and A. Thakor (1997), “Banking scope and financial innovation”, *Review of Financial Studies* 10(4):1099-1131.

Cooper, R.G. (1984), ‘New Product Strategies: What Distinguishes the Top Performers?’, *Journal of Product Innovation Management*, 2: 151-164.

Cooper, R.G. (1999), ‘From Experience. The Invisible Success Factors in Product Innovation’, *Journal of Product Innovation Management*, 16: 115-133.

Cumming B.S. (1998), ‘Innovation Overview and Future Challenges’, *European Journal of Innovation Management*, 1: 21-29.

European Patent Office, www.epo.org

Fagerberg, J. (2003), ‘Innovation: A guide to the literature’, Workshop “The Many Guises of Innovation: What we have learnt and where we are heading”, Ottawa, October 23-24.2003, organized by Statistics Canada.

Finnerty, J. D. (1992), "An overview of corporate securities innovation", *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):23-39.

Friedman, M., (1971), ‘The Euro-dollar market: some first principles’, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 16-24

Henderson R.M., and Clark K.B. (1990), “Architectural Innovation: the reconfiguration of existing product technologies and the failure of established firms“, *Administrative Science Quarterly*.

Hamilton, R, Jenkinson, N and Penalver, A (2007), ‘Innovation and integration in financial markets and the implications for financial stability’, pages 226–50 in Kent, C and Lawson, J (eds),

Jenkinson, N., Penalver, A., and Vause, N. (2008), Financial innovation: What have we learnt? *Bank of England Quarterly Bulletin* No. 2008 Q3.

Καινούργιος, Φ. Δ., (2005), “Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: Μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση”, *Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών*, Τεύχος 7, σελ. 137-154.

Kane, E. J., (1984), “Technological and Regulatory Forces in the Develop Fusion of Financial Services Competition”, *Journal of Finance* (July), p.p. 759-772.

Lerner, J. (2002), “Where does State Street lead? A first look at finance patents, 1971-

2000”, *Journal of Finance* 57(2), 901-930.

Martin, J. D. (2009), ‘A primer on the role of securitization in the credit market crisis of 2007’.

McConnell, J.J. and E. S. Schwartz (1992), “The origin of LYONS: A case study in financial innovation,” *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):40-47.

Merton, R.C. (1992), “Financial innovation and economic performance”, *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):12-22.

Miller, M. H. (1986), “Financial innovation: The last twenty years and the next”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21(4): 459-471.

Miller, M.H. (1992), “Financial innovation: Achievements and prospects”, *Journal of Applied Corporate Finance* 4:4-11.

OECD, 2005, “The Measurement of Scientific and Technological Activities: Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data: Oslo Manual, Third Edition” prepared by the Working Party of National Experts on Scientific and Technology Indicators, OECD, Paris, para. 163.

Persons, J.C. and V. A. Warther (1997), “Boom and bust patterns in the adoption of financial innovations”, *Review of Financial Studies* 10(4):939-967.

Οργανισμός Βιομηχανικής Ιδιοκτησίας, www.gsrt.gr

Reinganum, J. (1989), “The timing of innovation: Research, development and diffusion” in R. Willig and R. Schmalensee, eds., *The Handbook of Industrial Organization* (North Holland).

Ross, S.A. (1989), “Presidential address: Institutional markets, financial marketing and financial innovation”, *Journal of Finance* 44(3):541-556.

Schumpeter, J. (1939) *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process* (2vol), New York: McGraw-Hill

Silber, W. (1983), “The process of financial innovation”, *American Economic Review* 73:89-Silber, W. L., (ed.), 1983, “The Process of Financial Innovation”, *American Economic Review* (May), p.p. 89-95.

Tufano, P. (2003), ‘*Handbook of the economics of finance*’, Elsevier B.V.

Tufano, P. (1989), “Financial innovation and first mover advantages”, *Journal of Financial Economics* 25:213-240.

United States Patent and Trademark Office, www.uspto.gov

Van Horne, J. C., (1985), “Of Financial Innovations and Excesses”, *Journal of Finance* (July), p.p. 621-631.

Vermeulen P. and Raab J. (2009), Innovations and Institutions: An institutional perspective on the innovative efforts of banks and insurance companies, Routledge

Wikipedia, www.wikipedia.com

Yin, X., (2001), Interaction of drastic and incremental innovations: Economic development through Schumpeterian waves. *Economie Applique*, Vol. 54, No. 2, Pp. 7-36.

