



**Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
ΜΠΣ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση**

"Finance & Economic Growth"

With Emphasis on the Role of Institutions



Επιβλέπων Καθηγητής: Άγγελος Αντζουλάτος

Κωσταράγκου Αναστασία (ΜΧΑΝ 318)

Mar. 2006



Περιεχόμενα

	Σελίδα
1 Introduction	3
2 Finance & Growth	6
a) Financial Structure & Economic Growth	6
b) Bank-Based & Market-Based Financial Systems	10
c) Does Financial Structure Matter for Economic Growth ?	12
d) Economic Analysis of Financial Structure	15
e) Financial Repression & Financial Development	17
3 The Role of Institutions	19
a) Overview	19
i) Shareholder & Creditor Protection	20
ii) Information & Control	22
b) Specific Issues	27
i) Investor Protection	27
1 Corporate Ownership around the World	27
2 Investor Protection and Corporate Governance	29
3 Investor Protection and Corporate Valuation	34
4 Investor Protection and Equity Markets	35
ii) Law & Finance	38
iii) Regulation	50
4 Do Institutions Cause Growth ?	55
5 Conclusion	60
6 Bibliography	63



1. Introduction

Η οικονομική θεωρία με το πέρασμα των ετών έχει εξελιχθεί, αμφισβητηθεί και καταλήξει σε πολλά συμπεράσματα. Οι οικονομολόγοι όλων των εποχών και από όλες τις χώρες έχουν διεξάγει πληθώρα μελετών για διάφορα θέματα. Οι κρίσεις σε πολλές χώρες στη νεότερη οικονομική ιστορία έχουν στρέψει το ενδιαφέρον της μελέτης των οικονομολόγων σε κάποια θεμελιώδη θέματα –ερωτήματα όπως είναι τα εξής: Τι συμβαίνει στο χρηματοοικονομικό σύστημα όσο οι χώρες αναπτύσσονται; Η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη και την πορεία των επιχειρήσεων; Η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος -είτε προσανατολίζεται στις αγορές είτε στις τράπεζες- επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη και την πορεία των επιχειρήσεων;

Τα παραπάνω ερωτήματα, αν και απλοϊκά εκ πρώτης όψεως, εξακολουθούν να προβληματίζουν τους οικονομικούς μελετητές. Η απάντησή τους, όπως θα δούμε και αναλυτικά στην πορεία της μελέτης, δεν είναι ξεκάθαρη. Όταν κανείς μελετά τα οικονομικά φαινόμενα, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν ότι αυτά αναπτύσσονται μέσα στη δυναμική περιβάλλοντος. Δε θα μπορούσε λοιπόν ο μελετητής, ούτε να κάνει μια στατική ανάλυση των προς ανάλυση οικονομικών φαινομένων, ούτε να περιμένει τα αποτελέσματα των μελετών αυτών να είναι μόνιμου χαρακτήρα. Εμφανής απόδειξη του διαρκώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος αποτελούν οι χρηματοοικονομικές κρίσεις που έχουν εμφανιστεί και συνεχίζουν να εμφανίζονται σε όλες τις εποχές και σε διάφορες χώρες ανά τον κόσμο. Καθώς η μελέτη προχωρά, τελικά αποδεικνύεται ότι χώρες με αναπτυγμένο νομικό και θεσμικό πλαίσιο και σωστά δομημένες



χρηματοοικονομικές αγορές παρατηρείται να έχουν μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη. Γι' αυτό το λόγο, και επειδή στόχος της οικονομικής επιστήμης είναι η βελτίωση των οικονομικών και κοινωνικών συνθηκών, καθίσταται άκρως σημαντικός ο ρόλος των παραπάνω θεμελιωδών μεγεθών ως προς την οικονομική ανάπτυξη.

Η παρούσα διατριβή εστιάζει την προσοχή της στη μελέτη και εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με τη σχέση που υπάρχει μεταξύ του θεσμικού πλαισίου, των χρηματοοικονομικών συστημάτων και της οικονομικής ανάπτυξης. Προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός, αναλύονται οι παραπάνω θεμελιώδεις οικονομικές έννοιες και προσδιοριστικοί παράγοντες αυτών.

Συγκεκριμένα, στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφονται οι βασικές έννοιες που θα μας απασχολήσουν, όπως είναι το χρηματοοικονομικό σύστημα και η δομή του, ο ρόλος των τραπεζών, οι δείκτες ποσοτικοποίησης των παραπάνω μεγεθών. Επίσης, παρατίθεται μια σύντομη συγκριτική μελέτη μεταξύ διάφορων χωρών με βάση τη δομή του χρηματοοικονομικού τους συστήματος. Όπως θα φανεί και στην πορεία της μελέτης, η οικονομική κατάσταση μιας χώρας είναι άμεσα συνυφασμένη με τη δομή και την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματός της. Η ύπαρξη πληθώρας χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και προϊόντων δημιουργεί ανταγωνιστικές συνθήκες με αποτέλεσμα τη βελτίωση των όρων δανεισμού και κατά συνέπεια την αύξηση των επενδύσεων.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι έννοιες και ο ρόλος του θεσμικού και νομικού πλαισίου και εξηγείται πώς αυτό καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ δανειζομένων και δανειστών. Αναλύονται τα δύο βασικά νομικά συστήματα – Common Law και Civil Law – τα κύρια χαρακτηριστικά τους, οι οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες αυτών και επιχειρείται η συγκριτική τους μελέτη. Δίνεται βαρύτητα στη σημασία των θεσμών στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών. Τέλος, γίνεται αναφορά στην έννοια της κρατικής παρέμβασης, παραθέτοντας επιχειρήματα υπέρ και κατά αυτής. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη ενός ισχυρού θεσμικού και νομικού πλαισίου ενισχύει την προστασία των επενδυτών και μετόχων, υποστηρίζει την ασφάλεια δανειζομένων και δανειστών και μέσω του κλίματος εμπιστοσύνης που τελικά επιτυγχάνεται, βελτιώνει ποσοτικά και ποιοτικά τις συναλλακτικές κινήσεις των οικονομικών μονάδων.



Το τέταρτο κεφάλαιο απασχολεί κυρίως η αιτιακή σχέση που υπάρχει ανάμεσα στους θεσμούς και στην οικονομική ανάπτυξη. Ειδικότερα, το ερώτημα που επιχειρείται να απαντηθεί είναι αν τελικά η βελτίωση των θεσμών είναι αυτή που επιφέρει την οικονομική ανάπτυξη ή το αντίστροφο. Με την αναφορά σε οικονομετρικές αναλύσεις και εμπειρικές μελέτες, επιχειρείται η εξαγωγή συμπερασμάτων και η εξ' αυτών διαμόρφωση επιχειρημάτων για την αποδοχή της μιας ή της άλλης άποψης. Τελικά, θα δούμε ότι και γι' αυτό το ερώτημα, η απάντηση δεν είναι ξεκάθαρη, αλλά εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Εκεί, τελικά, έγκειται και το ενδιαφέρον της μελέτης και γενικότερα της οικονομικής επιστήμης, αφού οι απαντήσεις δεν είναι ποτέ εύκολο να βρεθούν. Ακόμη και αν αυτό γίνει, δεν παραμένουν ποτέ σταθερές.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, τέλος, αναφέρονται συνοπτικά και συγκεντρωτικά τα συμπεράσματα που προκύπτουν από όλα τα παραπάνω κεφάλαια.



2. Finance & Growth

a) Financial Structure and Economic Growth

Η σχέση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και εξέλιξης των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί αντικείμενο έρευνας των σύγχρονων οικονομολόγων. Το μέγεθος του τραπεζικού τομέα, το μέγεθος και η ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς μιας χώρας σχετίζονται με την ενδεχόμενη επακόλουθη οικονομική ανάπτυξη. Οι οικονομικοί αναλυτές και οι ερευνητές προκειμένου να δώσουν απαντήσεις στο παραπάνω θέμα θα πρέπει να συγκρίνουν τα μεγέθη αυτά, αφού τα ποσοτικοποιήσουν με κάποιο τρόπο. Οι προσπάθειες τους επικεντρώνονται στο να καθορίσουν και να δομήσουν τους δείκτες του *μεγέθους και της δραστηριότητας* των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων. Οι δείκτες αυτοί συγκρίνουν το μέγεθος και τη δραστηριότητα των κεντρικών τραπεζών, των τραπεζών καταθέσεων (Deposit Money Banks), καθώς και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σχετιζόμενων μεταξύ τους, με το ΑΕΠ. Οι δείκτες αναφέρονται σε τρεις ομάδες χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Η πρώτη ομάδα αποτελείται από τις κεντρικές τράπεζες, η δεύτερη από τις τράπεζες που δέχονται καταθέσεις και η τρίτη από τα λοιπά χρηματοοικονομικά ιδρύματα (τραπεζικά και μη).

Υπάρχουν δύο ομάδες δεικτών μέτρησης *μεγέθους*. Οι σχετικοί δείκτες μέτρησης μεγέθους και οι απόλυτοι δείκτες μέτρησης μεγέθους. Οι πρώτοι δείκτες συγκρίνουν τη σημασία των τριών χρηματοοικονομικών τομέων και συγκρίνουν τον



έναν με τον άλλον. Οι απόλυτοι δείκτες μετρούν το μέγεθος των τριών χρηματοοικονομικών τομέων σε σχέση με το ΑΕΠ.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά στους σχετικούς δείκτες μέτρησης μεγέθους, ισχύουν τα εξής: Οι τρεις πρώτοι δείκτες χρησιμοποιούνται μόνο όταν υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες και για τους τρεις χρηματοοικονομικούς τομείς. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες αυτοί είναι:

- α) Το ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού των χρηματοοικονομικών στοιχείων,
- β) το ενεργητικό των τραπεζών αποθεματικού σε σχέση με το ενεργητικό του συνόλου των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων,
- γ) άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα σε σχέση με το ενεργητικό του συνόλου των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

Η δεύτερη κατηγορία δεικτών που είναι οι *Απόλυτοι δείκτες*, μετρούν το μέγεθος των τριών χρηματοοικονομικών τομέων σε σχέση με το ΑΕΠ δηλαδή:

- α) Το ενεργητικό των Κεντρικών Τραπεζών σε σχέση με το ΑΕΠ,
- β) το ενεργητικό των Τραπεζών Καταθέσεων σε σχέση με το ΑΕΠ,
- γ) το ενεργητικό των διαφόρων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε σχέση με το ΑΕΠ.

Αυτές οι μετρήσεις αποδεικνύουν τη σπουδαιότητα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που πραγματοποιούνται από του τρεις χρηματοοικονομικούς τομείς σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας. Το ενεργητικό εμπεριέχει στοιχεία και από το μη χρηματοοικονομικό τομέα συμπεριλαμβανομένου της Κυβέρνησης, των δημοσίων οργανισμών και του ιδιωτικού τομέα.

Οι μετρήσεις *δραστηριότητας* των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων σχετίζονται με τον ιδιωτικό τομέα, δηλαδή:



- α) Ιδιωτική πίστωση από τις Τράπεζες που δέχονται καταθέσεις σε σχέση με το ΑΕΠ,
- β) Ιδιωτική πίστωση τις Τράπεζες καταθέσεων αλλά και από άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα σε σχέση με το ΑΕΠ. Οι δύο δείκτες απομονώνουν την πίστωση που προέρχεται από τον ιδιωτικό τομέα σε σχέση με την πίστωση που αφορά στην κυβέρνηση και στους δημόσιους οργανισμούς και είναι στην ουσία η μεταφορά των χρηματικών αποθεμάτων στους επενδυτές.

Η αποδοτικότητα και δομή των Εμπορικών Τραπεζών ποσοτικοποιείται με τη βοήθεια των δεικτών αποδοτικότητας και μέτρων της χρηματοοικονομικής δομής της αγοράς. Η ανάλυση επεκτείνεται στο σύνολο των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, ήτοι:

1. Λοιπά τραπεζικά ιδρύματα,
2. Ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες διακρίνονται σε ασφαλιστικές ζωής και σε διάφορες άλλες κατηγορίες,
3. Ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία και ταμεία πρόνοιας,
4. Επενδύσεις κοινοπραξιών, οι οποίες επενδύουν μέρος των μετοχών τους σε ένα συγκεκριμένο τύπο περιουσιακού στοιχείου, όπως είναι η αγοραπωλησία ακινήτων και τα αμοιβαία κεφάλαια,
5. Αναπτυξιακές τράπεζες τα κεφάλαια των οποίων προέρχονται κυρίως από την κυβέρνηση και από άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και απευθύνονται σε ένα συγκεκριμένο τύπο δανειζομένων.

Για τους διάφορους τύπους χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, κατασκευάζουμε κάποιους μετρητές των μεγεθών τους, ως προς το ΑΕΠ, αθροίζοντας τα ποσοστά του συνόλου του ενεργητικού και διαιρώντας τα με το ΑΕΠ. Σε σχέση με το εισόδημα και τα πέντε έχουν την εξής εξέλιξη: Η ιδιωτική πίστωση και στα πέντε χρηματοοικονομικά ιδρύματα αυξάνεται όσο αυξάνεται και το εισόδημα. Επίσης, η ανάπτυξη και η διεύθυνση των ασφαλειών ζωής αυξάνονται όσο μετακινούμαστε από τις χώρες με χαμηλό εισόδημα σε χώρες με υψηλό εισόδημα.



Η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής και ομολογιακής αγοράς διαφόρων χωρών σχετίζεται με τα μεγέθη της δραστηριότητας και της αποτελεσματικότητας της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς τους. Χώρες με υψηλά επίπεδα ΑΕΠ έχουν μεγαλύτερες, πιο δραστήριες και πιο αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές. Τέλος οι πιο πλούσιες χώρες έχουν επίσης μεγαλύτερες αγορές ομολόγων και εκδίδουν περισσότερες μετοχές.



b) Bank-Based and Market-Based Financial Systems

Έχοντας αναλύσει τις κατηγορίες των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, παρουσιάζονται δύο βασικές διακρίσεις χρηματοοικονομικών συστημάτων. Τα bank-based και τα market-based. Στα bank-based χρηματοοικονομικά συστήματα, που υπάρχουν σε χώρες όπως Γερμανία και Ιαπωνία, οι τράπεζες παίζουν καθοριστικό ρόλο στις επενδυτικές επιλογές των managers, στη διανομή των κεφαλαίων κ.ά. Στα market-based χρηματοοικονομικά συστήματα, όπως στην Αγγλία και στις ΗΠΑ, οι αγορές κεφαλαίων παίζουν εξίσου καθοριστικό ρόλο με τις τράπεζες στη διανομή κεφαλαίων στις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με δεδομένα που αφορούν σε συγκρίσεις από διάφορες χώρες, οι χρηματοοικονομικές δομές των χωρών διαφέρουν και εξελίσσονται όσο οι οικονομίες των χωρών αυτών αναπτύσσονται. Ειδικότερα, έρευνες έχουν δείξει ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα, κατά μέσο όρο, είναι πιο αναπτυγμένα στις πλουσιότερες χώρες. Παράλληλα, στις χώρες με υψηλά εισοδήματα τα χρηματιστήρια τείνουν να είναι πιο ενεργά και αποτελεσματικά σε σχέση με τις τράπεζες. Αυτό συμβαίνει διότι γενικά υπάρχει μια τάση τα χρηματοοικονομικά συστήματα να προσανατολίζονται στις χρηματαγορές όσο γίνονται πλουσιότερα.

Επιπρόσθετα, η εξέλιξη και ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής δομής εξαρτάται από νομοθετικά και πολιτικά χαρακτηριστικά. Χώρες που υιοθετούν το Common Law, παρουσιάζουν ισχυρή προστασία των συμφερόντων των μετόχων τους, διατηρούν χαμηλά επίπεδα διαφθοράς και τέλος βασίζονται περισσότερο στις αγορές. Αντίθετα, χώρες που υιοθετούν το French Civil Law παρουσιάζουν χαμηλή προστασία των μετόχων, υψηλά επίπεδα διαφθοράς, υψηλά επίπεδα πληθωρισμού και έχουν την τάση να έχουν υποανάπτυκτα χρηματοοικονομικά συστήματα (οι έννοιες Common Law και Civil Law αναλύονται σε επόμενο τμήμα της παρούσας εργασίας).

Όπως αναφέρθηκε, οι αγορές μετοχών των πλουσιότερων χωρών τείνουν να είναι πιο αποτελεσματικές και πιο μεγάλες. Για να μετρήσουμε το μέγεθος της αγοράς χρησιμοποιείται η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ως ποσοστό του ΑΕΠ, το οποίο ισούται με την αξία των εγχώριων μετοχών προς το ΑΕΠ. Για να μετρήσουμε



την δραστηριότητα της αγοράς χρησιμοποιούμε τη συνολική αξία των εμπορεύσιμων μετοχών ως ποσοστό του ΑΕΠ, η οποία μετρά την αξία των συναλλασσόμενων μετοχών σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας. Τέλος, για να μετρήσουμε την αποτελεσματικότητα της αγοράς χρησιμοποιούμε το ποσοστό του τζίρου των μετοχών το οποίο ισοδυναμεί με την αξία των πωλήσεων των εγχώριων μετοχών σε εγχώριες τιμές προς το ΑΕΠ. Τα μεγέθη που προαναφέραμε αυξάνονται όσο κινούμαστε από τις φτωχότερες χώρες στις πλουσιότερες χώρες.

Επιπρόσθετα, το ενεργητικό των μη τραπεζικών συστημάτων, όπως ασφαλιστικοί οργανισμοί, ασφαλιστικά ταμεία είναι μεγαλύτερο ως ποσοστό του ΑΕΠ σε πλούσιες χώρες. Όσο οι χώρες γίνονται πιο πλούσιες ο ρόλος των προαναφερθέντων ενδιάμεσων αυξάνεται σε σχέση με το ρόλο της ανάπτυξης των τραπεζών και άλλων μη τραπεζικών ιδρυμάτων.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα – market-based ή bank-based – στο οποίο στηρίζονται οι χώρες, δεν αποτελεί πάντα μέτρο της οικονομικής τους ανάπτυξης. Για παράδειγμα, η Γερμανία και το Πακιστάν χαρακτηρίζονται ως χώρες βασισμένες στο τραπεζικό σύστημα. Από την άλλη πλευρά, οι ΗΠΑ και οι Φιλιππίνες βασίζονται στις χρηματαγορές. Αν συγκρίνουμε αυτές τις χώρες, το Πακιστάν και οι Φιλιππίνες έχουν περισσότερα κοινά στοιχεία αναφορικά με το επίπεδο ανάπτυξής τους παρά με τις δύο άλλες χώρες.

Αναλύοντας τα νομοθετικά, νομικά, φορολογικά και μακροοικονομικά δεδομένα της χρηματοοικονομικής δομής των διάφορων χωρών, συμπεραίνουμε ότι τα κράτη που εφαρμόζουν το Common Law χαρακτηρίζονται από ισχυρή προστασία των συμφερόντων των μετόχων, χαμηλά επίπεδα διαφθοράς και τείνουν να είναι προσανατολισμένα στις χρηματαγορές. Από την άλλη πλευρά κράτη που εφαρμόζουν το Civil Law χαρακτηρίζονται από ανίσχυρη προστασία των μετόχων και των πιστωτών, υψηλά επίπεδα διαφθοράς, περιορισμένα τραπεζικά συστήματα, υψηλά επίπεδα πληθωρισμού και έχουν την τάση να έχουν υποανάπτυκτα χρηματοοικονομικά συστήματα γενικά.



c) Does Financial Structure Matter for Economic Growth?¹

Σε αυτό το σημείο εξετάζεται κατά πόσο οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μέσα σε μια χώρα επηρεάζουν την οικονομική ανάπτυξη και με ποιο τρόπο τα νομικά πρόσωπα διαχειρίζονται τα κεφάλαια. Σύμφωνα με τον Thurow, οι ΗΠΑ εκτιμούν τα επιχειρηματικά δρώμενα διαφορετικά από ότι η Ιαπωνία, διότι κάθε μια χώρα έχει διαφορετική κρατική πολιτική για τις επιχειρήσεις της. Εάν δύο επιχειρήσεις εδρεύουν σε διαφορετικές χώρες και παίρνουν διαφορετικές για το ίδιο επιχειρηματικό σχέδιο αποφάσεις, αυτό μπορεί να συμβαίνει διότι το κόστος κεφαλαίου διαφέρει ή μπορεί να διαφέρουν τα κίνητρα και ο τρόπος διοίκησης. Με άλλα λόγια, η χρηματοοικονομική δομή διαδραματίζει πρωταρχικό ρόλο στη διαφορετικότητα της λήψης των αποφάσεων των επιχειρήσεων στις διάφορες χώρες.

Με τον όρο χρηματοοικονομική δομή μπορεί να οριστεί το σύνολο των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, η τεχνολογία και οι κανόνες που ορίζουν το πώς η χρηματοοικονομική δραστηριότητα έχει οργανωθεί σε μια δεδομένη αγορά. Η χρηματοοικονομική δομή είναι για το χρηματοοικονομικό σύστημα ότι είναι τα θεμέλια για ένα σπίτι. Αναμφίβολα οι αγορές που βασίζονται στις τράπεζες και οι οικονομίες που βασίζονται στις χρηματαγορές έχουν διαφορετικές χρηματοοικονομικές δομές.

Διαφορετικές τοποθετήσεις μελετητών υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας και της χρηματοοικονομικής της δομής. Η Ιαπωνία και οι ΗΠΑ ή η Γερμανία και η Αγγλία έχουν αρκετά διαφορετικές δομές ενώ βρίσκονται στο ίδιο επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης. Οι δείκτες της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μπορεί να διαφέρουν ριζικά για χώρες με την ίδια χρηματοοικονομική δομή. Η χρηματοοικονομική δομή μπορεί να εμποδίζει ή μπορεί να προωθεί την οικονομική ανάπτυξη, ωστόσο οι πολιτικές επιλογές αν και έχουν άμεση σχέση με τη δομή, ενδεχομένως δεν έχουν άμεση σχέση με την ανάπτυξη. Οι πολιτικοί μπορούν να ορίσουν κάποιες αλλαγές στη δομή αλλά όχι απαραίτητα και στην ανάπτυξη. Αυτό είναι πολύ σημαντικό στην κατανόηση της σημασίας της χρηματοοικονομικής δομής στην οικονομική ανάπτυξη.

¹ Η ενότητα στηρίζεται στο βιβλίο Financial Structure and Economic Growth (), ch. 4, Stulz René



Γενικά, υποστηρίζεται ότι στις χώρες στις οποίες υπάρχει μεγαλύτερος σεβασμός για το νομικό πλαίσιο και καλύτερα οργανωμένη κεφαλαιαγορά, παρατηρείται μεγαλύτερη χρήση του εξωτερικού δανεισμού για τις εταιρείες. Αυτό οδηγεί σε αποδοτικότερες επενδυτικές επιλογές και παρατηρείται σε αναπτυγμένες οικονομικά χώρες. Οι King και Levine (1993) και Levine και Zervos (1993) υποστηρίζουν ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη οδηγεί σε περαιτέρω οικονομική ανάπτυξη. Οι δύο τελευταίοι έδειξαν ότι η ανάπτυξη συσχετίζεται με τη δραστηριότητα του χρηματιστηρίου, μεταξύ άλλων. Ο Levine (1999) συγκρίνει από τη μια μεριά τη σχέση ανάπτυξης και των μεταβλητών που αφορούν στους νόμους και από την άλλη μεριά τη σχέση μεταξύ ανάπτυξης και σπουδαιότητας των τραπεζών. Απέδειξε τη μεγαλύτερη σπουδαιότητα του νομικού συστήματος σε σχέση με το τραπεζικό σύστημα ως προς την οικονομική ανάπτυξη των χωρών.

Ειδικότερα, στην Ιαπωνία τα τελευταία χρόνια ο ρόλος των τραπεζών έχει μειωθεί αρκετά και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι: α) οι επιχειρηματίες ήθελαν να ανεξαρτητοποιηθούν από τις τράπεζες, ώστε να λειτουργούν αυτόνομα και όχι κάτω από την επίβλεψη των τραπεζών, β) όσο οι συναλλαγές μιας χώρας απελευθερώνονται, οι επιχειρήσεις στρέφονται σε ξένες πηγές άντλησης κεφαλαίων, γεγονός που περιορίζει την επιρροή των τραπεζών. Οι Ιαπωνικές τράπεζες έπαιζαν σπουδαίο ρόλο πριν κάποια χρόνια στην οικονομία διότι είχαν αρκετή πολιτική δύναμη και ήλεγχαν τις αγορές.

Η χρηματοοικονομική δομή μιας χώρας καθορίζει το βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις μπορούν να περιορίσουν το κόστος άντλησης κεφαλαίου. Με μια μη ανεπτυγμένη χρηματοοικονομική δομή, το κόστος κεφαλαίου είναι τόσο υψηλό που είναι δύσκολο για τους επιχειρηματίες να δημιουργήσουν και να αναπτύξουν εταιρείες. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί εδώ ότι οι χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι και οι αγορές παίζουν αναμφισβήτητα ένα σπουδαίο ρόλο όσον αφορά στην οικονομική ανάπτυξη. Η χρηματοοικονομική δομή πρέπει να συμβάλει στην αποτελεσματική και ομαλή λειτουργία της αγοράς. Επιπλέον, λειτουργία της χρηματοοικονομικής δομής είναι ότι πρέπει να διευκολύνει τους χρηματοοικονομικούς ενδιάμεσους και τους επενδυτές να αναπτύξουν εξειδικευμένη γνώση, η οποία θα ενδυναμώσει την ικανότητά τους να καθοδηγούν και να ελέγχουν τις εταιρείες. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι η χρηματοοικονομική δομή μιας χώρας



παρέχει τα μέσα εξισορροπητικών μηχανισμών τα οποία κρίνονται απαραίτητα για την επιτυχή αντιμετώπιση μιας ενδεχόμενης κρίσης.

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών και η απελευθέρωση στην κίνηση του κεφαλαίου γεννά πολλά ερωτήματα για το ρόλο της χρηματοοικονομικής δομής κάθε χώρας. Μέσω των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών εξωτερικών χωρών, λόγω της παγκοσμιοποίησης μπορούν εθνικές επιχειρήσεις να παρακάμπτουν τη χρηματοοικονομική δομή της χώρας τους. Αυτό βέβαια είναι δύσκολο για τις νεοιδρυθείσες εταιρείες οι οποίες στηρίζονται στους χρηματοοικονομικούς ενδιάμεσους. Επιπλέον, με τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση οι τοπικοί ενδιάμεσοι μπορούν να χρηματοδοτηθούν στο εξωτερικό αλλά και να μεταφέρουν το ρίσκο εκεί ώστε να είναι λιγότερο ευάλωτοι στα εσωτερικά οικονομικά χτυπήματα. Η παγκοσμιοποίηση μπορεί τέλος, να αναπτύξει τους τοπικούς ενδιάμεσους με το να αναπτύξει τον ανταγωνισμό και τις εναλλακτικές χρηματοοικονομικές λύσεις για τις τοπικές επιχειρήσεις.



d) Economic Analysis of Financial Structure

Υπάρχουν οκτώ βασικές παρατηρήσεις για τη χρηματοοικονομική δομή. Οι τέσσερις πρώτες είναι εξής: οι μετοχές δεν είναι η πιο σπουδαία πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, η έκδοση ομολόγων και μετοχών δε συνιστούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης, η ενδιάμεση χρηματοδότηση η οποία εμπεριέχει τις ενέργειες των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων είναι πολύ πιο σπουδαία από την άμεση χρηματοδότηση και η τράπεζα είναι η πιο σπουδαία πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης. Όλα αυτά μαζί δίνουν έμφαση στη σπουδαιότητα των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων και στη σχετική σπουδαιότητα των κεφαλαιαγορών για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Το πέμπτο, αφορά στο γεγονός ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ο πιο δυνατά ελεγχόμενος τομέας της οικονομίας. Το έκτο, σχετίζεται με το γεγονός ότι μόνο μεγάλες καλά οργανωμένες επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν τις ενέργειές τους. Το έβδομο, έχει να κάνει με τις εμπράγματα εξασφαλίσεις και τη σπουδαιότητά τους, τόσο για τα νοικοκυριά, όσο και για τις επιχειρήσεις και, τέλος το όγδοο παρουσιάζει τα συμβόλαια οφειλής ως πολύ σύνθετα στοιχεία τα οποία θέτουν μεγάλες δεσμεύσεις στη συμπεριφορά του οφειλέτη.

Τα κόστη συναλλαγών αποτελούν ένα σημαντικό πρόβλημα στην ανάπτυξη των χρηματαγορών. Ωστόσο, οι χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι οι οποίοι συνιστούν ένα μεγάλο μέρος της χρηματοοικονομικής δομής βοηθούν, ώστε να μειωθούν τα κόστη συναλλαγών και επιτρέπουν στους μικρούς επενδυτές και δανειστές να επωφελούνται από την ύπαρξη αυτών των αγορών. Οι οικονομίες κλίμακος επιτυγχάνουν μείωση στα κόστη συναλλαγών και παράλληλα μας βοηθούν να καταλάβουμε γιατί οι χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι έχουν αναπτυχθεί αρκετά και παίζουν ένα σπουδαίο ρόλο στην χρηματοοικονομική δομή. Τέλος, η ανάπτυξη της τεχνολογίας της πληροφορικής μπορεί να εξαλείψει το πρόβλημα του κόστους συναλλαγών.

Ένα από τα βασικά προβλήματα της αγοράς που διαμορφώνει καθοριστικά τη δομή της είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση, η οποία θα αναλυθεί εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο. Η ύπαρξη της ασύμμετρου πληροφόρησης, όπως θα δούμε, κάνει την πλάστιγγα να κλείνει προς τη χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων



έναντι ομολόγων, βραχυπρόθεσμων έναντι μακροπρόθεσμων δανείων, χορήγηση δανείων με εμπράγματατες εγγυήσεις έναντι δανείων χωρίς εξασφάλιση. Τα μέτρα που μπορούν να μειώσουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου – μια έννοια που επίσης θα αναλυθεί παρακάτω –, είναι ιδιωτική παραγωγή και πώληση πληροφοριών, ώστε να έχουμε στη διάθεσή μας την πραγματική εικόνα μιας επιχείρησης και όχι την πλασματική. Κρατική νομοθεσία, ώστε να αυξηθεί ο όγκος των διαθέσιμων πληροφοριών και ύπαρξη χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων. Τα προβλήματα της ασυμμέτρου πληροφόρησης συναντώνται και στη διεθνή τραπεζική αγορά διότι είναι δυσκολότερο για ξένους από ότι για εγχώριους να ξεχωρίσουν τους χρηματοδοτούμενους και το βαθμό επικινδυνότητας. Επίσης έχουν μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη.

Για αυτό λοιπόν το λόγο και για πολλούς άλλους, οι τράπεζες έχουν πολλά πλεονεκτήματα σε σχέση με τις χρηματαγορές και τα χρηματιστήρια. Συγκεκριμένα διαθέτουν:

- α) Καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις εταιρείες,
- β) Ιδιωτική πληροφόρηση (η πληροφόρηση έχει κόστος αλλά και όφελος),
- γ) Μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ για να αποθαρρύνουν /μειώσουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου,
- δ) Λήψη εμπράγματων εξασφαλίσεων,
- ε) Προτεραιότητα έναντι μετόχων και ομολογιούχων σε περίπτωση πτωχεύσεως της εταιρείας.



e) Financial Repression and Financial Development

Η ύπαρξη του Rule of Law είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάπτυξη μιας σύγχρονης και ανθηρής οικονομίας. Η έννοια Rule of Law, όπως θα δούμε και παρακάτω, σημαίνει πολλά περισσότερα από την ύπαρξη ενός νομοθετικού πλαισίου. Η βασική ιδέα είναι ότι ο νόμος πρέπει να στηρίζεται σε ένα ηθικό πλαίσιο σε ότι αφορά τι είναι δίκαιο και να εφαρμόζεται αξιόπιστα στο σύνολο του πληθυσμού. Βέβαια, αυτό δεν είναι πάντα εύκολο να επιτυγχάνεται, ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι κάποιο επίπεδο κυβερνητικής παρέμβασης στη λειτουργία της οικονομίας λειτουργεί προς το κοινό συμφέρον. Οι νόμοι κατά των μονοπωλίων, για παράδειγμα, εξασφαλίζουν την ανταγωνιστικότητα της οικονομικής ζωής. Πολλές φορές όμως, οι παρεμβατικές προσπάθειες μπορούν να δημιουργήσουν ένα ιδιαίτερα άκαμπτο νομοθετικό πλαίσιο και να προκαλέσουν έτσι ακριβώς τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα, παρεμποδίζοντας τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος. Ποια είναι όμως η λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος;

Ένα χρηματοοικονομικό σύστημα έχει πολλές λειτουργίες. Οι πλέον βασικές είναι η έκδοση και ασφάλεια χρήματος, καθώς και η εξέλιξη ενός συστήματος πληρωμών. Στη διεκπεραίωση των λειτουργιών αυτών πρωτεύοντα ρόλο έχουν τα τραπεζικά ιδρύματα, τα οποία είναι τα πρώτα που εξελίσσονται σε μια αναπτυσσόμενη χώρα.

Σε μια αναπτυγμένη και ανταγωνιστική οικονομία (όπως αναπτύχθηκε παραπάνω), εκτός από τις τράπεζες, συμμετέχουν εταιρείες που διαχειρίζονται ομόλογα (securities firms), ειδικοί διαμεσολαβητές – χρηματοοικονομικές εταιρείες και mortgage brokers – και θεσμικοί επενδυτές – ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια. Ένα τέτοιο χρηματοοικονομικό σύστημα διαδραματίζει ένα πολύ σημαντικό ρόλο : ενθαρρύνει και κινητοποιεί τις αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις και διοχετεύει το κεφάλαιο σε παραγωγικές χρήσεις.



Αποταμιεύσεις και επενδύσεις συνδέονται μέσω της κεφαλαιαγοράς και των τραπεζικών ιδρυμάτων. Στην πρώτη περίπτωση, οι εταιρείες προσελκύουν κεφάλαια προσφέροντας μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα απευθείας σε μεμονωμένους και θεσμικούς επενδυτές. Στη δεύτερη περίπτωση, οι μεμονωμένοι και οι θεσμικοί επενδυτές καταθέτουν τις αποταμιεύσεις τους στις τράπεζες και αυτές με τη σειρά τους προσφέρουν δάνεια στις διάφορες επιχειρήσεις. Σε κάθε περίπτωση, απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία των αγορών είναι η ύπαρξη και η λειτουργία ενός ισχυρού νομοθετικού πλαισίου.

Η λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος προκειμένου να είναι ομαλή, θα πρέπει να διέπεται από ορισμένες βασικές αρχές. Καταρχάς, η φύση του ρόλου των τραπεζικών ιδρυμάτων και της κεφαλαιαγοράς δημιουργούν απαιτήσεις και υποχρεώσεις που βαραίνουν, τόσο τους δανειζόμενους, όσο και τους δανειστές. Αυτό σημαίνει ότι δημιουργείται η ανάγκη δημιουργίας ενός *νομοθετικού πλαισίου* που θα προστατεύει και τις δύο πλευρές προσφέροντας έτσι ένα κύμα ασφάλειας, απαραίτητο για την προσφορά κεφαλαίων και τη διηκεκή λειτουργία της αγοράς. Παράλληλα, ένα ακόμη θεμελιώδες στοιχείο της αγοράς είναι η *πληροφορία*. Η συλλογή αλλά και η αποκάλυψη πληροφοριών αποτελούν κίνητρο, τόσο για τις τράπεζες που χορηγούν δάνεια, όσο και για τις εταιρείες που θέλουν να προσελκύσουν κεφάλαια. Στην περίπτωση των τραπεζών, οι έγκυρες πληροφορίες μειώνουν την πιθανότητα των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Από την άλλη, κάθε εταιρεία που επιθυμεί να χρηματοδοτηθεί, έχει το κίνητρο να ακολουθήσει μια πολιτική αποκάλυψης πληροφοριών – ανεξάρτητα αν είναι αληθείς ή όχι – με σκοπό να κερδίσει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού. Πολύ σημαντικός είναι ο ρόλος του κράτους και στο σημείο αυτό, αφού με τα μέτρα που παίρνει σκοπό έχει να προστατέψει τους λιγότερο πληροφορημένους επενδυτές από προσπάθειες δημαγωγικής τους.

Ένα τρίτο θεμελιώδες στοιχείο για την ομαλή λειτουργία της αγοράς αποτελεί το σταθερό νόμισμα. Το κράτος οφείλει να ελέγχει τις δαπάνες του και να αντλεί επαρκή κεφάλαια από τη φορολογία, ώστε να μη βρίσκεται στη θέση να εκδίδει χρήματα για να χρηματοδοτεί τις δαπάνες του. Στην αντίθετη περίπτωση, μια ενδεχόμενη υποτίμηση του νομίσματος που θα προκαλείτο, θα είχε δυσμενείς επιπτώσεις στις αποταμιεύσεις και στην επενδυτική διαδικασία.



3. The Role of Institutions

a) Overview

Η ομαλή λειτουργία ενός χρηματοοικονομικού συστήματος προϋποθέτει την ύπαρξη ενός νομικού πλαισίου που θα λειτουργεί παράλληλα με αυτό. Οι χρηματαγορές στηρίζονται στο νομικό πλαίσιο με τέσσερις γενικά τρόπους. Το νομικό σύστημα καθορίζει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας στα περιουσιακά στοιχεία, τη σχετική προτεραιότητα πάνω σε αυτά, καθώς και την τιμολόγησή τους. Επίσης, καθορίζει το είδος των επιτρεπόμενων συμβολαίων και τα μέσα για την επιβολή κυρώσεων όταν υπάρχει αθέτησή τους. Ακόμη, ορίζει το πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων, υποδεικνύοντας τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των διοικούντων. Τέλος, υποδεικνύει τους κανόνες λειτουργίας της οικονομικής ζωής στο σύνολό της, ορίζοντας τους κανόνες που διέπουν την αγοραπωλησία ομολόγων, των τραπεζών, τους μηχανισμούς εμπράγματων ασφαλίσεων και τη διαδικασία που ακολουθείται όταν οι εταιρείες φτάνουν στα όρια της χρεοκοπίας.

Όλα τα παραπάνω, για να ισχύουν, προϋποθέτουν ένα περιβάλλον στο οποίο θα επικρατεί the Rule of Law. Τι όμως εννοείται με αυτήν την έννοια;

Το νομοθετικό πλαίσιο σε μια χώρα θα πρέπει να ισχύει για όλους ανεξαρτήτως, περιορίζοντας έτσι την κατάχρηση εκ μέρους της πολιτικής ηγεσίας. Αυτό βέβαια, δε σημαίνει ότι καταργείται ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους. Αν κάτι τέτοιο συνέβαινε, τότε θα δημιουργείτο ένα κράτος αναρχίας, ακριβώς αντίθετο



από την έννοια του Rule of Law. Παράλληλα, ο νομικός κώδικας θα πρέπει να είναι οικονομικά προσιτός προς χρήση από τους πολίτες. Επιπλέον, θα πρέπει οι επιστήμονες που θα ασχολούνται με την εφαρμογή του – δικηγόροι, δικαστές, δημόσιοι κατήγοροι κτλ – , να είναι άρτια ενημερωμένοι. Για να επιτευχθούν βέβαια όλα τα παραπάνω, χρειάζεται χρόνος και προσπάθεια. Η ανταμοιβή από την προσπάθεια αυτή είναι το κλίμα εμπιστοσύνης που δημιουργείται σε δανειστές και δανειζόμενους που οδηγεί τελικά στην ανάπτυξη της οικονομίας.

i. Shareholder and Creditor Protection

Τόσο οι δανειζόμενοι, όσο και οι δανειστές που δραστηριοποιούνται σε μια οικονομία χρειάζονται την προστασία του νόμου.

Ø Προστασία δανειζομένων

Σε μια εταιρεία υπάρχουν οι μέτοχοι που έχουν την πλειοψηφία των μετοχών (*insiders*) και εκείνοι που έχουν τη μειοψηφία (*outsiders*). Οι πρώτοι συνήθως ελέγχουν τις αποφάσεις της εταιρείας, εκλέγουν τις διοικήσεις και κατέχουν πληροφορίες σημαντικές σχετικά με την πορεία και κατάστασή της. Οι δεύτεροι, από την άλλη, είναι ιδιαίτερα ευάλωτοι, καθώς, δεν έχουν την ίδια πρόσβαση σε πληροφορίες και δύναμη στη λήψη αποφάσεων. Η προστασία που παρέχει ο νόμος στους επενδυτές αυτής της κατηγορίας συνοψίζεται στα κάτωθι.

Καταρχάς, ο νόμος εξασφαλίζει την έγκυρη πρόσβαση των επενδυτών σε σημαντικές πληροφορίες που αφορούν στην επιχείρηση στην οποία επενδύουν. Αυτό σημαίνει, ότι οι εταιρείες υποχρεούνται εκ του νόμου να δημοσιεύουν αξιόπιστους ισολογισμούς και γενικότερα να παρουσιάζουν τα πραγματικά νούμερά τους. Γιατί όμως οι επιχειρήσεις δεν αποκαλύπτουν χρήσιμες πληροφορίες, αφού λογικά κάτι τέτοιο θα προσέλκυε επενδυτές και άρα κεφάλαια γι' αυτές; Η αλήθεια είναι ότι κανένας επιχειρηματίας δε θα αποκάλυπτε κάποια αρνητική εξέλιξη ή πληροφορία για την επιχείρησή του, εκτός και αν το επέβαλε ο νόμος. Δεν είναι λίγες οι φορές που έχει παρατηρηθεί προσπάθεια παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού με δημοσίευση λανθασμένων πληροφοριών και με χειραγώγηση της τιμής των μετοχών. Παράλληλα,



λόγω αυξημένου ανταγωνισμού, πολλές φορές είναι ζημιογόνα η αποκάλυψη πολλών πληροφοριών σχετικά με μια εταιρεία.

Ø Προστασία δανειστών

Το κύριο πρόβλημα στην περίπτωση αυτή είναι να καθοριστεί τι γίνεται όταν τα δάνεια δεν αποπληρώνονται ή οι όροι των συμβολαίων αθετούνται.

Ένα δάνειο συνήθως συνοδεύεται με την παροχή κάποιων ασφαλειών. Αυτό σημαίνει, ότι μια εταιρεία μπορεί να ασφαλίσει το δάνειό της ενεχυριάζοντας συγκεκριμένα περιουσιακά της στοιχεία. Έτσι, στην περίπτωση που το δάνειο δεν αποπληρωθεί, ο δανειστής μπορεί να εισπράξει το ενέχυρο, να το πουλήσει και έτσι να ανακτήσει – μερικώς τουλάχιστον – , την αξία του δανείου. Η χρήση των ασφαλειών στη χορήγηση των δανείων, επιτρέπει το δανεισμό σε εταιρείες που διαφορετικά δε θα μπορούσαν να δανειοδοτηθούν, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που δεν υπάρχει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της εταιρείας.

Η αθέτηση ή η δυνατότητα μονομερούς τροποποίησης των όρων ενός δανείου από την πλευρά του πιστωτή μπορεί να οδηγήσει μια δανειζόμενη εταιρεία στη χρεοκοπία. Στην περίπτωση αυτή, οι στρατηγικές που ακολουθούνται είναι η ρευστοποίηση και η αναδιοργάνωση. Κατά τη διαδικασία της ρευστοποίησης των μη βιώσιμων εταιρειών – η συνέχιση της λειτουργίας των οποίων θα κατέστρεφε οικονομική αξία –, τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται, οι υποχρεώσεις εκπληρώνονται στο μέγιστο δυνατό βαθμό και η λειτουργία τους παύει. Στη διαδικασία της αναδιοργάνωσης (οικειοθελούς ή εκ του νόμου επιβαλλομένης), οι πιστωτές συνήθως επαναδιαπραγματεύονται τις απαιτήσεις τους με νέες μικρότερου ύψους. Η στρατηγική αυτή συνηθίζεται να εφαρμόζεται όταν οι εν λόγω εταιρείες μπορούν μεν να παράγουν θετικές χρηματοροές αλλά όχι επαρκείς, ώστε να εκπληρώσουν όλες τις υποχρεώσεις τους.

Αν η διαδικασία της πτώχευσης σε μια χώρα υποστηρίζει σε μεγάλο βαθμό τους δανειζόμενους, θα αποθαρρύνει τους δανειστές και θα μειώσει την οικονομική αποτελεσματικότητα αφού θα επιτρέπει σε κάποιους να δανείζονται ξένα χρήματα, να τα χάνουν και να ξεφεύγουν των συνεπειών. Αν αντίθετα, υποστηρίζει υπερβολικά



τους πιστωτές, μπορεί να οδηγήσει σε αναποτελεσματικές ρευστοποιήσεις βιώσιμων εταιρειών που θα μπορούσαν να προσθέσουν οικονομική αξία αν συνέχιζαν τη λειτουργία τους. Έτσι, είναι πολύ βασικό να υπάρχει μια ισορροπία στην προστασία των δικαιωμάτων των δανειστών και δανειζομένων.

ii. Information and Control

Προχωρώντας τη μελέτη, είναι σκόπιμο να μας απασχολήσουν κάποια φαινομενικά απλά αλλά ουσιαστικά θεμελιώδη ερωτήματα. Για παράδειγμα, γιατί τα συμβόλαια με όρους και τα δάνεια με ενέχυρα είναι απαραίτητα; Γιατί υπάρχουν τράπεζες; Σε μια αγορά με άρτια ενημέρωση, οι τράπεζες δε θα ήταν ιδιαίτερα απαραίτητες. Δανειζόμενοι και δανειστές θα συναντιούνται στις χρηματαγορές, θα έκαναν τις συναλλαγές τους χωρίς την ανάγκη ενός τόσο δαπανηρού διαμεσολαβητή. Με άλλα λόγια, όλα τα παραπάνω χρησιμοποιούνται για να καλύψουν τα κενά και τα αδύναμα σημεία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Από πού όμως προέρχονται αυτά;

Τα αδύνατα σημεία του χρηματοοικονομικού συστήματος πηγάζουν κυρίως από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Ως ασύμμετρη πληροφόρηση εννοείται η κατάσταση κατά την οποία ο διαχειριστής του κεφαλαίου γνωρίζει πολύ περισσότερα σχετικά με τις προοπτικές και τα προβλήματά του από τον παρέχοντα το κεφάλαιο. Τα στελέχη μιας επιχείρησης έχουν καλύτερες πληροφορίες για το αν πάει καλά ή όχι η επιχείρηση σε σχέση με τους μετόχους και τους χρηματοδότες.

Η σύγχρονη οικονομική θεωρία αναγνωρίζει τέσσερις (4) βασικές επιπτώσεις που έχει η ασύμμετρη πληροφόρηση στη δομή της χρηματαγοράς και στη δημιουργία των χρηματοοικονομικών συμβολαίων. Έτσι, η αγορά κλίνει προς τη:

Ø Χρηματοδότηση μέσω δανεισμού (ομόλογα και τραπεζικά δάνεια) έναντι μετοχών. Τα ομόλογα και τα τραπεζικά δάνεια δημιουργήθηκαν ουσιαστικά για να ξεπεράσουν τα προβλήματα πληροφόρησης. Το χρέος, απλά, δημιουργεί σταθερές υποχρεώσεις χρηματοροών οι οποίες είναι οι ίδιες ανεξάρτητα από την καλή ή κακή πορεία της επιχείρησης.



Ø Χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων έναντι ομολόγων. Οι ορθολογικοί επενδυτές όταν χορηγούν τα κεφάλαιά τους έχουν την ανάγκη της σωστής πληροφόρησης. Οι τράπεζες διαθέτουν τη δική τους ιδιωτική πληροφόρηση και γι' αυτό κυριαρχούν στη χρηματοδότηση μέσω χρέους όταν η πληροφόρηση στην αγορά είναι ανεπαρκής.

Ø Χορήγηση βραχυπρόθεσμων έναντι μακροπρόθεσμων δανείων. Όταν υπάρχουν υπόνοιες ότι το δάνειο δε θα αποπληρωθεί πχ. ο δανειζόμενος είναι αφερέγγυος ή τα επενδυτικά σχέδια είναι αμφίβολης ποιότητας ή η επιχείρηση υψηλού ρίσκου, τότε ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας του δανείου προσδίδει μεγαλύτερη ασφάλεια στον πιστωτή.

Ø Χορήγηση δανείων με εμπράγματα εγγυήσεις έναντι δανείων χωρίς εξασφάλιση. Οι εμπράγματα εγγυήσεις, κατά κάποιον τρόπο, υποκαθιστούν την έλλειψη της πληροφόρησης, εφόσον βέβαια υπάρχει το κατάλληλο νομικό πλαίσιο. Παράλληλα, η χρήση ενέχυρου, επιτρέπει σε λιγότερο ισχυρούς δανειστές να πάρουν δάνεια που δε θα μπορούσαν χωρίς τη χρήση αυτών.

Η παρουσία της ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει σε δύο προβλήματα: α) στην αντίθετη επιλογή (*adverse selection*) και β) στον ηθικό κίνδυνο (*moral hazard*). Εξ αυτών το πρώτο λαμβάνει χώρα πριν τη χρηματοδότηση, το δε δεύτερο μετά.

α) **Αντίθετη Επιλογή:** Η τράπεζα δε γνωρίζει με ακρίβεια τον πιστωτικό κίνδυνο της εταιρείας που αιτείται προς χρηματοδότηση. Έτσι, δεν ξέρει αν θα πρέπει να χρεώσει υψηλό ή χαμηλό επιτόκιο. Για να προφυλαχθεί, χρεώνει υψηλό επιτόκιο. Το υψηλό αυτό επιτόκιο καθιστά ασύμφορη τη χρηματοδότηση των χαμηλών κινδύνου εταιρειών (η αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων είναι ανάλογη του κινδύνου). Δεδομένου του υψηλού αυτού επιτοκίου, μόνο οι υψηλού κινδύνου εταιρείες είναι πρόθυμες να δανειστούν. Η τράπεζα από την πλευρά της, αναγνωρίζοντας τον ανεπιθύμητο αυτό κίνδυνο, είναι πολύ πιθανό να αρνηθεί να δανείσει όλες τις εταιρείες (πρόβλημα αντιθέτου επιλογής).



Η χρέωση των υψηλών επιτοκίων, οδηγεί με άλλα λόγια, στο «κλείσιμο» της αγοράς χρηματοδότησης, αφού τελικά δε θα χρηματοδοτηθούν εταιρείες με κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια.

β) Ηθικός Κίνδυνος: Ο δανειζόμενος έχει το κίνητρο να προβεί σε δραστηριότητες οι οποίες μειώνουν την πιθανότητα εξυπηρέτησής του δανείου (πρόβλημα ηθικού κινδύνου). Ο ηθικός κίνδυνος είναι πολύ πιθανό να εμφανιστεί όταν το κεφάλαιο της δανειζόμενης εταιρείας εξαντλείται. Αυτό συμβαίνει διότι όταν η εταιρεία βρίσκεται στα πρόθυρα της πτώχευσης δεν έχει να διακινδυνεύσει κάτι, αφού διακινδυνεύει ξένα χρήματα. Από την άλλη όμως, αν οι υψηλού ρίσκου επενδυτικές κινήσεις πετύχουν, τότε η εταιρεία θα ξεφύγει από τη δύσκολη θέση και θα γίνει βιώσιμη.

Ένας συγκεκριμένος τύπος ηθικού κινδύνου, ο οποίος συναντάται στην αγορά των μετοχών είναι το λεγόμενο principal-agent problem. Όταν οι διοικούντες μιας εταιρείας (agents) κατέχουν ένα μικρό ποσοστό της, έχουν κίνητρο να ενεργούν προς ίδιο όφελος και όχι προς το συμφέρον των μετόχων (principals), οι οποίοι κατέχουν και το μεγαλύτερο ποσοστό της εταιρείας. Το principal-agent problem δε θα υπήρχε αν οι μέτοχοι της εταιρείας είχαν τον ίδιο βαθμό πληροφόρησης με αυτόν των διοικούντων. Αυτό, εξηγεί γιατί ο τραπεζικός δανεισμός υπερτερεί έναντι των μετοχών. Παρόλο που υπάρχει καθεστώς πλήρους απελευθέρωσης οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερο βαθμό περιοριστικών κανόνων λειτουργίας από όλους τους άλλους τομείς της οικονομίας. Για τους χρηματοδότες ο κίνδυνος αυξάνεται καθώς κινούμαστε από τραπεζικό δανεισμό σε μετοχές.

Ένας βασικός λόγος για τον οποίο οι τράπεζες έχουν πρωταγωνιστικό ρόλο σε περιβάλλον ελλιπούς πληροφόρησης είναι διότι εκτελούν δύο σημαντικές λειτουργίες: το *screening* και το *monitoring*.

Η διαδικασία του *screening* είναι απαραίτητη πριν τη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης και σχετίζεται άμεσα με το προαναφερθέν πρόβλημα της αντίθετης επιλογής. Αναφέρεται στον τρόπο λήψης μιας απόφασης όταν η ποιότητα της επένδυσης δε διαφαίνεται καθαρά. Μια τράπεζα, προκειμένου να χορηγήσει ένα δάνειο, οφείλει να κάνει μια έρευνα σχετικά με τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Να ελέγξει τα οικονομικά της στοιχεία, τη φερεγγυότητά της, τις λοιπές οφειλές της, την



κατάσταση των περιουσιακών της στοιχείων, καθώς και την ποιότητα των κινήσεων για τις οποίες θα διατεθεί το κεφάλαιο.

Ο έλεγχος (*monitoring*) μιας επένδυσης αναφέρεται στη διαδικασία παρακολούθησής της από την έναρξή της και έπειτα. Οι επενδυτές που έχουν χορηγήσει τα κεφάλαια πρέπει να είναι βέβαιοι ότι η χρηματοδοτούμενη εταιρεία θα ενεργήσει με τέτοιο τρόπο, ώστε να προάγει τα συμφέροντά τους. Ουσιαστικά, η παρακολούθηση αυτή γίνεται για να μειωθεί ο κίνδυνος του ηθικού κινδύνου που ελλοχεύει σε μια επένδυση.

Το *screening* και το *monitoring* είναι δύο διαδικασίες απαραίτητες, χρονοβόρες, πολύπλοκες και με υψηλές οικονομικές απαιτήσεις. Οι μεμονωμένοι επενδυτές είναι σχεδόν αδύνατο να τις πραγματοποιήσουν. Το ρόλο αυτό αναλαμβάνουν μεγάλα, οργανωμένα ιδρύματα με εξειδικευμένο προσωπικό, όπως είναι οι τράπεζες.

Οι τράπεζες δημιουργούν σχέσεις συνεργασίας με τους δανειολήπτες σε διάφορα επίπεδα. Πριν τη χορήγηση του δανείου συλλέγουν πληροφορίες για αυτούς και αποφασίζουν για την τελική χορήγηση ή όχι. Εν συνεχεία, παρακολουθούν την πορεία της επένδυσης και παρεμβαίνουν με διάφορους τρόπους αν αυτό κριθεί απαραίτητο.

Η παραπάνω ανάλυση έχει προϋποθέσει την εμπιστοσύνη του καταθετικού-επενδυτικού κοινού στα τραπεζικά ιδρύματα. Γιατί όμως συμβαίνει αυτό, αφού και οι τράπεζες από την πλευρά τους είναι επιχειρήσεις με αποκλειστικό σκοπό το κέρδος; Πώς είναι σίγουροι οι αποταμιευτές ότι τα κεφάλαιά τους διατίθενται αποτελεσματικά σε αξιόλογες και υγιείς επιχειρήσεις; Οι τράπεζες έχουν ένα ισχυρό κίνητρο να είναι ειλικρινείς με το καταθετικό κοινό και φερέγγυες όσον αφορά στις επιλογές τους. Τη φήμη τους. Έτσι, κερδίζουν την εμπιστοσύνη του καταθετικού κοινού και συνεχίζουν ομαλά τη λειτουργία τους. Δεν είναι λίγες οι φορές που στο παγκόσμιο στερέωμα, τράπεζες – κολοσσοί έχουν καταρρεύσει επειδή έχασαν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού, είτε από λάθος χειρισμούς, είτε από φήμες.



Βέβαια, ο κίνδυνος πτωχεύσεως είναι μεγαλύτερος για εταιρίες –των οποίων τις μετοχές αγοράζουν οι χρηματοδότες – από ότι για τις τράπεζες στις οποίες κάνουν καταθέσεις. Η πτώχευση βέβαια μιας τράπεζας δεν είναι αδύνατη. Υπάρχουν όμως κάποιες ιδιαιτερότητες. Συγκεκριμένα, όταν μια τράπεζα αντιμετωπίζει προβλήματα , οι εποπτικές αρχές ίσως παρέμβουν για να αποτρέψουν πτώχευσή της η οποία θα μπορούσε να συμπαρασύρει όλο το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας. Οι τράπεζες όμως μπορεί εύκολα να χάσουν την εμπιστοσύνη των καταθετών λόγω της υψηλής μοχλεύσεως, χαμηλής ρευστότητας των στοιχείων του ενεργητικού τους, αδιαφάνειας των λογιστικών καταστάσεων. Η απώλεια της εμπιστοσύνης μπορεί να δημιουργήσει πολλά προβλήματα από την πλευρά των καταθετών, όπως για παράδειγμα μαζικές αναλήψεις (πανικός). Οι τράπεζες για να διαφυλαχθούν φροντίζουν τόσο για την εγγύηση των καταθετών (το οποίο δημιουργεί το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου), όσο και για τους περιορισμούς στις δραστηριότητες τους ώστε να μειώνονται οι πιθανότητες που θα οδηγούσαν σε κρίση.



b) Specific Issues

i. Investor Protection²

Corporate Ownership Around the World

Η εικόνα της σύγχρονης επιχείρησης επί μακρόν σκιαγραφείται από το μοντέλο επιχειρήσεων που παρουσιάζεται στη μελέτη των Adolph Berle και Gardiner Means, η οποία διατυπώθηκε στο βιβλίο τους «The Modern Corporation and Private Property του 1932». Στην παραπάνω μελέτη το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιχειρήσεων περιγράφεται από πολλούς μετόχους με μικρά ποσοστά ιδιοκτησίας, ενώ ο έλεγχος αυτών ασκείται αποκλειστικά από τη διοίκηση της εταιρείας (managers), η οποία είναι ανεξάρτητη από τους μετόχους.

Νεότερες μελέτες αμφισβητούν την εμπειρική εγκυρότητα της ανωτέρω μελέτης. Για το λόγο αυτό, στο παρόν σημείο περιγράφεται η εικόνα του ιδιοκτησιακού καθεστώτος που επικρατεί στις μεγαλύτερες σε δημόσια διαπραγμάτευση επιχειρήσεις των πλουσιότερων οικονομιών και επιχειρείται η σύγκριση με την παραπάνω μελέτη.

Η παρούσα ανάλυση στηρίζεται στην απάντηση τεσσάρων βασικών ερωτημάτων:

- Ø Σε τι βαθμό απαντώνται εταιρείες με μεγάλο αριθμό μετόχων με μικρά ποσοστά ιδιοκτησίας και σε τι βαθμό εταιρείες όπου ο έλεγχος ασκείται από λίγους οι οποίοι έχουν και το μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας.**

Σύμφωνα με μελέτες το μοντέλο πολυμετοχικής ιδιοκτησιακής σύνθεσης θα έπρεπε να συναντάται συνήθως σε χώρες με ισχυρό νομικό και θεσμικό πλαίσιο το οποίο κλίνει προς την προστασία των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι προστατεύονται από τον κίνδυνο απώλειας του ελέγχου της εταιρείας από takeover και rider. Ωστόσο εξετάζοντας τις οικονομίες των 27 πλουσιότερων χωρών παγκοσμίως όπως Αμερική, Ην. Βασίλειο, Καναδάς, Ιαπωνία, Γαλλία κ.ά.

² Το παρόν κεφάλαιο στηρίζεται στις μελέτες των R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and R. Vishny (1999), (2000), (2002).



καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη μετόχων με υψηλά ποσοστά ιδιοκτησίας και δικαιώματα ελέγχου είναι σύνηθες φαινόμενο.

Ø Παρουσιάζεται η συγκέντρωση κεφαλαίου σε λίγους ιδιοκτήτες, ποιοι είναι αυτοί (οικογένειες, δημόσιο, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κτλ) και ποια τα χαρακτηριστικά τους;

Σύμφωνα με την ίδια πάντα μελέτη, η συνηθέστερη μορφή μεγαλομετόχων είναι οικογένειες και το δημόσιο. Αντιθέτως, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δε συνηθίζουν να εμφανίζονται ως αποκλειστικοί μέτοχοι αλλά ασκούν τον έλεγχο μέσω άλλων μεθόδων (χορήγηση δανείων με προϋποθέσεις). Συχνά, στη διοίκηση των εταιρειών εμφανίζονται να συμμετέχουν μέλη των οικογενειών και όχι αποκλειστικά εξειδικευμένοι managers.

Ø Με ποιον τρόπο οι έχοντες τον έλεγχο των επιχειρήσεων τον διατηρούν;

Οι συνηθέστεροι τρόποι συγκέντρωσης και διατήρησης του ελέγχου σε μια επιχείρηση μπορεί να γίνει μέσω προνομιούχων μετοχών, cross ownership patterns και pyramids. Προνομιούχες μετοχές είναι αυτές που διαφοροποιούν το δικαίωμα ψήφου δίνοντας πλεονέκτημα στους κατόχους αυτών και συνηθίζονται σε χώρες με αδύναμο θεσμικό πλαίσιο αφού το συμφέρον διατήρησης του ελέγχου είναι μεγαλύτερο. Το cross ownership pattern αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία στο κεφάλαιο της εξεταζόμενης εταιρείας Α συμμετέχει εταιρεία ultimate owner (μέτοχος με ποσοστό ιδιοκτησίας >20%) Β, στο μετοχικό κεφάλαιο της οποίας μετέχει άλλη πολυμετοχική εταιρεία Γ. Παράλληλα, η εταιρεία Α είναι μέτοχος της εταιρείας Γ. Το pyramid pattern αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία στο κεφάλαιο της εξεταζόμενης εταιρείας Α μετέχει δημόσια διαπραγματευόμενη εταιρεία Β με ποσοστό ιδιοκτησίας >20% και στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας Β μετέχει ένας ultimate owner (μέτοχος με ποσοστό ιδιοκτησίας >20%).

Εξετάζοντας τα παραπάνω μοντέλα συμπεραίνουμε ότι η διατήρηση ελέγχου μέσω των προνομιούχων μετοχών είναι μικρή ακόμη και σε χώρες με μικρή



προστασία επενδυτή. Ομοίως, το cross ownership pattern εμφανίζεται σπάνια. Αντίθετα, ο μηχανισμός ιδιοκτησίας μέσω των pyramid patterns είναι συνηθέστερος.

Ø Υπάρχει εσωτερικός μηχανισμός εποπτείας των μετόχων που ασκούν τον έλεγχο μιας εταιρείας;

Δυνητικά, εποπτεία θα μπορούσαν να ασκήσουν οι υπόλοιποι μικρομέτοχοι της εταιρείας ή ένας μέτοχος με σημαντικό ποσοστό ιδιοκτησίας. Στην παρούσα ανάλυση καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν εσωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου σε μια εταιρεία.

Η παρούσα ανάλυση περιγράφει τη μορφή ιδιοκτησιακού καθεστώτος που συνήθως συναντάται στις μεγαλύτερες εταιρείες διάφορων χωρών. Σε αντίθεση με παλαιότερες επικρατούσες απόψεις παρατηρείται η ύπαρξη controlling shareholders οι οποίοι διατηρούν τον έλεγχο των εταιρειών μέσω των pyramid patterns. Διαπιστώνεται ότι η διοίκηση των εταιρειών δεν ασκείται αποκλειστικά από επαγγελματίες managers χωρίς δικαιώματα ιδιοκτησίας αλλά από τους ίδιους τους μετόχους που ασκούν τον έλεγχο. Το φαινόμενο αυτό είναι αποτέλεσμα των αδυναμιών του θεσμικού και νομικού συστήματος.

Investor Protection and Corporate Governance

Πρόσφατες έρευνες ανά τον κόσμο γύρω από το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης απέδειξαν ότι η προστασία των μετόχων και των επενδυτών από το εκάστοτε νομικό σύστημα μιας χώρας είναι πολύ βασική στην προσπάθεια κατανόησης της χρηματοοικονομικής δομής σε διαφορετικές χώρες. Η προστασία των εξωτερικών μετόχων είναι πολύ σημαντική διότι απειλείται από την εκμετάλλευση των εσωτερικών μετόχων και διευθυντικών στελεχών που είναι γνωστοί ως «ημέτεροι» (insiders). Σε αυτό το σημείο, η εταιρική διακυβέρνηση με τα μέσα που διαθέτει μπορεί να προστατέψει τους επενδυτές από τους «ημέτερους» (insiders). Η εκμετάλλευση από τους τελευταίους μπορεί να πάρει πολλές μορφές, όπως κατάχρηση κερδών, πώληση των περιουσιακών στοιχείων τους και το προϊόντος της επιχείρησης σε άλλες επιχειρήσεις που κατέχουν οι ίδιοι σε μικρότερη



τιμή. Γενικά, η εσωτερική αυτή εκμετάλλευση είναι συνδεδεμένη με το «agency problem», καθώς και με τον ηθικό κίνδυνο διότι οι διοικούντες την εταιρεία ενεργούν προς όφελός τους και όχι προς το όφελος των μετόχων.

Το ερώτημα που τίθεται σε αυτό το σημείο είναι κατά πόσο μπορεί να περιοριστεί η εκμετάλλευση αυτή η οποία υπονομεύει την ομαλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος; Η προστασία των εξωτερικών μετόχων μέσω των νόμων είναι πολύ σημαντική. Στις χώρες που υπάρχει μεγαλύτερη και καλύτερη προστασία των μετόχων, οι τελευταίοι χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις διότι νοιώθουν πιο ασφαλείς αφού τα συμφέροντά τους προστατεύονται από τους νόμους. Όταν το νομοθετικό σύστημα είναι ισχυρό, εφαρμόζεται από τα δικαστήρια και προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων, τότε η εταιρική διακυβέρνηση και χρηματοοικονομική δομή λειτουργούν σωστά. Όταν τα συμφέροντα των μετόχων, όπως τα δικαιώματα ψήφου ή τα δικαιώματα αναδιοργάνωσης των προβληματικών επιχειρήσεων υποστηρίζονται από τους νόμους και εφαρμόζονται από τα δικαστήρια, τότε οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις. Αντίθετα, όταν το νομοθετικό σύστημα δεν προστατεύει τους μετόχους τότε η εταιρική διακυβέρνηση και εξωτερική χρηματοδότηση παρουσιάζουν σημαντικό λειτουργικό πρόβλημα.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να τονιστεί ότι όταν οι επενδυτές χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις αποκτούν δικαιώματα και δύναμη τα οποία προστατεύονται μέσα από την εφαρμογή των νόμων. Μερικά από αυτά τα δικαιώματα παρέχουν στους επενδυτές επιπλέον χρήσιμες πληροφορίες στο να εξασκήσουν και άλλα δικαιώματα. Η συμμετοχή τους στην εκλογή του διοικητικού συμβουλίου, η συμμετοχή τους στα συμβούλια, η λήψη μερισμάτων με τους δικούς τους όρους είναι κάποια από αυτά. Οι κανόνες γενικά που προστατεύουν τους επενδυτές προέρχονται από διαφορετικές πηγές συμπεριλαμβανομένου της ασφάλειας, της εταιρείας, της πτωχεύσεως, των ανταγωνιστικών νόμων καθώς και από νόμους που σχετίζονται με το χρηματιστήριο. Το κυριότερο και το πιο σημαντικό είναι να εφαρμόζονται και να έχουν ισχύ αυτοί οι νόμοι διότι οι εξωτερικοί επενδυτές, είτε μεγάλοι, είτε μικροί έχουν την ανάγκη να προστατεύονται τα δικαιώματά τους. Η απουσία των δικαιωμάτων αυτών θα κάνει την εκμετάλλευση των «ημέτερων» (insiders) ακόμη μεγαλύτερη, οι μηχανισμοί της εξωτερικής χρηματοδότησης θα φθίνουν και τελικά η αγορά θα κλείσει.



Η ιδιωτική συμφωνία και η ύπαρξη συμβολαίων μεταξύ των εσωτερικών και εξωτερικών μετόχων, ώστε να περιορίζεται η εκμετάλλευση, είναι ένας τρόπος ώστε να μην υπάρχουν θεσπισμένοι κανόνες που να επιβάλλονται από το κράτος. Ωστόσο, αυτό δεν μπορεί να επιτευχθεί διότι τα δικαστήρια που εφαρμόζουν τα συμβόλαια αυτά μπορεί να μην είναι επαρκή, να είναι χρονοβόρα, να είναι επιρρεπή σε κάθε είδους διαφθορά. Η εφαρμογή γενικότερα των συμβολαίων δεν θεωρείται δεδομένη. Έτσι λοιπόν, χώρες που έχουν ισχυρούς νόμους και κανόνες λειτουργούν καλύτερα και έχουν μεγαλύτερες και πιο αναπτυγμένες αγορές.

Τα νομικά συστήματα των περισσότερων χωρών στηρίζονται στο Αγγλικό(Common Law), στο Γαλλικό(Civil Law) και το Γερμανικό (Civil Law) σύστημα νόμων, τα οποία εξαπλώθηκαν σε όλο τον κόσμο μέσω των αποικιοκρατιών ή της απλής υιοθέτησής τους από κάποιες χώρες. Πόσο καλά οι νόμοι προστατεύουν τους εξωτερικούς επενδυτές εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την προέλευση του κάθε νομικού συστήματος. Οι χώρες με Common Law παρέχουν την πιο δυνατή προστασία στους εξωτερικούς επενδυτές ενώ χώρες με French Civil Law παρέχουν μικρή προστασία. Χώρες με German Civil Law και οι Σκανδιναβικές χώρες βρίσκονται κάπου στο ενδιάμεσο. Επίσης, η εφαρμογή του νόμου είναι αποτελεσματικότερη στις πλουσιότερες χώρες ιδίως στην Σκανδιναβικές και στη Γερμανία. Χώρες με French Civil Law κατέχουν τα μικρότερα ποσοστά στην εφαρμογή του νόμου.

Τρία μεγάλα πεδία στα οποία η προστασία του επενδυτή έχει μεγάλη σημασία είναι:

- α) η ιδιοκτησία της επιχείρησης,
- β) η ανάπτυξη των χρηματαγορών και,
- γ) η ανακατανομή των πραγματικών πόρων.

Στην **πρώτη** περίπτωση, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε χώρες όπου υπάρχει χαμηλή προστασία του επενδυτή μπορεί να χρειάζονται συγκεντρωτικής μορφής διοίκηση. Αυτό συμβαίνει διότι όταν τα συμφέροντα του επενδυτή δεν προστατεύονται, η εκμετάλλευση από τους «insiders» είναι πιο εφικτή και πιο πιθανή και το συγκεντρωτικό στυλ διοίκησης πιο θεμιτό. Επίσης, ένας επιχειρηματίας και η οικογένειά του μπορεί να θέλουν να διατηρούν τον έλεγχο της επιχείρησης διότι η



φήμη της οικογένειας μπορεί να θεωρείται απαραίτητη, ώστε να μπορεί η επιχείρηση να δανείζεται όταν η προστασία των μετόχων είναι ανύπαρκτη. Είναι γεγονός, ότι ένας επιχειρηματίας μπορεί να αναλάβει τη διοίκηση μιας εταιρείας με πολλούς τρόπους. Όταν όμως ο επιχειρηματίας αναλαμβάνει διοίκηση πως μπορεί να χρηματοδοτηθεί εξωτερικά από τους επενδυτές και ποιος αναμένεται να είναι ο εκμεταλλεόμενος; Σε αυτή την περίπτωση η κατοχή του ρευστού από τον επιχειρηματία μειώνει τη πιθανότητα για εκμετάλλευση και αυξάνει την πιθανότητα για την πληρωμή μερισμάτων. Αυτή η ανάγκη για μεγαλύτερη κατοχή ρευστού ως μια συμφωνία για μείωση της εκμετάλλευσης είναι συνήθως μεγαλύτερη σε χώρες όπου υπάρχει μικρότερη προστασία των μετόχων. Ωστόσο, η σπουδαιότητα της προστασίας των μετόχων είναι καθολικά αποδεκτή και έρευνες που έχουν γίνει δείχνουν ότι χώρες με χαμηλή προστασία των μετόχων υιοθετούν συγκεντρωτική μορφή διοίκησης.

Στη **δεύτερη** περίπτωση, η ανάπτυξη των χρηματαγορών είναι συνυφασμένη με τη προστασία των επενδυτών. Όταν οι επενδυτές είναι προστατευμένοι από την εκμετάλλευση τότε είναι πρόθυμοι να δώσουν περισσότερα για εξασφαλίσεις. Αυτό έχει αντίκτυπο τόσο στους πιστωτές όσο και στους απλούς μετόχους. Οι πρώτοι ενισχύουν την ανάπτυξη του δανεισμού και οι δεύτεροι ενισχύουν την ανάπτυξη των αγορών των μετοχών. Η προστασία των δικαιωμάτων τους θα πρέπει να εφαρμόζεται στην πράξη και όχι απλά να είναι θεωρητική. Από έρευνες που έχουν γίνει συνάγεται ότι χώρες που προστατεύουν περισσότερο τους μετόχους έχουν πιο καλά χρηματιστήρια, μεγαλύτερα ποσοστά του IPO (initial public offering) σε σχέση με άλλες χώρες που προστατεύουν λιγότερο τους μετόχους τους. Υπάρχει επίσης μια σχέση μεταξύ της προστασίας των επενδυτών και των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Η προστασία των επενδυτών και η ποιότητα της εφαρμογής των νόμων είναι δύο πολύ σημαντικές μεταβλητές οι οποίες προμηνύουν την έκταση της ύφεσης της αγοράς κατά τη διάρκεια μιας κρίσης.

Στην **τρίτη** περίπτωση, η προστασία των επενδυτών επηρεάζει ουσιαστικά την πραγματική οικονομία. Η χρηματοοικονομική ανάπτυξη μπορεί να ενδυναμώσει την οικονομική ανάπτυξη με πολλούς τρόπους. Η ενίσχυση των αποταμιεύσεων και η προώθησή τους σε πραγματικές επενδύσεις, καθώς ο έλεγχος που κάποιιοι χρηματοδότες εξασκούν στις αποφάσεις των επιχειρηματιών οδηγούν τα κεφάλαια σε



πιο παραγωγικές διαδικασίες και έτσι πετυχαίνουν την αποτελεσματική αναδιανομή των πηγών χρηματοδότησης. Όλα αυτά έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην οικονομική ανάπτυξη. Τελικά, η προστασία των επενδυτών θα ωθήσει την ανάπτυξη της παραγωγικότητας που με τη σειρά της θα ωφελήσει την οικονομική ανάπτυξη.

Είναι γεγονός, ότι ένας παραδοσιακός τρόπος σύγκρισης των κυβερνητικών συστημάτων βασίζεται κυρίως στα ιδρύματα που χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και λιγότερο στη νομική προστασία των επενδυτών. Χώρες που βασίζονται στο τραπεζικό σύστημα όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία συγκρίνονται με τις χώρες όπως οι ΗΠΑ και η Αγγλία οι οποίες βασίζονται στις χρηματαγορές. Ωστόσο, η σύγκριση αυτή δεν είναι ξεκάθαρη αλλά και ούτε ιδιαίτερα χρήσιμη. Είναι εύκολο για κάποιες χώρες να καταταχθούν σε κάποιο από τα δύο συστήματα (Γερμανία) αλλά για κάποιες άλλες όχι (Ιαπωνία).

Υπάρχουν χρηματοοικονομικά συστήματα στα οποία περιορίζεται η δυνατότητα κατοχής μετοχών από τις τράπεζες. Πάλι όμως και σε αυτή τη περίπτωση απουσιάζει η προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών. Όλοι οι χρηματοδότες βασίζονται στη νομική προστασία για να λειτουργήσουν σωστά. Το Γερμανικό τραπεζικό σύστημα είναι ανεπτυγμένο διότι εκεί υπάρχει μεγάλη προστασία των πιστωτών. Επίσης, οι χρηματαγορές της Αγγλίας είναι αναπτυγμένες καθώς και το Τραπεζικό σύστημα διότι τα δικαιώματα των πιστωτών είναι προστατευμένα. Οπότε καταλήγουμε στο εξής: όλοι οι εξωτερικοί επενδυτές μεγάλοι ή μικροί, πιστωτές ή μέτοχοι, χρειάζονται να έχουν δικαιώματα ώστε να διεκδικούν τα χρήματά τους πίσω. Τα δικαιώματα του επενδυτή είναι πιο σημαντικός παράγοντας της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης από ότι είναι ο διαχωρισμός των ιδρυμάτων σε τραπεζικά και μη. Επίσης, κάποιες χώρες δεν πρέπει να λειτουργούν μονοπωλιακά μέσω του τραπεζικού δανεισμού διότι αυτό χαρακτηρίζει τις αναπτυσσόμενες χώρες. Μέσω των χρηματαγορών επιτυγχάνουμε μεγαλύτερη ανάπτυξη αλλά για να βαδίσουμε προς τις αναπτυγμένες αγορές θα πρέπει να εξασφαλίσουμε και να προστατέψουμε τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών.

Αφήνοντας τις αγορές να λειτουργούν χωρίς καμιά παρέμβαση δεν αποτελεί την καλύτερη λύση για την ομαλή πορεία και ανάπτυξή τους. Οι χρηματοοικονομικές αγορές χρειάζονται προστασία των εξωτερικών επενδυτών, είτε



μέσω των δικαστηρίων, είτε μέσω των κυβερνήσεων, είτε μέσω των αγορών. Το να αναπτύξουμε βέβαια τέτοια προστασία είναι κάτι δύσκολο έως ακατόρθωτο. Η φύση της προστασίας των επενδυτών και γενικότερα η νομοθεσία των χρηματοοικονομικών αγορών είναι βαθιά επηρεασμένη από τη νομοθετική δομή κάθε κράτους και την προέλευση του νομοθετικού του συστήματος. Οι πιθανότητες ανασυγκρότησης και αλλαγής του νομοθετικού συστήματος βρίσκει ορισμένα εμπόδια. Η πολιτική αντίσταση σε τέτοιες θεμελιώδεις αλλαγές είναι έντονη και επίμονη. Οι ήδη κυβερνητικές συμφωνίες ευνοούν τους πολιτικούς αλλά και τα εδραιωμένα οικονομικά συμφέροντα και τις μεγάλες οικογένειες που διοικούν επί σειρά ετών τις μεγαλύτερες εταιρείες στις περισσότερες χώρες του κόσμου.

Η ανασυγκρότηση της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να έρθει σε σύγκρουση με τα προαναφερθέντα συμφέροντα (πολιτικά, οικονομικά, κοινωνικά). Παρ' όλες τις δυσκολίες που υπάρχουν, η ανασυγκρότηση και αναδόμηση της προστασίας των εξωτερικών επενδυτών είναι εφικτή κάτω από κάποιες προϋποθέσεις. Εάν επιτευχθεί κάτω από τις αντίξοες αυτές συνθήκες μπορεί να αποφέρει μεγάλα και σπουδαία αποτελέσματα στην οικονομική ανάπτυξη. Τελικά, η ανασυγκρότηση της προστασίας του επενδυτή μπορεί να επιτευχθεί εφόσον λειτουργεί σε πιο προστατευόμενα νομοθετικά καθεστάτα ή εφόσον υπάρξει κάποια θεμελιακή αλλαγή στη νομοθετική δομή. Η ενοποίηση των παγκόσμιων χρηματαγορών κάνει αυτές τις ριζικές ανασυγκροτήσεις πιο εφικτές στις μέρες μας σε σχέση με κάποιες δεκαετίες πριν.

Investor Protection and Corporate Valuation

Πρόσφατες έρευνες έχουν αποδείξει ότι η νομική προστασία των εξωτερικών επενδυτών αποτελεί ένα από τους σημαντικότερους παράγοντες για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Όταν υπάρχει προστασία των επενδυτών και οι νόμοι εφαρμόζονται τότε οι επενδυτές δείχνουν μεγαλύτερη προθυμία να επενδύσουν και να χρηματοδοτήσουν τις διάφορες επιχειρήσεις.

Πώς όμως συνδέεται η προστασία των εξωτερικών επενδυτών με την οικονομική ανάπτυξη; Όταν οι επενδυτές απολαμβάνουν την προστασία του νόμου, τότε προσδοκούν μεγαλύτερα κέρδη. Τα κέρδη αυτά θα έρθουν με τη μορφή



μερισμάτων και τόκων. Έτσι, διατίθενται να πληρώσουν περισσότερα χρήματα, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των αξιογράφων στην αγορά. Αυτό, τελικά, επιτρέπει στους επιχειρηματίες να χρηματοδοτούνται εξωτερικά με χαμηλότερο κόστος οδηγώντας, έτσι τις αγορές σε ανάπτυξη.

Πρέπει όμως κανείς να λαμβάνει υπόψιν, ότι οι αγορές δεν είναι όλες ίδιες. Διαφέρουν τόσο στη δομή της ιδιοκτησίας όσο και στη μορφή του ελέγχου που ασκείται από τους μετόχους. Αυτές οι διαφορές επηρεάζουν τα κίνητρα για εκμετάλλευση των πλειοψηφούντων μετόχων έναντι των μειοψηφούντων. Στις περισσότερες χώρες, οι μεγάλες εταιρείες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, συνήθως ελέγχονται από ένα μικρό ποσοστό μετόχων. Αυτοί οι «ισχυροί» μέτοχοι έχουν τη δύναμη να επιλέγουν και τους managers της εκάστοτε εταιρείας. Έτσι, λοιπόν, έμμεσα ελέγχουν και εκμεταλλεύονται τους μικρούς μετόχους και πιστωτές μέσα στα όρια που ο ίδιος ο νόμος τους παρέχει.

Παράλληλα, έχει αποδειχθεί ότι η ύπαρξη και επιβολή ενός αποτελεσματικού νομικού πλαισίου προστασίας των επενδυτών επηρεάζει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, τη μερισματική πολιτική, τη διανομή των επενδυτικών κεφαλαίων, την οικονομική ανάπτυξη και ακόμη την ευαισθησία μιας χώρας σε μια ενδεχόμενη χρηματοοικονομική κρίση.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι η ελλιπής προστασία των μετόχων συνεπάγεται μικρή εταιρική αξία. Το νομικό πλαίσιο μιας χώρας οφείλει να διαφυλάττει τα συμφέροντα των μειοψηφούντων μετόχων και να τα προστατεύει από την εκμετάλλευση των πλειοψηφούντων.

Investor Protection and Equity Markets

Σε αυτό το σημείο παρουσιάζεται ένα μοντέλο όπου ένας επιχειρηματίας εισάγει την επιχείρησή του στο χρηματιστήριο σε ένα περιβάλλον όπου η νομική προστασία των μικρομετόχων είναι ελλιπής. Εξετάζονται γενικά οι αποφάσεις του επιχειρηματία καθώς και η ισορροπία της αγοράς. Το μοντέλο σχετίζεται με κάποιους



εμπειρικούς κανόνες που αφορούν στη σχέση μεταξύ της προστασίας του επενδυτή και της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Παράλληλα ρίχνει φως στο πως ρέουν τα κεφάλαια μεταξύ των πλουσίων και φτωχών χωρών και πως οι πολιτικές αναπροσαρμόζονται με σκοπό τη προστασία του επενδυτή. Οι εμπειρικοί κανόνες που σχετίζονται με το ως άνωθεν μοντέλο αναφέρονται παρακάτω.

Πρόσφατες έρευνες έχουν αποδείξει ότι οι βασικές διαφορές μεταξύ των χρηματοοικονομικών συστημάτων μεταξύ των χωρών έχουν προσδιοριστεί με βάση την προστασία των μικρομετόχων από την εκμετάλευση των μεγαλομετόχων ή managers. Η καλύτερη νομική προστασία των εξωτερικών μετόχων σχετίζεται:

- 1) με μεγάλες χρηματιστηριακές αξίες,
- 2) με μεγαλύτερο αριθμό ενεργών επιχειρήσεων
- 3) με μεγαλύτερες και πλουσιότερες επιχειρήσεις όσον αφορά στις πωλήσεις τους, καθώς και στα περιουσιακά τους στοιχεία,
- 4) με μεγαλύτερα μερίσματα,
- 5) με μικρότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και ελέγχου,
- 6) με μικρότερα οφέλη για αυτούς που ασκούν τον έλεγχο και,
- 7) με θετική συσχέτιση μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και των ευκαιριών που τελικά πραγματοποιούνται.

Θεωρούμε ότι ο επιχειρηματίας προσπαθεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω μετοχών για ένα επενδυτικό σχέδιο και αποφασίζει πόσο μεγάλο θα είναι το έργο και πόσες μετοχές θα πουλήσει. Επειδή ο επιχειρηματίας λειτουργεί σε ένα περιβάλλον με μικρή προστασία των μικρομετόχων έχει τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί κάποια από τα κέρδη εν αγνοία των μικρομετόχων. Εάν βέβαια προβεί σε τέτοιες ενέργειες υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να τιμωρηθεί για την παρανομία αυτή. Παράλληλα, οι αποφάσεις για μέγεθος του επενδυτικού σχεδίου καθώς και το μέγεθος των χρηματοροών διαμορφώνονται με βάση το νομικό περιβάλλον.

Κάτω από αληθοφανείς υποθέσεις αυτό το μοντέλο στηρίζεται σε μια σειρά από προβλέψεις. Οι επιχειρήσεις είναι μεγάλες με αυξημένη χρηματιστηριακή αξία, τα μερίσματα είναι μεγάλα, τα κέρδη δε διασκορπίζονται σε άλλους σκοπούς, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας είναι χαμηλότερη και τα χρηματιστήρια είναι πιο



αναπτυγμένα σε χώρες όπου προστατεύονται τα δικαιώματα των μετόχων. Επιπρόσθετα, το μοντέλο προβλέπει ότι οι επιχειρηματίες κερδίζουν περισσότερο (ή χάνουν λιγότερο) από μια εξέλιξη στην προστασία του επενδυτή όταν η χώρα είναι ανοιχτή σε μεταφορά κεφαλαίου από άλλες από ότι όταν δεν είναι. Οι επιχειρηματίες είναι πιο πιθανόν να χρησιμοποιήσουν την πολιτική επιρροή ώστε να αναπτύξουν την προστασία των επενδυτών όταν μια χώρα είναι ανοιχτή σε μεταφορά κεφαλαίου. Το μοντέλο εξάγει αποτελέσματα για όλες τις παραπάνω προβλέψεις.

Όταν υπάρχει προστασία του επενδυτή τότε περισσότερες επιχειρήσεις εισάγονται στο Χρηματιστήριο. Αυτό συμβαίνει διότι υπάρχουν πολλές επιχειρήσεις, εξαιτίας της προστασίας των επενδυτών, για τις οποίες είναι πιο προσοδοφόρο να πληρώσουν το κόστος ώστε να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο.

Αν σκεφτεί κάποιος δύο χώρες με διαφορετικά επίπεδα προστασία του επενδυτή, η χώρα με καλύτερη προστασία του επενδυτή έχει μεγαλύτερο επιτόκιο αγοράς :αυτό μπορεί να ερμηνευτεί υπό το πρίσμα ότι στις χώρες αυτές υπάρχει μεγαλύτερη ζήτηση για δανειακά κεφάλαια και κατ' επέκταση το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλότερο. Παράλληλα, σε αυτές τις χώρες όχι μόνο επενδύονται περισσότερα κεφάλαια αλλά επενδύονται και σε παραγωγικότερα επενδυτικά σχέδια.

Ποιος κερδίζει και ποιος χάνει από μια βελτίωση που μπορεί να υπάρξει στην προστασία του επενδυτή; Αν εξετάσουμε μια επιχείρηση που ήδη λειτουργεί θα δούμε ότι όταν υπάρχει βελτίωση στην προστασία των επενδυτών οι επιχειρηματίες χάνουν. Ενώ, αντιθέτως, οι επενδυτές κερδίζουν. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό έγκειται κυρίως στο γεγονός ότι από τι στιγμή που ο επενδυτής προστατεύεται, ο επιχειρηματίας δεν μπορεί να διασκορπίζει τα κέρδη και να μην τα διαθέτει με τη μορφή μερισμάτων. Έτσι λοιπόν ο ωφελημένος και κερδισμένος είναι ο επενδυτής διότι λαμβάνει περισσότερα μερίσματα.

Τελικά, αποδεικνύεται ότι το μοντέλο είναι συμβατό με τις εμπειρικές μελέτες που αφορούν στη σχέση μεταξύ της προστασίας του επενδυτή και της επιχειρησιακής χρηματοοικονομικής.



ii. Law and Finance³

Σκοπός της παρούσας ανάλυσης είναι να προσδιοριστεί εμπειρικά το πώς διαφοροποιείται το νομικό πλαίσιο με βάση το οποίο προστατεύονται οι μέτοχοι μιας εταιρείας σε 49 διαφορετικές χώρες, το κατά πόσο υφίσταται η επιβολή του καθώς και το πώς επηρεάζει τη μορφή της εταιρικής ιδιοκτησίας.

Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές θεωρίες της χρηματοοικονομικής, που υποστήριζαν ότι το βασικό χαρακτηριστικό των χρεογράφων είναι οι ταμειακές ροές που δημιουργούν, οι πρόσφατες έρευνες θεωρούν ως ιδιαίτερο γνώρισμα των χρεογράφων τα δικαιώματα που αυτά ενσωματώνουν, δηλαδή το δικαίωμα ψήφου για τις μετοχές και το δικαίωμα ανάκτησης των εξασφαλίσεων του δανειστή στην περίπτωση που ο δανειζόμενος δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

Τα δικαιώματα που ενσωματώνουν τα χρεόγραφα είναι πιο καθοριστικά στην περίπτωση που οι managers λειτουργούν προασπίζοντας ίδια συμφέροντα, καθώς μέσω αυτών επιτυγχάνεται η επιθυμητή απόδοση. Ωστόσο, τα χρεόγραφα δεν περικλείουν από μόνα τους εσωτερικά δικαιώματα, αλλά τα δικαιώματα αυτά εξαρτώνται και προστατεύονται κυρίως από το νομικό πλαίσιο που διέπει κάθε χώρα, αλλά και από τη δυνατότητα επιβολής των νόμων. Για το λόγο αυτό παρατηρείται εξάλλου διαφορετικό ιδιοκτησιακό καθεστώς και μέθοδοι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σε διάφορες χώρες.

Το γεγονός ότι οι νόμοι διαφέρουν από χώρα σε χώρα σχετίζεται κυρίως με την προέλευση του νομικού πλαισίου. Γενικά, διακρίνουμε δύο μεγάλες πηγές προέλευσης των νόμων: το εθιμικό δίκαιο, που προέρχεται από την Αγγλία, και το αστικό δίκαιο, που προέρχεται από το Ρωμαϊκό Δίκαιο. Όσον αφορά στο Αστικό Δίκαιο διακρίνουμε περαιτέρω τρεις μεγάλες οικογένειες από τις οποίες προέρχεται το εταιρικό δίκαιο: τη Γαλλική, τη Γερμανική και τη Σκανδιναβική.

Στα πλαίσια της παρούσας έρευνας εξετάστηκαν νομικοί κανόνες και η δυνατότητα επιβολής τους σε 49 χώρες. Από την πλευρά των μετόχων, εξετάστηκαν

³ Το κεφάλαιο στηρίζεται στις μελέτες των R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and R. Vishny (1998), (2006)



κανόνες που αφορούν στα δικαιώματα ψήφου, στη διευκόλυνση συμμετοχής στην ψηφοφορία, καθώς και στη νομική προστασία απέναντι στη χειραγώγηση από τους managers. Από την πλευρά των πιστωτών, εξετάστηκαν κανόνες που αφορούν στις εξασφαλίσεις των δανείων, στη δυνατότητα κατάσχεσης των περιουσιακών στοιχείων του δανειζόμενου σε περίπτωση που το δάνειο δεν εξυπηρετείται κα.

Η διαφορά που παρατηρήθηκε στο νομικό πλαίσιο των διαφόρων χωρών που εξετάστηκαν εντοπίζεται κυρίως στη διαφορετική προέλευση των νόμων. Το αστικό δίκαιο κατοχυρώνει τους επενδυτές σε μικρότερο βαθμό από το εθιμικό· από τις χώρες που ακολουθούν τον Αστικό Κώδικα, η Γαλλία παρέχει τη μικρότερη προστασία, ενώ η Γερμανία και οι Σκανδιναβικές χώρες έχουν τη μεγαλύτερη δυνατότητα επιβολής των νόμων.

Προκειμένου να διαπιστώσουμε πώς προστατεύονται οι επενδυτές σε χώρες όπου το νομικό πλαίσιο δεν είναι ανεπτυγμένο, εξετάζουμε κάποιες παραμέτρους, όπως, για παράδειγμα, την ύπαρξη άλλων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης - μεταξύ των οποίων είναι η υποχρεωτική παρακράτηση και διανομή του κεφαλαίου σε επενδυτές, προκειμένου να περιοριστούν οι ευκαιρίες εκμετάλλευσης από την πλευρά των managers-, ή η παράμετρος της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας, καθώς έχει διαπιστωθεί αρνητική συσχέτιση μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και νομικής προστασίας των επενδυτών.

Οι περισσότερες έρευνες σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση εστιάζονται σε λίγες πλούσιες χώρες (κυρίως στις ΗΠΑ, τη Γερμανία και την Ιαπωνία), στις οποίες όμως ούτως ή άλλως η εταιρική διακυβέρνηση είναι αποτελεσματική. Στην παρούσα μελέτη γίνεται προσπάθεια να εξετασθεί ένα δείγμα από 49 χώρες, στις οποίες υπάρχουν τουλάχιστον κάποιες μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριό τους, ενώ έχουν αποκλειστεί οι σοσιαλιστικές οικονομίες. Το ενδιαφέρον εστιάζεται σε χώρες που έχουν εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο καθώς σκοπός του άρθρου είναι πώς κατοχυρώνεται η προστασία των επενδυτών.

Παρά τις διαφορές που εμφανίζονται στους επιμέρους νόμους των διαφόρων χωρών, έχει παρατηρηθεί ότι εντοπίζονται αρκετές ομοιότητες σε βασικά σημεία του



νομικού τους πλαισίου, οι οποίες επιτρέπουν το διαχωρισμό των εθνικών νόμων σε ευρείες νομικές “οικογένειες”. Τα κοινά χαρακτηριστικά που τις προσδιορίζουν είναι τα εξής: το ιστορικό παρελθόν και η ανάπτυξη του νομικού συστήματος, οι θεωρίες των πηγών από τις οποίες προέρχονται οι νόμοι, η μεθοδολογία στα δικαστικά συστήματα, τα χαρακτηριστικά του νομικού πλαισίου, οι νομικοί θεσμοί και ο διαχωρισμός των νόμων στο νομικό πλαίσιο.

Με βάση τα παραπάνω κριτήρια, διακρίνουμε δύο βασικές νομικές σχολές: το εθιμικό δίκαιο και το αστικό δίκαιο. Το Αστικό Δίκαιο είναι το παλαιότερο και πιο διαδεδομένο· έχει τις ρίζες του στο Ρωμαϊκό Δίκαιο, στηρίζεται σε κώδικες και κανόνες που δημιουργούνται από τους νομοθέτες και διακρίνεται σε 3 επιμέρους μεγάλες σχολές: τη γαλλική, τη γερμανική και τη σκανδιναβική. Το Εθιμικό Δίκαιο περιλαμβάνει το νομικό πλαίσιο της Αγγλίας και όσων χωρών στηρίζονται στο αγγλικό μοντέλο. Προσδιορίζεται από το δεδικασμένο, δηλαδή από τις προηγούμενες αποφάσεις των δικαστών και εμφανίζεται κυρίως στις ΗΠΑ, τον Καναδά και την Αυστραλία.

Στη συνέχεια της ανάλυσης γίνεται αναφορά στο εταιρικό δίκαιο, το οποίο γενικά προσδιορίζει τη νομική σχέση μεταξύ των μελών μιας επιχείρησης και της ίδιας της επιχείρησης, καθώς και μεταξύ της επιχείρησης και τρίτων (συνήθως των πιστωτών της). Στο παρόν άρθρο η μελέτη περιορίζεται κυρίως σε κανόνες που αφορούν τη χρεοκοπία ή την αναδιοργάνωση μιας εταιρίας, ενώ δε γίνεται εκτενής αναφορά σε κανόνες συγχωνεύσεων και εξαγορών, σε χρηματιστηριακούς κανόνες και στους κανονισμούς που διέπουν τα τραπεζικά ιδρύματα.

Στην προσπάθεια να προσδιοριστεί το κατά πόσο οι νομικοί κανόνες για την προστασία των επενδυτών διαφέρουν από χώρα σε χώρα και εάν οι διαφορές αυτές έχουν αντίκτυπο στην εταιρική χρηματοδότηση γίνεται αναφορά σε κάποιους scholars, οι οποίοι αμφισβητούν το αν οι κανόνες αυτοί είναι δεσμευτικοί για τις εταιρίες, εφόσον έχει παρατηρηθεί ότι συχνά αυτές μπορούν να τους παρακάμψουν. Ένα δεύτερο θέμα που θίγεται είναι εάν οι πιο αυστηροί νόμοι –που περιορίζουν τις επιλογές των ιδρυτών των εταιριών–προστατεύουν καλύτερα από τους πιο ελαστικούς νόμους–θέμα στο οποίο δεν υπάρχει ξεκάθαρη θεωρητική απάντηση.



Εφόσον οι μέτοχοι εξασκούν τη δύναμή τους κυρίως μέσω της ψήφου τους, γίνεται μια προσπάθεια εκτίμησης των δικαιωμάτων των μετόχων μέσω των διαδικασιών ψηφοφορίας. Καταρχάς, εξετάζουμε την ύπαρξη ή όχι ψήφου ανά μετοχή, καθώς όταν οι ψήφοι είναι συνδεδεμένες με τα μερίσματα, όσοι έχουν χρηματοροές από την εταιρία πρέπει να λειτουργούν με γνώμονα το συμφέρον της εταιρίας, ώστε να επιτύχουν αύξηση των εισοδημάτων τους. Εναλλακτικά, εκτός από τον κανόνα “μια ψήφο ανά μετοχή”, οι εταιρίες μπορεί να εκδώσουν μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου ή με δικαίωμα αύξησης των ψήφων ανάλογα με τη διάρκεια που κρατά ένας επενδυτής τις μετοχές.

Στη συνέχεια της έρευνας εξετάζονται **6** δικαιώματα, προκειμένου να διαπιστωθεί κατά πόσο το νομικό πλαίσιο ευνοεί τους μικρομετόχους έναντι των μεγαλομετόχων.

Το **1^ο** δικαίωμα σχετίζεται με το αν είναι υποχρεωτική η φυσική παρουσία των μετόχων για να διεξαχθεί η ψηφοφορία, ενώ σε άλλες χώρες υπάρχει η δυνατότητα να αποσταλεί η ψήφος ταχυδρομικά.

Το **2^ο** δικαίωμα αναφέρεται στην υποχρεωτική παρακράτηση των μετοχών λίγες μέρες πριν διεξαχθεί κάποια συνάντηση μεταξύ των μετόχων, προκειμένου να αποτραπούν οι μέτοχοι να πουλήσουν τις μετοχές τους το διάστημα εκείνο.

Για να είναι ενισχυμένη η παρουσία των μικρομετόχων στο Διοικητικό Συμβούλιο, υπάρχουν χώρες οι οποίες επιτρέπουν την αναλογική συμμετοχή τους σε αυτό. Επιπλέον υπάρχουν μηχανισμοί όπως η δυνατότητα να αμφισβητήσουν δικαστικά οι μικρομέτοχοι τις αποφάσεις των διευθύνοντων, προκειμένου να προστατευθούν.

Ακόμα, υπάρχει σε κάποιες χώρες ενισχυμένο το δικαίωμα συμμετοχής στην έκδοση νέων μετοχών σε χαμηλότερη τιμή.

Τέλος, εξετάζεται το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο μπορεί να συγκαλέσει έκτακτο συμβούλιο.

Ένα τελευταίο μέτρο είναι η υποχρέωση των εταιριών σε κάποιες χώρες να διανείμουν ένα ποσοστό των κερδών τους ως μερίσμα. Το γεγονός όμως ότι τα κέρδη προσδιορίζονται με βάση διάφορες λογιστικές πρακτικές καθιστά το μέτρο αυτό όχι ιδιαίτερα περιοριστικό.



Στην έρευνα που έγινε για την παρούσα μελέτη, φάνηκε ότι συγκριτικά λίγες χώρες έχουν νόμους που ευνοούν τους εξωτερικούς μετόχους. Ένα άλλο συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι οι μόνες κοινές μεταβλητές στα δύο νομικά συστήματα είναι η μία ψήφος ανά μετοχή και η σωρευτική αντιπροσώπευση.

Οι χώρες που βασίζονται στο εθνικό δίκαιο παρέχουν καλύτερη προστασία στους μετόχους αφού, μεταξύ άλλων, επιτρέπουν ψήφο με ταχυδρομείο και απαιτούν χαμηλότερο συγκριτικά ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου για έκτακτη γενική συνέλευση. Από την άλλη πλευρά, υστερούν στο δικαίωμα προτίμησης στην έκδοση νέων μετοχών.

Ένα ακόμα σημαντικό εύρημα είναι ότι οι χώρες που βασίζονται στο Γαλλικό Αστικό Κώδικα παρέχουν τη μικρότερη προστασία στους μετόχους, κάτι το οποίο διαπιστώνεται και στην ίδια τη Γαλλία.

Συμπερασματικά, όπως διαπιστώθηκε, οι μέτοχοι στα δύο νομικά συστήματα λειτουργούν σε τελείως διαφορετικό νομικό περιβάλλον.

Όσον αφορά στα δικαιώματα των πιστωτών, παρατηρείται ότι λόγω της ύπαρξης πολλών ειδών πιστωτών με αντικρουόμενα συμφέροντα, η προστασία των δικαιωμάτων μιας μερίδας από αυτούς μπορεί να λειτουργεί σε βάρος των δικαιωμάτων άλλων πιστωτών. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση δεν πάει καλά συνήθως ακολουθείται είτε η στρατηγική της αναδιοργάνωσης, είτε η ρευστοποίηση. Το σημαντικότερο δικαίωμα των πιστωτών, εάν ένα δάνειο δεν εξυπηρετείται και πάει σε καθυστέρηση, είναι η δυνατότητα να αποκτήσουν τις εξασφαλίσεις που είχαν λάβει. Ωστόσο, σε κάποιες χώρες αυτή η δυνατότητα περιορίζεται καθώς μπορεί να οδηγήσει τελικά σε κλείσιμο των επιχειρήσεων, κάτι το οποίο δεν είναι κοινωνικά επιθυμητό.

Στην παρούσα μελέτη προκειμένου να ελεγχθούν τα δικαιώματα των πιστωτών, χρησιμοποιούμε 5 μεταβλητές:

Πρώτον, σε κάποιες χώρες, προκειμένου να προστατευθούν οι διευθύνοντες και οι πιστωτές που δεν έχουν εξασφαλίσεις, οι διαδικασίες αναδιοργάνωσης



αποτρέπουν την απόκτηση των εξασφαλίσεων από τους πιστωτές που είναι εξασφαλισμένοι.

Δεύτερον, λίγες χώρες δεν παρέχουν στους πιστωτές το δικαίωμα στις εξασφαλίσεις, στην περίπτωση αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης,

Τρίτον, η διεύθυνση μιας επιχείρησης σε κάποιες χώρες μπορεί, προκειμένου να προστατευθεί από τους πιστωτές, να ζητήσει αναδιοργάνωση χωρίς τη συμφωνία των πιστωτών. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν χώρες όπου η συμφωνία των πιστωτών είναι απαραίτητη.

Ως συμπέρασμα προέκυψε ότι τα δικαιώματα των πιστωτών προστατεύονται περισσότερο από αυτά των μετόχων, ενώ και το εθιμικό δίκαιο προστατεύει καλύτερα τους πιστωτές. Οι ΗΠΑ θεωρούνται ότι δεν προσφέρουν επαρκή προστασία στους πιστωτές, όπως και οι χώρες που στηρίζονται στο Γαλλικό Αστικό Κώδικα. Από την άλλη πλευρά, ο Γερμανικός Αστικός Κώδικας είναι σαφέστερα υπέρ των πιστωτών.

Ένα ακόμα συμπέρασμα είναι ότι τα δικαιώματα των πιστωτών είναι πιο ισχυρά στις φτωχότερες χώρες, ίσως λόγω του ότι οι φτωχές χώρες υιοθετούν τέτοιους νόμους για να διευκολύνουν το δανεισμό με βάση εξασφαλίσεις, καθώς σε αυτές δεν υπάρχουν και πολλές ευκαιρίες χρηματοδότησης.

Ένα ακόμα ενδιαφέρον σημείο της μελέτης είναι η δυνατότητα επιβολής των νόμων η οποία, μαζί με τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας που θα αναλυθεί στη συνέχεια, λειτουργούν ως αντίβαρο στην ελλιπή νομική προστασία των επενδυτών.

Προκειμένου να ελεγχθεί η δυνατότητα επιβολής των νόμων εξετάζουμε πέντε μέτρα: την αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος, το γράμμα του νόμου, τη διαφθορά, τον κίνδυνο κατάσχεσης των περιουσιακών στοιχείων -είτε απευθείας, είτε μέσω δημοσιοποίησης- και την πιθανότητα στέρησης ιδιοκτησίας από την κυβέρνηση. Επιπροσθέτως, ελέγχεται η ποιότητα των λογιστικών προτύπων των χωρών, καθώς είναι σημαντικό τα μεγέθη και τα αποτελέσματα των επενδυτών να είναι συγκρίσιμα και κατανοητά από τους επενδυτές..



Τα αποτελέσματα της μελέτης για το θέμα αυτό έδειξαν ότι το μέγεθος της επιβολής των νόμων σχετίζεται με τη νομική οικογένεια. Για παράδειγμα, οι Σκανδιναβικές και οι Γερμανικές χώρες βρίσκονται σε υψηλή θέση στην κατάταξη, ενώ ακολουθούν οι χώρες που στηρίζονται στο εθνικό δίκαιο και τελευταίες έρχονται οι χώρες που βασίζονται στο Γαλλικό κώδικα. Το στοιχείο αυτό δείχνει ότι η επιβολή των νόμων δεν αντικαθιστά τυχόν αδυναμίες του νομικού πλαισίου, αφού ένας επενδυτής χώρας που στηρίζεται στο Γαλλικό Αστικό Δίκαιο ούτε προστατεύεται ο ίδιος καλύτερα από τους νόμους ούτε υπάρχει πλαίσιο επιβολής τους, ώστε να καλυφθεί το κενό.

Μεμονωμένα πάντως, οι πλούσιες χώρες έχουν καλύτερη δυνατότητα επιβολής νόμων. Οι χώρες που έχουν φιλικούς νόμους προς τους επενδυτές έχουν και καλύτερη δυνατότητα επιβολής τους, ενώ η μεμονωμένη επιβολή και τα ελλιπή λογιστικά πρότυπα αυξάνουν τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι χώρες που στηρίζονται στους γαλλικούς νόμους.

Στη συνέχεια εξετάζεται κατά πόσο οι επιχειρήσεις σε χώρες με ελλιπή προστασία των επενδυτών έχουν υψηλά ποσοστά συγκέντρωσης στην ιδιοκτησία των μετοχών. Η μεγάλη συγκέντρωση είναι αναμενόμενη καθώς αφενός οι μεγαλομέτοχοι ενδιαφέρονται να κατέχουν μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου για να διατηρούν τον έλεγχο, αφετέρου οι μικροεπενδυτές, στην περίπτωση που δεν προστατεύονται επαρκώς, θα αγοράσουν μετοχές μόνο αν η τιμή τους είναι αρκετά χαμηλή, γεγονός που δε συμφέρει την εταιρία να το κάνει και επομένως οδηγούμαστε στη συγκέντρωση των μετοχών.

Οικονομικά, η υπόθεση αυτή ελέγχθηκε και διαπιστώθηκε ότι σε χώρες με χαμηλή προστασία επενδυτών, όπως η Γαλλία, παρατηρείται υψηλή συγκέντρωση, στη Γερμανία υπάρχει χαμηλότερο ποσοστό συγκέντρωσης, ενώ οι χώρες του εθνικού δικαίου βρίσκονται κάπου στη μέση. Αυτό επιβεβαιώνει το συμπέρασμα ότι η χαμηλή προστασία οδηγεί σε υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας, καθώς η ελλιπής προστασία έχει το κόστος της μειωμένης διαφοροποίησης των επενδυτών και τη δυσκολία εύρεσης κεφαλαίων, αφού οι μικροεπενδυτές φοβούνται την εκμετάλλευση από τους ιδιοκτήτες.



Σαν πρώτο συμπέρασμα του άρθρου προέκυψε ότι η διαφοροποίηση που εντοπίζεται στο νομικό πλαίσιο των διαφόρων χωρών σχετίζεται κυρίως με τη νομική προέλευση των νόμων. Γενικά, οι χώρες που ακολουθούν το αστικό δίκαιο προστατεύουν λιγότερο τους επενδυτές από αυτές που ακολουθούν το εθιμικό δίκαιο.

Δεύτερον, διαπιστώθηκε ότι η επιβολή του νόμου διαφέρει από χώρα σε χώρα, το ίδιο και τα λογιστικά πρότυπα, ενώ βελτιώνεται όσο βελτιώνεται το επίπεδο του εισοδήματος.

Τρίτον, οι χώρες δημιουργούν μηχανισμούς για να καλύψουν την ελλιπή νομική προστασία, όπως τα υποχρεωτικά μερίσματα και τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Το γεγονός ότι σε μια μέση χώρα σχεδόν το 50% του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει σε 3 μεγαλομετόχους και ότι στις περισσότερες χώρες υπάρχει υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι ενδεικτικό της μικρής προστασίας των επενδυτών και της ανάγκης ύπαρξης αντισταθμιστικών μηχανισμών.

Στο ερώτημα κατά πόσο οι χώρες με ελλιπή νομική προστασία έχουν προβλήματα, μελέτες που έχουν γίνει έδειξαν ότι οι χώρες με πιο ανεπτυγμένα χρηματοοικονομικά συστήματα δείχνουν περισσότερη ανάπτυξη σε τομείς που στηρίζονται στην εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό επιβεβαιώνουν και άλλες μελέτες οι οποίες δείχνουν ότι σε χώρες όπου δεν είναι ικανοποιητική η νομική προστασία, το χρηματιστήριο και ο δανεισμός δεν είναι τόσο ανεπτυγμένα. Ωστόσο, η νομική προστασία των επενδυτών δεν είναι τελικά τόσο καθοριστική στην οικονομική ανάπτυξη, καθώς χώρες όπως η Γαλλία και το Βέλγιο, που δεν έχουν επαρκές νομικό πλαίσιο, κάθε άλλο παρά φτωχές είναι.

What Works in Securities Laws?

Στην ακόλουθη ανάλυση εξετάζουμε τους νόμους που σχετίζονται με τα χρεόγραφα σε 49 χώρες, δίνοντας ιδιαίτερη βάση στο πώς αυτοί επηρεάζουν την έκδοση νέων μετοχών και τη διάθεσή τους στους επενδυτές και ελέγχουμε τη σχέση μεταξύ των νόμων και της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς. Η διάθεση νέων



χρεογράφων στο επενδυτικό κοινό ενέχει το ρίσκο εξαπάτησης των επενδυτών και για το λόγο αυτό καλύπτεται από τους νόμους.

Στην αγορά των χρεογράφων διακρίνουμε 3 γενικές θεωρίες που σχετίζονται με τους άριστους νομικούς διακανονισμούς. Σύμφωνα με τη μηδενική υπόθεση, η άριστη κυβερνητική πολιτική είναι να μην υπάρχει παρέμβαση στην αγορά των χρεογράφων, καθώς οι εκδότες ούτως ή άλλως ενσωματώνουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες στα χρεόγραφα, προκειμένου να τα κάνουν πιο ελκυστικά.

Οι άλλες δύο θεωρίες θεωρούν σημαντικό το νομικό πλαίσιο των χρεογράφων, καθώς τα οφέλη που έχουν οι εκδότες στην περίπτωση που θέλουν να εξαπατήσουν τους επενδυτές είναι ισχυρά και επομένως χρειάζονται αποτρεπτικοί μηχανισμοί. Η διαφορά των δύο θεωριών έγκειται στο είδος της κυβερνητικής παρέμβασης που χρειάζεται.

Σύμφωνα με τη μία θεωρία, η κυβέρνηση μπορεί να τυποποιήσει τη δομή των ιδιωτικών συμβολαίων, προκειμένου να υπάρχει πειθαρχία στην αγορά, καθώς, αν δεν υπάρχει αυτή η τυποποίηση, ο ενδεχόμενος δόλος ή η αμέλεια πρέπει να επιλυθούν δικαστικά, με αβέβαια αποτελέσματα. Η τυποποίηση αυτή μπορεί να έχει τη μορφή είτε υποχρεωτικής αναφοράς συγκεκριμένων πληροφοριών - όπως είναι η δομή της ιδιοκτησίας και η κερδοφορία της εταιρίας - είτε του καθορισμού ενός επιπέδου υποχρεώσεων και ευθυνών από την πλευρά των εκδοτών και των ενδιαμέσων για τις περιπτώσεις των εταιριών που δεν αποκαλύπτουν επαρκή στοιχεία.

Με βάση την τελευταία θεωρία, συχνά το ίδιο το νομικό πλαίσιο που αναφέρθηκε παραπάνω δεν επαρκεί και χρειάζεται η δυνατότητα δημόσια επιβολής του, για παράδειγμα μέσω μιας επιτροπής κεφαλαιαγοράς, η οποία θα παρεμβαίνει, είτε για να διευκρινίζει τις νομικές υποχρεώσεις των εταιριών, είτε για να επιβάλλει κυρώσεις. Ένα τέτοιο μέτρο έχει αποτέλεσμα, καθώς η επιτροπή αυτή είναι ανεξάρτητη, με συγκεκριμένο ρόλο και χωρίς πολιτικές ή άλλου είδους παρεμβάσεις.

Προκειμένου να γίνει διάκριση μεταξύ των τριών θεωριών, συλλέχθηκαν δεδομένα από 49 χώρες σχετικά με τους κανόνες που διέπουν την έκδοση και τη



διάθεση των χρεογράφων και έγινε μια προσπάθεια συσχέτισης μεταξύ του νομικού πλαισίου των χρεογράφων και της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με τον James Landis, βασικό νομοθέτη των αμερικανικών χρεογράφων, η δυνατότητα εύκολης ανάκτησης των ζημιών των επενδυτών είναι πρωταρχικής σημασίας προκειμένου να περιοριστούν τα κίνητρα των επενδυτών για την επιβολή των νόμων που σχετίζονται με τα χρεόγραφα. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει ότι ο φορέας που έχει το μικρότερο κόστος πρόσβασης σε πληροφορίες που αφορούν κάποιο χρεόγραφο θα πρέπει να τις γνωστοποιεί και να θεωρείται υπεύθυνος για τυχόν παραλείψεις ή παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού. Συνήθως τέτοια πρόσβαση έχουν οι εκδότες και οι ελεγκτές και ένα αποτελεσματικό σύστημα θα παρείχε κίνητρα σε αυτούς να συλλέξουν πληροφορίες, προκειμένου να τις γνωστοποιήσουν στους επενδυτές, αλλά παράλληλα θα καθόριζε κάποια επίπεδα ευθυνών, προκειμένου να μπορούν οι επενδυτές να διεκδικήσουν τις ζημιές τους από λάθη ή παραλείψεις.

Στην παρούσα μελέτη συλλέχθηκαν έξι αντιπροσωπευτικά στοιχεία που σχετίζονται με τις πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται στο κοινό. Το πιο βασικό στοιχείο είναι κατά πόσο αυτοί που προωθούν τα χρεόγραφα διαθέτουν στο ευρύ κοινό έντυπο που να τα περιγράφει αναλυτικά, καθώς υπάρχουν χώρες όπου τα έντυπα αυτά δεν παραδίδονται στους επενδυτές, αλλά παραμένουν στην εταιρία. Τα υπόλοιπα πέντε στοιχεία σχετίζονται με την ιδιοκτησία από μεγαλομετόχους, τις συμφωνίες που δεν εμπίπτουν στη συνηθισμένη ροή των εργασιών και στις συναλλαγές με σχετιζόμενους συμβαλλόμενους.

Όσον αφορά στο θέμα της ευθύνης, διακρίνουμε τέσσερα βασικά σημεία: κατ' αρχάς ο ενάγων πρέπει να αποδείξει ότι ο εκδότης των χρεογράφων επέδειξε αμέλεια, παραλείποντας πληροφορίες από το ενημερωτικό έντυπο. Επίσης, ο επενδυτής πρέπει να αποδείξει ότι βασίστηκε στο έντυπο αυτό για να προχωρήσει στην επένδυση ή ότι υπέστη ζημιές εξαιτίας αυτού. Σε κάποιες χώρες καλείται ο ενάγων να αποδείξει ότι ο κατηγορούμενος επέδειξε βαριά αμέλεια ή δόλο, ενώ σε άλλες αρκεί η απόδειξη της υπαιτιότητας. Υπάρχει και η περίπτωση το βάρος της απόδειξης να μεταφέρεται από τον ενάγοντα στον εναγόμενο-δηλαδή να καλείται να αποδείξει ότι έδειξε επιμέλεια



και ευσυνειδησία στην προετοιμασία του εντύπου-, κάτι το οποίο μειώνει πολύ το κόστος του ενάγοντα και διευκολύνει τη διαδικασία υπέρ του.

Στο θέμα της δημόσιας επιβολής διακρίνουμε πέντε πλευρές: σε πρώτη φάση γίνεται έλεγχος κατά ποσό η εποπτική επιτροπή σε θέματα χρεογράφων λειτουργεί ανεξάρτητα και χωρίς παρεμβάσεις από την πλευρά των μεγάλων εταιριών. Σημαντικό ρόλο σε αυτό παίζει το κατά πόσο τα μέλη της εκλέγονται αξιοκρατικά ή τοποθετούνται εκεί μέσω άλλων διαδικασιών, αλλά και η αποκλειστική ενασχόληση με την αγορά των χρεογράφων και όχι με άλλα τραπεζικά θέματα.

Στη συνέχεια ερευνάται η δυνατότητα της εποπτικής επιτροπής – αντί του Υπουργείου Οικονομικών - να ρυθμίζει την αγορά των χρεογράφων σε θέματα πρώτης εγγραφής και να δημιουργεί κανόνες στο Χρηματιστήριο.

Η τρίτη πλευρά σχετίζεται με τη διερευνητική δυνατότητα της επιτροπής, ώστε να μπορεί να ελέγχει τα έγγραφα που προσκομίζουν οι εκδότες ή ο ανάδοχος για το κατά πόσο οι πληροφορίες που δόθηκαν στους επενδυτές ήταν ακριβείς, αν υπήρξε απόκρυψη στοιχείων προς τους ελεγκτές κτλ.

Η τέταρτη πλευρά καλύπτει τις κυρώσεις για μη ποινική παραβίαση των νόμων που διέπουν τα χρεόγραφα. Οι κυρώσεις μπορεί να αναγκάζουν τους διευθύνοντες μιας εταιρίας να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις για γνωστοποίηση των θεμάτων που την αφορούν ή να αποζημιώσουν τους επενδυτές για τις απώλειές τους.

Η πέμπτη παράμετρος περιλαμβάνει τις κυρώσεις για ποινική παραβίαση των νόμων, στοιχείο που παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον αφού καλύπτει το “περί δικαίου αίσθημα” των επενδυτών.

Στη παλινδρόμηση της μελέτης αυτής ελέγχθηκαν και άλλες μεταβλητές, προκειμένου να διαπιστωθεί κατά πόσο το νομικό πλαίσιο των χρεογράφων έχει επιπτώσεις στην ανάπτυξη των χωρών αυτών.



Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ήταν ο λόγος της κεφαλαιοποίησης προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, ο αριθμός των εγχώριων εταιριών που διαπραγματεύονται δημόσια σε σχέση με τον πληθυσμό της κάθε χώρας, η ικανότητα των νέων και μεσαίων εταιριών να αντλήσουν κεφάλαια από το Χρηματιστήριο και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις μεγαλύτερες εταιρίες κάθε χώρας.

Ωστόσο, όπως φάνηκε και από άλλες μελέτες, η επίδραση του νομικού πλαισίου των χρεογράφων στη χρηματοοικονομική ανάπτυξη δεν μπορεί να προσδιοριστεί με βεβαιότητα. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε βοηθητικά και η νομική προέλευση του εμπορικού δικαίου, καθώς στις περισσότερες χώρες αυτό προέρχεται από μία από τις ακόλουθες τέσσερις “οικογένειες”: το Αγγλικό (Εθιμικό) Δίκαιο, το Γαλλικό Αστικό Δίκαιο, το Γερμανικό Δίκαιο και το Σκανδιναβικό.

Από την επεξεργασία των δεδομένων προέκυψε ότι οι χώρες του Εθιμικού και του Αστικού Δικαίου διαφέρουν αρκετά ως προς το ποσοστό πληροφόρησης, τα επίπεδα ευθυνών και τη δημόσια επιβολή.

Οι χώρες του εθιμικού δικαίου έχουν πιο ευρείες υποχρεωτικές απαιτήσεις πληροφοριών και διευκολύνουν τους επενδυτές στην περίπτωση που υποστούν ζημιά. Οι παλινδρομήσεις επιπλέον έδειξαν ότι το υψηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ και η αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος σχετίζονται με πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, ενώ η απαίτηση για περισσότερες πληροφορίες και τα επίπεδα ευθυνών σχετίζονται θετικά με τα μεγάλα χρηματιστήρια· από την άλλη πλευρά, η δημόσια επιβολή δεν είναι τόσο ξεκάθαρη στα αποτελέσματά της στην ανάπτυξη των χρηματιστηρίων.

Συνοψίζοντας, μπορεί να ειπωθεί ότι η ύπαρξη ενός νομικού πλαισίου υπέρ της προστασίας των επενδυτών είναι πολύ σημαντική καθώς οι αγορές δεν μπορούν να ευημερήσουν στηριζόμενες μόνο στις δυνάμεις τους. Επιπλέον, διευκολύνει τις ιδιωτικές συμφωνίες αντί να στρέφει προς την υποχρεωτική επιβολή των νόμων. Τόσο η απαίτηση για ευρεία ενημέρωση των επενδυτών όσο και η ύπαρξη επιπέδων ευθύνης διευκολύνουν τους επενδυτές και εμφανίζονται στα μεγάλα χρηματιστήρια. Τα συμπεράσματα της μελέτης ενισχύουν την ανάγκη για αναδιάρθρωση του νομικού πλαισίου προκειμένου να στηριχθεί η οικονομική ανάπτυξη, αλλά αμφισβητούν την



επάρκεια της ιδιωτικής πρωτοβουλίας για τη γεφύρωση του χάσματος μεταξύ των χωρών με ισχυρή ή μειωμένη προστασία των επενδυτών.

Τέλος, το γεγονός ότι η προέλευση των νόμων μπορεί να προβλέψει την ανάπτυξη της αγοράς εξηγείται καθώς οι χώρες οι οποίες βασίζονται στο εθιμικό δίκαιο επωφελούνται από την έμφαση στην ύπαρξη τυποποιημένων πληροφοριών διαθέσιμων στους επενδυτές και γενικότερα από την εμπιστοσύνη στην επίλυση τυχόν διαφορών με τρόπους φιλικούς προς την αγορά.

iii. Regulation⁴

Understanding Regulation

Στη σύγχρονη εποχή η οικονομική ευημερία που απολαμβάνουν οι πολίτες, συνοδεύεται από παράλληλες κανονιστικές παρεμβάσεις και οριοθετήσεις από τις εκάστοτε παρούσες και παρελθούσες κεντρικές εξουσίες σε κάθε πτυχή της κοινωνικής ζωής τους. Η ύπαρξη γραπτών κανόνων προσδιορίζουν όλους τους τομείς της καθημερινότητας, όπως υγεία, εκπαίδευση, τεχνολογία, ασφάλεια, δικαιοσύνη κτλ. Ο βαθμός διεύθυνσης της κεντρικής εξουσίας στην καθημερινή ζωή των ανθρώπων, γεννά το ερώτημα κατά πόσο οι κανονιστικές παρεμβάσεις έχουν στόχο την κοινωνική και οικονομική ανάπτυξη. Η ανάλυση που ακολουθεί στηρίζεται στις εξής τρεις βασικές θεωρίες: the welfare theoretic of public interest theory of regulation (ο Pigou), the contracting theory (Coase), the capture theory (Stingler).

Βασικό επιχείρημα υπέρ των κρατικών παρεμβάσεων αποτελεί η επιθυμία καταπολέμησης μονοπωλιακών αγορών και «externalities» που παρουσιάζονται στις ελεύθερες από κρατική παρέμβαση οικονομίες. Το κράτος έχει τη δυνατότητα να διορθώσει την αναποτελεσματικότητα αυτή μέσω κανονιστικών ρυθμίσεων, όπως, ο έλεγχος των τιμών, η θέσπιση κανόνων ασφαλείας σε παραγόμενα προϊόντα που

⁴ Η ενότητα στηρίζεται στις μελέτες των E.Glaeser (2002), (2003) και Andrei Shleifer (2005)



απευθύνονται στο ευρύ κοινό, η θέσπιση κανόνων υπέρ της προστασίας των εργαζομένων, η επιβολή ρυθμίσεων υπέρ της προστασίας των επενδυτών.

Η θεωρία υπέρ της κρατικής παρέμβασης με σκοπό την προστασία των πολιτών έχει δεχθεί σημαντική κριτική τα βασικότερα σημεία της οποίας είναι:

- Ø Οι αγορές έχουν τη δυνατότητα από μόνες τους να διορθώσουν διάφορες ατέλειες. Ο ανταγωνισμός στην αγορά εργασίας, στην αγορά προϊόντων κοκ, προσδιορίζει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα και τις καθιστά αποτελεσματικές χωρίς περαιτέρω κρατική παρέμβαση.
- Ø Ακόμα και αν οι δυνάμεις της αγοράς αδυνατούν να οδηγηθούν σε αποτελεσματική ισορροπία, η ύπαρξη προβλημάτων μπορεί να επιλυθεί μέσω της ιδιωτικής αντιδικίας στα δικαστήρια. Όταν υπάρχουν καλά οργανωμένα δικαστήρια μέσω των οποίων υποστηρίζεται και προστατεύεται η ατομική ιδιοκτησία, η ανάγκη κρατικών παρεμβάσεων περιορίζεται σημαντικά.
- Ø Τέλος, στην περίπτωση κατά την οποία τόσο οι δυνάμεις της ελεύθερης αγοράς, όσο και τα οργανωμένα δικαστήρια δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν ενδεχόμενες ατέλειες της αγοράς, οποιαδήποτε κρατική παρέμβαση θα απέβαινε αναποτελεσματική καθώς ο σχεδιασμός της δε στηρίζεται πάντα στο κοινωνικό συμφέρον. Ως γνωστόν, οι κεντρικές εξουσίες τις περισσότερες φορές ενισχύονται από ισχυρούς τοπικούς οικονομικούς φορείς. Οι κρατικές παρεμβάσεις όχι μόνο δεν αντιμετωπίζουν μονοπωλιακές ατέλειες των αγορών αλλά ενδεχομένως τις ενισχύουν. Ακόμα και όταν αυτές λαμβάνονται υπό την επίδραση οργανωμένων ομάδων καταναλωτών με σκοπό την προάσπιση του κοινωνικού συμφέροντος, η πολιτικοποίηση των κανονιστικών ρυθμίσεων είναι εμφανής.

Λαμβανομένου υπόψιν των ανωτέρω, η κρατική παρέμβαση κρίνεται απαραίτητη, ο δε περιορισμός αυτής αναγκαίος. Ο βαθμός κρατικής παρέμβασης καθορίζεται από την προσπάθεια ελαχιστοποίησης του κοινωνικού κόστους μεταξύ ιδιωτικής και κρατικής εκμετάλλευσης (αναρχία-δικτατορία). Στηριζόμενοι στο



θεσμικό πλαίσιο, στο βαθμό που περιορίζεται η ανομία με την ελάχιστη δυνατή κρατική παρέμβαση, επιτυγχάνεται το άριστο αποτέλεσμα.

Στην πράξη όμως τα πράγματα διαφέρουν. Αν και το άριστο επίπεδο κρατικής παρέμβασης θεωρητικά μπορεί να προσδιοριστεί, στην πραγματικότητα οι φορείς της κεντρικής εξουσίας πολλές φορές λαμβάνοντας αποφάσεις στοχεύουν στην εξυπηρέτηση προσωπικών συμφερόντων και σκοπών.

Legal Origins

Βασικό στοιχείο του θεσμικού πλαισίου αποτελεί το νομικό σύστημα που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα. Σύμφωνα με την ισχύουσα βιβλιογραφία, διακρίνονται δύο βασικά συστήματα νομικού πλαισίου. Το Αγγλικό Σύστημα Δικαίου (Common Law) και το Γαλλικό (Civil Law). Οι διαφορές στο σχεδιασμό και στην εφαρμογή των δύο συστημάτων μπορούν να ερμηνευτούν υπό το πρίσμα της ανάγκης προστασίας των δικαστικών αρχών. Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα εξαναγκασμού μέσω άσκησης βίας ή δωροδοκίας στους φορείς δικαίου και η εν γένει υπονόμηση της δικαιοσύνης, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη λήψης μέτρων υπέρ της προστασίας αυτής. Στην παραπάνω διαπίστωση στηρίζεται η παρούσα ανάλυση με περιεχόμενο την παρουσίαση των δύο νομικών συστημάτων και η σύγκρισή τους.

Το Common Law πρωτοεφαρμόστηκε στην Αγγλία και στις αποικίες αυτής όπως ΗΠΑ, Αυστραλία, Καναδάς, σε χώρες της Αφρικής και της Ασίας. Στο συγκεκριμένο σύστημα δικαίου, οι δικαστικές αποφάσεις στηρίζονται σε ευρύτερους νομικούς κανόνες, λαμβάνονται από επιτροπές ενόρκων και δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην προφορική επιχειρηματολογία. Αντιθέτως, το Civil Law εμφανίστηκε στη Γαλλία, έχει τις βάσεις του στο Ρωμαϊκό Δίκαιο και αναπτύχθηκε το 12^ο και 13^ο αιώνα μέσω των γαλλικών αποικιών στις χώρες της λατινικής Αμερικής, σε χώρες της Αφρικής και της Ασίας. Η δομή του συστήματος στηρίζεται σε γραπτούς νομικούς κώδικες και οι αποφάσεις λαμβάνονται από επαγγελματίες δικαστές, οριζόμενους από την κεντρική εξουσία.



Ιστορικές μελέτες σκιαγραφούν στη γαλλική κοινωνία κατά την περίοδο του Μεσαίωνα να επικρατεί ανομία. Η άσκηση φυσικής βίας και η πρακτική της δωροδοκίας αποτελούσαν συνήθη μέσα εξαναγκασμού των φορέων λήψης δικαστικών αποφάσεων. Για τους παραπάνω λόγους, η οργάνωση του νομικού συστήματος στηρίχτηκε στην επιλογή δικαστών από το βασιλικό περιβάλλον. Με αυτό τον τρόπο οι τοπικοί άρχοντες είχαν περιορισμένη δυνατότητα παρεμπόδισης της δικαιοσύνης σε σχέση με την άσκηση δικαιοσύνης από ανεξάρτητες δικαστικές αρχές. Σε αντίθεση με τις συνθήκες της γαλλικής κοινωνίας, την ίδια περίοδο οι γενικότερες κοινωνικοοικονομικές συνθήκες στην Αγγλία επέτρεπαν την άσκηση της δικαιοσύνης από ανεξάρτητους δικαστικούς φορείς, ήτοι επιτροπές ενόρκων. Κατά το 19^ο αιώνα παρατηρείται στο Γαλλικό Σύστημα Δικαίου κωδικοποίηση του νομικού πλαισίου δηλαδή ύπαρξη γραπτών κανόνων πάνω στους οποίους έπρεπε να στηρίζονται οι δικαστικές αποφάσεις. Η υιοθέτηση γραπτών κανόνων (bright light rules BLR) έδωσε στην κεντρική εξουσία τη δυνατότητα έμμεσης επιρροής των φορέων λήψης δικαστικών αποφάσεων. Αρχικός στόχος της κωδικοποίησης του νομικού πλαισίου ήταν να προσφέρει στους δικαστές σαφείς κανόνες βάση των οποίων να στηρίζονται οι αποφάσεις τους. Ωστόσο, αυτό είχε ως αποτέλεσμα την πολιτικοποίηση του δικαστικού συστήματος και την άσκηση επιρροής στη δικαστική εξουσία.

Τα δυο περιγραφόμενα νομικά συστήματα έχουν κάποιες βασικές διαφορές. Καταρχάς, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στο Common Law οι δικαστικές αποφάσεις λαμβάνονται από ανεξάρτητους δικαστικούς φορείς, επιτροπές ενόρκων, οι οποίοι στηρίζουν τις αποφάσεις τους σε προφορικά επιχειρήματα και αποδείξεις. Αντιθέτως το Civil Law στηρίζεται σε γραπτούς κανόνες δικαίου και όπως αναφέρθηκε παραπάνω επηρεάζεται από τη νομοθετική εξουσία. Επιπλέον στο Common Law οι ακροαματικές δίκες παίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη δικαστικών αποφάσεων, εν αντιθέσει με το Civil Law όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται κατόπιν διεξοδικής εξέτασης των αποδεικτικών στοιχείων και σύμφωνα με το γραπτό κώδικα δικαίου. Συμπληρωματικά, στο Common Law δε συνηθίζεται η άσκηση εφέσεων στις δικαστικές αποφάσεις.

Τα αποτελέσματα των δύο νομικών συστημάτων στις κοινωνίες στις οποίες εφαρμόζονται, είναι εμφανή και αναλύονται σε διάφορες μελέτες (La Porta 1999).



Παρατηρώντας τις χώρες στις οποίες επικρατεί το Civil Law, σε σύγκριση με τις χώρες στις οποίες εφαρμόζεται το Common Law, διαπιστώνουμε μικρότερη εξασφάλιση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, μεγαλύτερο βαθμό κρατικής παρέμβασης, μικρότερο βαθμό πολιτικής ελευθερίας, μεγαλύτερα ποσοστά ιδιοκτησίας τραπεζών και βιομηχανικών επιχειρήσεων από το δημόσιο, περισσότερη αδιαφάνεια και διαφθορά.

Είναι γενικώς αποδεκτό πως η προστασία της ατομικής ιδιοκτησίας και ο σχεδιασμός ενός νομικού πλαισίου που να την υποστηρίζει είναι μεγίστης σημασίας θέματα οικονομικής ανάπτυξης. Πώς όμως μπορεί να επιτευχθεί ο σχεδιασμός του κατάλληλου νομικού συστήματος; Το προφανές της προστασίας της ατομικής ιδιοκτησίας, δεν προσδιορίζει το βαθμό στον οποίο η κρατική παρέμβαση είναι αποτελεσματική. Από την παρούσα ανάλυση, συμπεραίνουμε ότι το άριστο νομικό πλαίσιο εξαρτάται σε κάθε περίπτωση από το περιβάλλον στο οποίο εφαρμόζεται. Σε μια ευνομούμενη κοινωνία, ένα αποκεντροποιημένο νομικό σύστημα όπου οι δικαστικές αποφάσεις λαμβάνονται από ανεξάρτητους φορείς εμφανίζεται ιδανικότερο. Αντιθέτως, σε μια κοινωνία που επικρατεί αταξία και ανομία, κρίνεται επιθυμητή η παρέμβαση του κράτους.

4. Do Institutions Cause Growth?

a) *The role of institutions*

Το θεσμικό πλαίσιο μιας χώρας είναι μία σύνθεση ιστορικών, οικονομικών, πολιτικών και πολιτιστικών στοιχείων το οποίο τείνει να διέπεται από διαχρονική στασιμότητα. Ωστόσο, δεν είναι αμετάβλητο. Τα τελευταία τριάντα χρόνια έχουν συμβεί αξιοσημείωτες βελτιώσεις στο θεσμικό πλαίσιο σε εξήντα πέντε αναπτυσσόμενες χώρες οι οποίες σχετίζονται με αλληπάλληλες βελτιώσεις στην ανάπτυξη και ιδιωτική επένδυση.

Τόσο θεωρητικές αναφορές και ιστορικά δεδομένα καθώς και οι οικονομετρικές αναλύσεις δείχνουν ότι η μετάβαση σε ένα καλό θεσμικό πλαίσιο είναι πιο πιθανό να συμβεί σε χώρες όπου είναι πιο ανοιχτές, υπάρχει υψηλή πολιτική ευθύνη, έχουν καλύτερο επίπεδο παιδείας γενικότερα και βρίσκονται στην ευρύτερη περιοχή με χώρες που έχουν σχετικά υψηλού επιπέδου νομικό πλαίσιο. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της μετάβασης ταυτόχρονα υποστηρίζουν τη διατήρηση του καλού θεσμικού πλαισίου. Τα θετικά αποτελέσματα του θεσμικού πλαισίου σχετίζονται άμεσα με την αναφορά της πολιτικής ηγεσίας και την εν γένει οικονομική απελευθέρωση. Το υψηλότερο εθνικό εισόδημα επίσης σχετίζεται θετικά με τη ποιότητα του θεσμικού πλαισίου. Η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου των γειτονικών χωρών, το επίπεδο εκπαίδευσης και το μέγεθος του φυσικού πλούτου παίζουν σημαντικό ρόλο στη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου. Αν και ο σχεδιασμός του



θεσμικού πλαισίου καθορίζεται από τις χώρες τις οποίες εφαρμόζεται στη παρούσα ανάλυση υποδεικνύεται οι εξωτερικοί παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο.

Η ανωτέρω υπογράμμιση της σημασίας της οικονομικής ευημερίας ως προϋπόθεση βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου σε κάθε χώρα προσδίδει ιδιαίτερη βαρύτητα στην καταπολέμηση της φτώχειας παγκοσμίως και προς αυτήν την κατεύθυνση οφείλει να στραφεί η προσοχή των οικονομικών δυνάμεων παγκοσμίως.

b) Do institutions cause growth?

Ένα βασικό ερώτημα που έχει απασχολήσει την οικονομική θεωρία, όπως αναφέρθηκε είναι το εξής: η ανάπτυξη των πολιτικών θεσμών επιφέρει την οικονομική ανάπτυξη ή η εν γένει ανάπτυξη και η επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο οδηγεί σε βελτίωση των θεσμών και ειδικά των πολιτικών;

Υπάρχουν δύο ευρείες απόψεις που προσεγγίζουν το θέμα αυτό. Η πρώτη προσέγγιση εστιάζει στην ανάγκη ύπαρξης της δημοκρατίας ως θεσμού που παρέχει ασφάλεια στα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να ακολουθήσει ως αποτέλεσμα ύπαρξης των ήδη ανεπτυγμένων πολιτικών θεσμών – δηλαδή της δημοκρατίας. Η δεύτερη προσέγγιση υποστηρίζει ότι απαιτείται η επένδυση σε ανθρώπινο δυναμικό, τονίζει το ρόλο της παιδείας σε αυτή τη διαδικασία, τα οποία θα οδηγήσουν σε σωστές οικονομικές επιλογές και τελικά σε ανάπτυξη των θεσμών.

Παρόλη τη διαφορετικότητά τους, οι παραπάνω αντικρουόμενες απόψεις, παρουσιάζουν κάποιες βασικές ομοιότητες. Και οι δυο αναγνωρίζουν την ανάγκη της προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και παράλληλα, αντιλαμβάνονται αυτήν την προστασία ως κοινή πολιτική επιλογή.

Ως θεσμούς, ‘institutions’, η θεωρία ορίζει ένα σύνολο επίσημων γραπτών κανόνων – και ανεπίσημων συμβάσεων –, οι οποίοι καθορίζουν το πλαίσιο των ανθρώπινων αλληλεπιδράσεων και διαμορφώνουν τα κίνητρα των μελών μιας κοινωνίας. Από οικονομικής άποψης, οι υγιείς θεσμοί εξασφαλίζουν δύο επιθυμητά αποτελέσματα: ότι υπάρχουν σχετικά ισότιμες ευκαιρίες συμμετοχής στην



οικονομική δραστηριότητα και ότι αυτοί που παρέχουν το κεφάλαιο και την εργασία αμείβονται σωστά και προστατεύονται τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τους. Επιπλέον, οι περιορισμοί αυτοί – που τίθενται με το κανονιστικό πλαίσιο –, πρέπει να έχουν μόνιμο χαρακτήρα, ώστε να μην αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ανατροπής από τους εκάστοτε κομματικούς σχηματισμούς. Με αυτή την έννοια, το νομικό πλαίσιο ή το σύστημα εκλογής μιας πολιτικής ηγεσίας, θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως *'institutions'*.

Σε διάφορες οικονομετρικές μελέτες που έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια, έχει επιχειρηθεί η μέτρηση των πολιτικών θεσμών. Το ερώτημα που τίθεται στο σημείο αυτό, είναι αν τα μέτρα αυτά αντανακλούν, α) περιορισμούς στην κυβέρνηση και, β) μόνιμα ή τουλάχιστον μεγάλης διάρκειας χαρακτηριστικά στο περιβάλλον. Ουσιαστικά, σε αντίθεση με τη θεωρία, δεν αντανακλούν κανένα από τα παραπάνω.

Πιο αναλυτικά, η μέτρηση γίνεται με τη χρησιμοποίηση τριών ομάδων δεικτών. Όλες οι ομάδες δεικτών μετρούν *αποτελέσματα* (outcomes) και όχι κάποια στοιχεία μόνιμου χαρακτήρα. Ως τέτοια, - outcomes -, τα μέτρα αυτά, α) αυξάνονται καθώς αυξάνεται το κατά κεφαλήν εισόδημα, και, β) έχουν υψηλή διακύμανση. Αν και αυτές οι μετρήσεις παρουσιάζουν αξιόλογες ενδείξεις πολιτικών επιλογών, εκ κατασκευής τους δεν μπορούν να ποσοτικοποιήσουν και να «μετρήσουν» τους προαναφερόμενους περιορισμούς. Συνεπώς, δε βοηθούν στην ανάλυση για το πώς συγκεκριμένοι περιορισμοί στα κυβερνητικά σχήματα θα προσέφεραν ασφάλεια στα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Για παράδειγμα, σύμφωνα με μετρήσεις, ένας δικτάτορας ο οποίος επέλεξε να σεβαστεί τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, έλαβε υψηλή βαθμολογία. Αυτό με τη σειρά του μεταφράστηκε ως «καλός θεσμός». Παράλληλα, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στις μετρήσεις αυτές περιλαμβάνουν υποκειμενικές εκτιμήσεις που πολλές φορές διαφέρουν από την πραγματικότητα. Το πιο σημαντικό είναι ότι οι μετρήσεις αυτές παρουσιάζουν τελικά, το τι έγινε στην πραγματικότητα σε μια χώρα και λιγότερο τους «κανόνες» του παιχνιδιού (δηλ. τους περιορισμούς στον πολιτικό θεσμό και κατ' επέκταση στην κυβέρνηση).

Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης, ότι το υπάρχον επίπεδο της παιδείας σε μια χώρα είναι μια ισχυρή ένδειξη της επακολουθήσας οικονομικής ανάπτυξης. Πιο αναλυτικά, το υψηλό επίπεδο παιδείας στο ανθρώπινο δυναμικό οδηγεί σε ήπιο



πολιτικό κλίμα, λιγότερη βία, δικαστική ποιότητα και πολιτική σταθερότητα (political externalities). Οι βελτιώσεις αυτές, τελικά, επιφέρουν μεγαλύτερη ασφάλεια στην ιδιωτική ιδιοκτησία και οικονομική ανάπτυξη.

Μια πολύ ενδιαφέρουσα προσέγγιση για την εξαγωγή συμπερασμάτων, είναι αυτή που εξετάζει το ανθρώπινο δυναμικό και τους πολιτικούς θεσμούς σε ένα δείγμα φτωχών χωρών στη δεκαετία του 1960. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, οι χώρες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το επίπεδο της παιδείας στο οποίο κυμαίνονται οι πολίτες τους. Έτσι, έχουμε τις κατηγορίες χαμηλού, μέσου και υψηλού ανθρώπινου κεφαλαίου. Εν συνεχεία, ανεξάρτητα, χωρίζουμε και πάλι το δείγμα σε τέσσερις ομάδες με βάση το πολιτικό καθεστώς που επικρατεί στην κάθε χώρα. Δικτατορίες, σταθερές δημοκρατίες, ατελείς δικτατορίες και ατελείς δημοκρατίες. Η μελέτη των χαρακτηριστικών των ομάδων αυτών παρουσιάζει κάποια ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Σχεδόν όλες οι υψηλού ανθρώπινου κεφαλαίου χώρες, είναι σταθερές δημοκρατίες και σχεδόν όλες οι σταθερές δημοκρατίες έχουν πληθυσμό υψηλού μορφωτικού επιπέδου. Αντίθετα, σχεδόν όλες οι χώρες στις οποίες επικρατεί το δικτατορικό καθεστώς, αποτελούνται από πληθυσμό χαμηλού μορφωτικού επιπέδου. Με άλλα λόγια, οι χώρες με το χαμηλότερο επίπεδο εκπαίδευσης, δεν είναι ποτέ – σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη -, σταθερές δημοκρατίες. Παράλληλα, οι χώρες με το υψηλότερο επίπεδο εκπαίδευσης, είναι τουλάχιστον ατελείς δημοκρατίες.

Οι διαφορές όμως αυτές στο επίπεδο εκπαίδευσης και μόρφωσης των πληθυσμών αντανakλούνται στους ρυθμούς ανάπτυξης των αντίστοιχων χωρών; Παρατηρήθηκε ότι κατά τη διάρκεια των ετών 1960-2000, οι χώρες που το 1960 ανήκαν στην κατηγορία υψηλού ανθρώπινου κεφαλαίου, παρουσίασαν ανάπτυξη κατά μέσο όρο διπλάσια από αυτές που ανήκαν στην κατηγορία χαμηλού ανθρώπινου κεφαλαίου. Παράλληλα, οι χώρες που είχαν σταθερές δημοκρατίες είχαν ανάπτυξη ελάχιστα μεγαλύτερη από τις ατελείς δημοκρατίες και αρκετά μεγαλύτερη από τις δικτατορίες. Αυτό βέβαια, θα μπορούσε να είναι αποτέλεσμα της επίδρασης του ανθρώπινου κεφαλαίου, όπως άλλωστε το ορίσαμε στο δείγμα.

Παρόλο που η πλειοψηφία των φτωχών χωρών, κατά τη δεκαετία του 1960, είχαν δικτατορικό πολίτευμα, κάποιες από αυτές κατάφεραν να βελτιώσουν την



οικονομική τους ανάπτυξη. Το γεγονός αυτό, εγείρει κάποιες αμφιβολίες σχετικά με την αναγκαιότητα της ύπαρξης των πολιτικών περιορισμών για την επίτευξη της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάπτυξη των προαναφερθέντων φτωχών χωρών, οφείλεται στις επιλογές των πολιτικών προσώπων που τις καθοδηγούσαν, δηλαδή των δικτατόρων. Αφού λοιπόν, ένα δημοκρατικό πολίτευμα – με όλους τους περιορισμούς που αυτό επιβάλλει στους δημόσιους άρχοντες -, δε συναντάται στις φτωχές χώρες και αφού η δικτατορία φαίνεται να είναι το πιο πιθανό πολιτικό μονοπάτι, θα πρέπει να γίνουν κατανοητές οι συνθήκες εκείνες που καθιστούν επιτυχή μια δικτατορία.

Συμπερασματικά, στην παραπάνω σύντομη ανάλυση παραθέτονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από οικονομετρικά μοντέλα προκειμένου να προσδιοριστεί η αιτιακή σχέση μεταξύ θεσμικού πλαισίου και οικονομικής προόδου. Το αποτέλεσμα της οικονομετρικής ανάλυσης υπογραμμίζει τη σημασία του ρόλου της παιδείας καθώς καθορίζει το ανθρώπινο κεφάλαιο ως το σπουδαιότερο παράγοντα προόδου, μεταξύ άλλων. Η άποψη αυτή ενισχύεται από τα ιστορικά δεδομένα φτωχών χωρών οι οποίες είχαν δικτατορικά καθεστώτα και απέδειξαν τελικά σημαντική οικονομική πρόοδο. Ωστόσο, θα ήταν επιφανειακή η ανάλυσή μας αν απομονώναμε το ρόλο και τη σημασία του πολιτικού πλαισίου από τη διαμόρφωση της ανθρώπινης κουλτούρας και εν τέλει της οικονομικής ανάπτυξης. Οι απαντήσεις, όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή της μελέτης, δεν είναι πάντα ξεκάθαρες. Οι έρευνες, αναλύσεις, οικονομετρικές και εμπειρικές, συχνά εξάγουν διαφορετικά και αντικρουόμενα συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα εξαρτώνται από τις διαφορετικές μεταβλητές που εισάγουμε κάθε φορά και από το περιβάλλον μέσα στο οποίο αυτές δρουν.

5. Conclusion

Στην παρούσα εργασία με βάση κάποια θεμελιώδη ερωτήματα της οικονομικής επιστήμης τα οποία απασχολούν επί μακράν τους οικονομικούς μελετητές, προσπαθήσαμε να προσδιορίσουμε τη σχέση που υπάρχει μεταξύ τριών βασικών οικονομικών εννοιών: θεσμικό πλαίσιο, χρηματοοικονομικό σύστημα και ανάπτυξη. Αφού αναλύθηκαν οι ανωτέρω βασικές έννοιες σύμφωνα με την ισχύουσα βιβλιογραφία, επιχειρήθηκε λεπτομερής ανάλυση των παραγόντων επιρροής τους δίνοντας βαρύτητα σε άρθρα του Andrei Shleifer.

Αρχικά, μελετώντας τη σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικού συστήματος και οικονομικής ανάπτυξης παρατηρούμε σημαντικό βαθμό επίδρασης μεταξύ τους. Ειδικότερα, η ύπαρξη ενός καλά οργανωμένου χρηματοοικονομικού συστήματος ενισχύει την εμπιστοσύνη μεταξύ δανειζομένων και πιστωτών και δίνει μέσω των χρηματοοικονομικών εργαλείων πλήθος επιλογών χρηματοδότησης των οικονομικών επενδύσεων. Ταυτόχρονα, ο ενισχυμένος ρόλος των χρηματοδοτικών ενδιάμεσων βοηθά στον έλεγχο διάθεσης των αποταμιευτικών κεφαλαίων οδηγώντας τις ροές σε αποδοτικότερες επενδύσεις οι οποίες με τη σειρά τους οδηγούν σε αύξηση της παραγωγικότητας και εν τέλει σε οικονομική ανάπτυξη.

Εν συνεχεία, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ θεσμικού πλαισίου και χρηματοοικονομικού συστήματος καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη ενός καλά οργανωμένου θεσμικού και νομικού πλαισίου δύναται να οδηγήσει σε βελτίωση της δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος. Συγκεκριμένα, η



ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών μέσω κανόνων και θεσμών περιορίζει την εκμετάλλευση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης από τους μετόχους που ασκούν τον έλεγχο, τις αυθαιρεσίες και παράλληλα σύμφωνα με τα εμπειρικά στοιχεία αυξάνει τη χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών. Μειώνοντας τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και του ελέγχου ενεπλέκονται περισσότεροι επενδυτές στις επιλογές στρατηγικών σχεδίων με στόχο τη βελτίωση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Παρατηρείται ότι υιοθετώντας και εφαρμόζοντας κανόνες δικαίου, υπάρχει μεγαλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση η οποία οδηγεί σε αποδοτικότερες επενδυτικές επιλογές. Η βελτίωση των οικονομικών μεγεθών των εταιρειών σε συνδυασμό με το κλίμα εμπιστοσύνης που δημιουργείται μέσω ενός ισχυρού θεσμικού πλαισίου διευρύνει το πλήθος των χρηματοοικονομικών προϊόντων που διατίθενται στο επενδυτικό κοινό.

Τέλος, εξετάσαμε τη σχέση μεταξύ θεσμικού και νομικού πλαισίου και οικονομικής ανάπτυξης. Ένα καλά δομημένο νομικό σύστημα προστατεύει και περιφρουρεί τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τόσο των πιστωτών όσο και των δανειζομένων. Αυτό ενθαρρύνει και τις δύο πλευρές να εμπλακούν στο οικονομικό κύκλωμα με ασφάλεια, αυξάνοντας έτσι την επιχειρηματική δραστηριότητα. Παράλληλα, η κρατική παρέμβαση στις περιπτώσεις που κρίνεται αναγκαίο, διορθώνει τις ατέλειες της αγοράς (πχ μονοπώλια), περιορίζει φαινόμενα διαφθοράς και αυθαιρεσίας και σε συνδυασμό με ένα καλά δομημένο νομικό πλαίσιο εξασφαλίζει τη σωστή λειτουργία των δικαστικών μέσων και την ισχύ των όρων των συμβολαίων. Αν και η σημασία της κρατικής παρέμβασης έχει δεχθεί επικρίσεις, η σπουδαιότητα του ρόλου της παιδείας και του ανθρώπινου κεφαλαίου είναι αδιαμφισβήτητη. Ένας πληθυσμός με υψηλό μορφωτικό επίπεδο, τις περισσότερες φορές οδηγεί σε βελτίωση των πολιτικών θεσμών και εν τέλει σε οικονομική ανάπτυξη.

Εν κατακλείδι, η οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας επηρεάζεται άμεσα από το θεσμικό και νομικό πλαίσιο που εφαρμόζεται σε αυτή. Οποιαδήποτε οικονομική μελέτη αναφορικά με την ανάπτυξη μιας χώρας θα ήταν άκαρπη αν δεν υποστηριζόταν από το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο. Ωστόσο, η επιλογή του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου δεν αποτελεί μια εύκολη υπόθεση. Κάθε χώρα λειτουργεί σε διαφορετικό περιβάλλον το οποίο έχει τη δική του δυναμική. Ως εκ



τούτου, η στατική μελέτη και παρουσίαση όλων των παραπάνω εννοιών θα ήταν εσφαλμένη. Οφείλουμε κάθε φορά να προσαρμόζουμε την προσέγγισή μας ανάλογα με τις αλλαγές των μεταβλητών που προσδιορίζουν το εκάστοτε εξεταζόμενο περιβάλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



6. Bibliography

-
- Ø Bein, D. and Charles Calomiris (2001). Emerging Financial Markets, McGraw-Hill Irwin, New York.
-
- Ø Demirguc A.–Kunt and Ross Levine (2001). Financial Structure and Economic Growth, The MIT, Cambridge, MA.
-
- Ø Glaeser, E. and A. Shleifer (2002). “*Legal Origins*”, Quarterly Journal of Economics, pp. 1-43.
-
- Ø Glaeser, E. and A. Shleifer (2002). “*The Rise of Regulatory State*”, Journal of Economic Literature, pp. 1-28.
-
- Ø Glaeser, E., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2004). “*Do institutions Cause Growth*”, Journal of Economic Growth, pp. 1-28.
-
- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997). “*Legal Determinants of External Finance*”, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997 (Jul., 1997), pp. 1131-1150.
-



- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998). “*Law and Finance*”, *Journal of Political Economy*, pp. 1-40.
-
- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000). “*Investor Protection and Corporate Governance*”, pp. 1-39.
-
- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999). “*Corporate Ownership Around the World*”, *Journal of Finance*, pp. 1-46.
-
- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002). “*Investor Protection and Corporate Valuation*”, *Journal of Finance*, pp. 1-31.
-
- Ø La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2004). “*What Works in Securities Laws*”, *Journal of Finance*, pp. 1-23.
-
- Ø Lall, S., M. Sommer and N. Spatafora (2005). “*Building Institutions*”, *International Monetary Fund, World Economic Outlook*, pp. 125-155.
-
- Ø Shleifer, A. and D. Wolfenson (2002). “*Investor Protection and Equity Markets*”, *Journal of Financial Economics*, pp. 1-40.
-
- Ø Shleifer, A. (2004). “*Understanding Regulation*”, *European Financial Management*, pp. 439-451.
-