



# **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ**

**Η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος: Ευρώπη-ΗΠΑ .  
Η συμβιωτική σχέση των τραπεζών και των χρηματαγορών.**

**Κόκκου Αθηνά**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :**

**Α.ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	<b>Εισαγωγή.....</b>	<b>1</b>
<b>1</b>	<b>Συγκριτική ανάλυση.....</b>	<b>5</b>
1.1	Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.....	5
1.2	Αγγλία.....	6
1.3	Γερμανία.....	7
1.4	Γαλλία.....	8
1.5	Ιαπωνία.....	9
<b>2</b>	<b>Ιστορική αναδρομή.....</b>	<b>12</b>
2.1	Οικονομικά συστήματα βασισμένα στις χρηματαγορές.....	14
2.1.1	Αγγλία.....	14
2.1.2	Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.....	16
2.2	Οικονομικά συστήματα βασισμένα στις τράπεζες.....	16
2.2.1	Ευρώπη-ΗΠΑ.....	18
2.2.2	Γαλλία.....	19
2.2.3	Γερμανία.....	20
2.2.4	Άλλες Ευρωπαϊκές χώρες.....	21
2.2.5	Ιαπωνία.....	22
<b>3</b>	<b>Το Υπόδειγμα των Τέλειων Αγορών.....</b>	<b>24</b>
3.1	Ασύμμετρη πληροφόρηση.....	26
3.1.2	Αντίθετη επιλογή.....	27
3.1.3	Ηθικός κίνδυνος.....	31
3.2	Έξοδα συναλλαγών.....	33
3.3	Ανταγωνισμός.....	33
3.4	Νομικό πλαίσιο.....	34
<b>4</b>	<b>Εταιρία και χρηματοοικονομικό σύστημα.....</b>	<b>36</b>
4.1	Ο ρόλος της εταιρίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα.....	36
4.2	Εσωτερικός δανεισμός.....	37
4.3	Εξωτερικός δανεισμός.....	37
4.4	Έλεγχος της εταιρίας.....	38
<b>5</b>	<b>Διαμεσολάβηση.....</b>	<b>40</b>
5.1	Διαμεσολάβηση και κόστος συναλλαγών .....	40
5.2	Διαμεσολάβηση και πληροφόρηση.....	40
<b>6</b>	<b>Κυβερνητική παρέμβαση.....</b>	<b>42</b>

<b>7</b>	<b>Προς τα πού γέρνει η πλάστιγγα: «Τράπεζες ή χρηματαγορές».....</b>	<b>44</b>
7.1	Ασύμμετρη πληροφόρηση .....	44
7.2	Τεχνολογία.....	46.
7.3	Εταιρία.....	48.
7.4	Κίνδυνος.....	49
7.5	Κόστος παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών.....	49
7.6	Ανταγωνισμός.....	50
<b>8</b>	<b>Τρέχουσες εξελίξεις.....</b>	<b>52</b>
8.1	Λογιστικά σκάνδαλα.....	52
8.2	Παγκοσμιοποίηση.....	52
8.3	Τραπεζικές εργασίες μέσω Internet.....	53
8.4	Διασταυρωμένες πωλήσεις (cross sellings).....	54

## Εισαγωγή

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αναγκαίο γιατί αποτελεί τη δίοδο μέσω της οποίας μετασχηματίζονται οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών σε επενδυτικά κεφάλαια για τις εταιρίες. Εξυπηρετεί δύο βασικούς στόχους: κατανέμει τους πόρους με τον πιο παραγωγικό τρόπο και εξασφαλίζει επαρκείς αποδόσεις στους χρηματοδοτούμενους.

Εξετάζοντας τα χρηματοοικονομικά συστήματα διαφόρων χωρών έχει διαπιστωθεί ότι μπορεί να γίνει διάκριση σε εκείνα που στηρίζονται στον τραπεζικό τομέα (bank based system) και σε όσα βασίζονται στις χρηματαγορές (market based system). Η πρώτη κατηγορία συναντάται στην Ηπειρωτική Ευρώπη και στην Ιαπωνία και η δεύτερη κατηγορία στην Αγγλία και τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Πολλοί όροι έχουν χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς από διάφορους αναλυτές για να περιγράψουν τα χρηματοοικονομικά συστήματα που βασίζονται στις τράπεζες όπως «Ευρωπαϊκό σύστημα», «relationship-based system», «Rhenish Capitalism». Όσα στηρίζονται στις χρηματαγορές αναφέρονται ως «Αγγλοσαξονικό σύστημα», «arm's-length system», «Anglo-American Capitalism».

Ας δούμε ποια είναι τα χαρακτηριστικά του κάθε συστήματος, πως διαχωρίζονται τα δύο παραπάνω συστήματα, και αν είναι πάντα αυτή η διάκριση ευκρινής.

### Bank based system

Το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι όπως προαναφέρθηκε βασισμένο στον τραπεζικό τομέα. Οι εταιρίες έχουν αποκλειστικές και στενές οικονομικές σχέσεις με έναν μικρό αριθμό δανειστών ρόλο που συνήθως αναλαμβάνουν οι τράπεζες. Τα κεφάλαια διακινούνται μέσω των τραπεζών και διοχετεύονται σε ένα περιορισμένο και ελεγχόμενο αριθμό εταιριών που συνδέονται με αυτές.

Αυτού του είδους η χρηματοδότηση εξασφαλίζει μια σχεδόν βέβαιη απόδοση στον χρηματοδότη, δεδομένου ότι σε αυτό το σύστημα ο χρηματοδότης έχει με κάποιο τρόπο τον έλεγχο της εταιρίας είτε ως ιδιοκτήτης της είτε ως μοναδικός και κύριος δανειστής ή ως προμηθευτής ή πελάτης.

Στις χώρες που επικρατεί αυτό το χρηματοοικονομικό σύστημα οι τράπεζες ελέγχουν τις εταιρίες και διασφαλίζουν τα κεφάλαια που δάνεισαν με πολλούς τρόπους: επιβάλουν τους δικούς τους όρους, (για παράδειγμα ορίζουν διαφορετική ημερομηνία λήξης δανείου ανάλογα με τον χρηματοδοτούμενο), αναλαμβάνουν τον έλεγχο της εταιρίας όταν πτωχεύει μέσω εξασφαλίσεων που έχουν πάρει κατά την έναρξη της δανειοδότησης. Επίσης, μπορούν να διασώσουν μια εταιρία που βρίσκεται σε δεινή οικονομική κατάσταση μεταβάλλοντας τους όρους των δανείων προς όφελος των δανειζομένων για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα .

Το ζητούμενο σε αυτό το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι να δημιουργηθεί ένα είδος μονοπωλίου και μια τέτοιου είδους σχέση ώστε ο δανειστής να μπορεί να επιβληθεί στον δανειζόμενο ποικιλοτρόπως. Όπως σε κάθε περίπτωση μονοπωλίου προϋπόθεση αποτελεί η ύπαρξη εμποδίων στην είσοδο άλλων παιχτών στην αγορά καθώς και στήριξη από την κυβέρνηση όπως αυτή εκφράζεται μέσω των παρεμβάσεων που ασκεί. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Οι αγορές και οι εταιρίες να είναι μικρές άρα εύκολα ελεγχόμενες
- Το νομοθετικό πλαίσιο να είναι ασθενές άρα η ανάγκη για κρατικό παρεμβατισμό μεγαλύτερη
- Να μην υπάρχει πλήρης διαφάνεια άρα οι τράπεζες να εμφανίζονται ως οι μόνες αξιόπιστες
- Οι καινοτομίες να μην είναι επαναστατικές ώστε να εξυπηρετούν την φιλοσοφία αυτού του συστήματος που δεν επιθυμεί την χρηματοδότηση τους

Σε αυτό το είδος του χρηματοοικονομικού συστήματος αξίζουν να σημειωθούν και τα κάτωθι :

- ✓ Η πρόσβαση στην χρηματοδότηση δεν είναι τόσο εύκολη και οι επιλογές από τον δανειζόμενο να βρει χρηματοδότη είναι περιορισμένες
- ✓ Φαίνεται να παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια στις οικονομικές συναλλαγές γιατί υπάρχουν στενές σχέσεις που έχουν δημιουργηθεί στο πέρασμα του χρόνου μεταξύ τραπεζών και εταιριών οι οποίες είναι ελεγχόμενες
- ✓ Δεν ευνοείται η χρηματοδότηση νέων τεχνολογιών άρα ίσως χάνονται επενδυτικές ευκαιρίες.
- ✓ Μια μελλοντική συνεργασία μεταξύ μιας εταιρίας και μιας τράπεζας καθώς και οι όροι αυτής της συνεργασίας (για παράδειγμα το επιτόκιο) καθορίζονται από την εικόνα της εταιρίας κατά την διάρκεια αυτής της μακροχρόνιας σχέσης και την ίδια την σχέση που έχει αναπτυχθεί.

#### Market based system

Σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα όπως αυτό της Αγγλίας και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής που βασίζεται στις χρηματαγορές, απαιτείται ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο και τέτοιοι μηχανισμοί που θα ρυθμίζουν και θα ελέγχουν την λειτουργία των αγορών. Κατά συνέπεια, η διαφάνεια είναι απαραίτητη σε όλες τις εκφάνσεις της οικονομικής ζωής, προκειμένου να ενισχυθεί και να αναπτυχθεί ένα τέτοιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Σε αντίθεση, με το σύστημα που στηρίζεται στον τραπεζικό τομέα (bank based system), θα πρέπει οι εταιρίες να είναι μεγάλες και καλά οργανωμένες ώστε να αντλούν από μόνες τους την πληροφόρηση σε χαμηλό κόστος και να εκμεταλλεύονται τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται επιλέγοντας τον καλύτερο τρόπο χρηματοδότησης.

Η απόδοση του χρηματοδότη δεν είναι δεδομένη και δεν βασίζεται σε μακροχρόνιες σχέσεις εμπιστοσύνης, συνεργασίας και ελέγχου αλλά διασφαλίζεται μέσα από συμβόλαια που διέπονται από το εκάστοτε νομικό πλαίσιο .

Στη συνέχεια παρατίθεται πίνακας που παρουσιάζει συνοπτικά όλα τα χαρακτηριστικά των δύο χρηματοοικονομικών συστημάτων τα οποία θα αναλυθούν στην ενότητα της συγκριτικής ανάλυσης:

**Διαφορές-Ομοιότητες**

	<b>Χρηματοοικονομικό σύστημα βασισμένο στις τράπεζες</b>	<b>Χρηματοοικονομικό σύστημα βασισμένο στις χρηματαγορές</b>
1	Οι εταιρίες έχουν αποκλειστικές και μακροχρόνιες χρηματοοικονομικές σχέσεις με τους πιστωτές τους που είναι κυρίως τράπεζες. Οι μακροχρόνιες αυτές σχέσεις στο σύστημα αυτό μειώνουν την ασύμμετρη πληροφόρηση	Σε αυτό το σύστημα οι χρηματαγορές μειώνουν των επενδυτικό κίνδυνο και επιτυγχάνουν διαφοροποίηση μέσω των εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών που τους προσφέρουν οι χρηματαγορές
2	Ο εξωτερικός δανεισμός προέρχεται από τραπεζικά δάνεια κυρίως μακροχρόνια	Ο εξωτερικός δανεισμός προέρχεται από εκδόσεις ομολογιακών δανείων, εκδόσεις μετοχών και από βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια
3	Τα νοικοκυριά αντλούν ρευστότητα από τις τράπεζες και έμμεσα επιτυγχάνουν διαφοροποίηση μέσω των χαρτοφυλακίων των τραπεζών	Τα νοικοκυριά επενδύουν στις χρηματαγορές
4	Δίνεται έμφαση στην ιδιωτική πληροφόρηση έναντι της δημοσίας	Η δημόσια πληροφόρηση δεσπόζει
5	Οι τράπεζες μπορούν και επηρεάζουν τις αποφάσεις των δανειζομένων μέσω του ελέγχου που τους ασκούν ως πιστωτές	Ο έλεγχος των εταιριών ασκείται από εξειδικευμένους όπως οι εταιρίες αξιολογήσεων ή οι εταιρίες venture capital χωρίς να αποκλείονται οι εμπορικές τράπεζες και οι τράπεζες επενδύσεων
6	Οι τράπεζες μπορούν να συνεισφέρουν στον απεγκλωβισμό των δανειζομένων που οφειλόταν σε οικονομική δυσπραγία	Οι χρηματοδοτούμενοι προστατεύονται μόνο μέσω συμβολαίων και νομικής επιβολής
7	Σε αυτό το σύστημα οι πιστωτές-τράπεζες υπερτερούν από άποψη άσκησης εξουσίας έναντι των κατόχων μετοχών είτε μέσω της συμμετοχής τους στις διοικήσεις των συμβουλίων είτε λόγω της παραπάνω πληροφόρησης που διαθέτουν. Αυτό αποτελεί ένα λόγο που οι χρηματαγορές δεν αναπτύσσονται	Ο έλεγχος της εταιρίας πραγματοποιείται από τους μετόχους μέσω των μηχανισμών της αγοράς(οι χρηματαγορές είναι ανεπτυγμένες). Συγκεκριμένα η πιθανότητα για επιθετική εξαγορά είναι ένα μέτρο πίεσης και άσκησης εξουσίας των μετόχων στο management της εταιρίας. Αναφορικά με τους πιστωτές-τράπεζες αυτοί επεμβαίνουν μόνο στην περίπτωση που απειλείται η ρευστότητα της εταιρίας
8	Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών είναι περιορισμένος σε σχέση με το ρόλο των τραπεζών που μπορεί να είναι εκτός από πιστωτές και κύριοι μέτοχοι των εταιριών που χρηματοδοτούν	Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών έναντι των τραπεζών και στην περίπτωση των επιθετικών εξαγορών και εν γένει στο χρηματοοικονομικό σύστημα το βασισμένο στις χρηματαγορές είναι ουσιαστικός
9	Ο εξωτερικός έλεγχος από τις χρηματαγορές είναι μικρός	Ο εξωτερικός έλεγχος από τις χρηματαγορές είναι μεγάλος
10	Το cross shareholdings είναι διαδεδομένο	Το cross shareholdings είναι σπάνιο

## 1 Συγκριτική ανάλυση

Σε αυτή την ενότητα θα εξετάσουμε τα χρηματοοικονομικά συστήματα σε κάθε χώρα χωριστά: την Αγγλία και τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής των οποίων το σύστημα βασίζεται στις χρηματαγορές καθώς και την Γερμανία, την Γαλλία και την Ιαπωνία των οποίων το σύστημα βασίζεται στις τράπεζες.

Θέτουμε ως τα δύο άκρα του χρηματοοικονομικού συστήματος τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και την Γερμανία που είναι οι αντιπροσωπευτικότερες χώρες για τα δύο αυτά συστήματα και παρουσιάζουμε τις υπόλοιπες χώρες ως διαφοροποιήσεις του ενός και του άλλου χρηματοοικονομικού συστήματος.

### 1.1 Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής

Οι χρηματαγορές παίζουν το σημαντικότερο λόγο. Το τραπεζικό σύστημα είναι διασκορπισμένο (σε κάθε Πολιτεία υπήρχε μια τράπεζα) ως αποτέλεσμα του φόβου που υπήρχε από τους πολιτικούς για τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ως αποτέλεσμα της πολιτικής δομής των Η.Π.Α. Μέχρι το 1994 (Riegle Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act) δεν μπορούσε μια τράπεζα να έχει υποκαταστήματα σε άλλες Πολιτείες όπως επίσης δεν μπορούσε μια μητρική να έχει τράπεζες σε περισσότερες από μια Πολιτείες.

Οι εμπορικές τράπεζες παρέχουν βραχυπρόθεσμα δάνεια σε εταιρίες και ιδιώτες. Οι υπηρεσίες τους είναι περιορισμένες. Η δραστηριοποίηση των εμπορικών τραπεζών στους τομείς της ασφάλειας και της ακίνητης περιουσίας είναι επίσης περιορισμένη όπως και οι εξουσίες της κεντρικής τράπεζας.

Υπάρχουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (savings, loans, thrifts) που ιδρύθηκαν προκειμένου να χορηγήσουν στεγαστικά δάνεια με υποθήκη σε ιδιώτες. Πολλά από αυτά είχαν στην αρχή την μορφή αμοιβαίων ενώ οι καταθέτες ήταν και μέτοχοι. Περιορισμοί υπήρχαν και στην λειτουργία αυτών



των ιδρυμάτων (μπορούσαν να δανείσουν μακροπρόθεσμα, με υψηλά επιτόκια αλλά απαγορευόταν να δεχτούν καταθέσεις σε χαμηλά επιτόκια).

Υπάρχει ένα σύστημα κρατικών συντάξεων που καλύπτει όλους τους εργαζομένους και ένα σύστημα ιδιωτικών συντάξεων που προσφέρει φορολογικά κίνητρα.

Οι ασφαλιστικές εταιρίες δραστηριοποιούνται στους τομείς της ασφάλειας ζωής, ιδιοκτησίας και ασφάλειας ατυχήματος. Οι περιορισμοί στην λειτουργία των ασφαλιστικών εταιριών είναι αρκετοί.

Τα χρηματιστήρια, οι αγορές ομολόγων αποτελούν σημαντική πηγή κεφαλαίων για το κράτος αλλά και για τις εταιρίες και τέλος υπάρχει η αγορά παραγώγων η οποία έχει αναπτυχθεί από πολύ νωρίς.

## 1.2 Αγγλία

Το χρηματοοικονομικό σύστημα της Αγγλίας, όπως και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, χαρακτηρίζεται ως market based system. Οι χρηματαγορές διαδραματίζουν τον κυρίαρχο ρόλο αλλά και ο τραπεζικός τομέας είναι αρκετά ισχυρός με εγχώριες και ξένες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Αγγλία.

Οι εμπορικές τράπεζες διαχωρίζονται από τις επενδυτικές τράπεζες. Υπάρχει η δυνατότητα χορήγησης στεγαστικών δανείων χωρίς περιορισμούς.

Υπάρχει ένα σύστημα κρατικών συντάξεων που καλύπτει όλους τους εργαζομένους και ένα σύστημα ιδιωτικών συντάξεων που προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα.

Ασφαλιστικές υπηρεσίες παρέχονται από τις ασφαλιστικές εταιρίες αλλά και από θυγατρικές τραπεζών. Στον τομέα αυτό δεν υπάρχουν πολλοί περιορισμοί αλλά έντονος ανταγωνισμός.

Οι χρηματαγορές είναι εξελιγμένες. Υπάρχουν τα χρηματιστήρια στα οποία συμμετέχουν εγχώριες και ξένες εταιρίες, οι αγορές ομολόγων σημαντικές για τον δανεισμό της κυβέρνησης και των τραπεζών, οι αγορές παραγώγων και τέλος άλλες αγορές για πολύτιμα μέταλλα όπως ο χρυσός.

Με βάση την παρουσίαση των παραπάνω συστημάτων εκείνου των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής και εκείνου της Αγγλίας που έχουν χαρακτηριστεί και τα δύο ως βασιζόμενα στις χρηματαγορές παρατηρούμε πως παρά τα κοινά σημεία υπάρχει μια σημαντική και έκδηλη διαφορά: Η επιβολή περιορισμών στην λειτουργία των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιριών. Ενώ στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής έχουν επιβληθεί πολλοί περιορισμοί βλέπουμε στην Αγγλία να είναι περισσότερο χαλαρές οι συνθήκες. Οι λόγοι θα αναφερθούν στην ενότητα της ιστορικής αναδρομής.

Επιπρόσθετα, η ίδια η πολιτική δομή της κάθε χώρας υπαγορεύει την δομή του τραπεζικού συστήματος. Πολλές τράπεζες στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής σε ένα κατακερματισμένο τραπεζικό τομέα, λίγες και ισχυρές τράπεζες στην Αγγλία.

Παρά τις διαφορές αυτές όμως δεν παύουν οι χρηματαγορές και στις δύο χώρες να επιτελούν τον πρωταγωνιστικό ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

### 1.3 Γερμανία

Η Γερμανία διαφέρει πολύ από τα προαναφερόμενα χρηματοοικονομικά συστήματα καθώς το δικό της σύστημα βασίζεται στις τράπεζες. Τον σημαντικότερο ρόλο συγκριτικά με τις χρηματαγορές τον διαδραματίζουν οι τράπεζες.

Οι εμπορικές τράπεζες στην Γερμανία παρέχουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών και προϊόντων και στις εταιρίες (παρέχοντας τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα δάνεια) και στους ιδιώτες (μέσω μιας μεγάλης σειράς προϊόντων).

Υπάρχουν εκτός από τις εμπορικές τράπεζες, οι αποταμιευτικές τράπεζες που στηρίζουν την περιφερειακή ανάπτυξη και τις ασθενέστερα οικονομικές τάξεις (στόχος δεν είναι η μεγιστοποίηση των κερδών τους) και οι συνεταιριστικές τράπεζες, οι οποίες ανήκουν στους καταθέτες τους. Οι περιορισμοί που τίθενται στην λειτουργία των παραπάνω τραπεζών (εμπορικών, αποταμιευτικών και συνεταιριστικών) είναι σχετικά λίγοι.

Περιορισμοί υπάρχουν στην λειτουργία των ασφαλιστικών εταιριών. Η ασφάλιση παρέχεται είτε ως προϊόν από τις ασφαλιστικές εταιρίες είτε ως προϊόν από τις τράπεζες.

Στην Γερμανία υπάρχει ένα σύστημα κρατικών συντάξεων που καλύπτει όλους τους εργαζομένους και ένα σύστημα ιδιωτικών συντάξεων.

Οι χρηματαγορές έχουν υποβαθμισμένο ρόλο συγκριτικά με άλλες βιομηχανικές χώρες και τα νοικοκυριά που συμμετέχουν άμεσα σε αυτές είναι πολύ λίγα. Οι αγορές ομολόγων είναι πιο ανεπτυγμένες από τα χρηματιστήρια και οι αγορές παραγώγων είναι πολύ μικρής σπουδαιότητας.

#### 1.4 Γαλλία

Πρόκειται για μια χώρα της οποίας το χρηματοοικονομικό σύστημα βασίζεται στις τράπεζες. Ωστόσο εν αντιθέσει με την Γερμανία δεν παραγνωρίζει τον ρόλο των χρηματαγορών τις οποίες και έχει αναπτύξει.

Οι τράπεζες λειτουργούν χωρίς περιορισμούς. Οι εμπορικές είναι πιο σημαντικές συγκριτικά με εκείνες που έχουν τη μορφή αμοιβαίων ή τις συνεταιριστικές. Θα πρέπει να αναφερθεί ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του τραπεζικού τομέα της Γαλλίας, το γεγονός ότι οι ίδιες τράπεζες πολλές φορές έχουν μετατραπεί από κρατικές σε ιδιωτικές και από ιδιωτικές πάλι σε κρατικές.

Οι αποταμιευτικές τράπεζες μπορούν να χορηγούν δάνεια σε ιδιώτες αρκεί οι δραστηριότητες τους να μη σχετίζονται με βιομηχανία ή εμπόριο.

Αναφορικά με τις συντάξεις υπάρχει το σύστημα κρατικών συντάξεων που καλύπτει όλους τους εργαζομένους αλλά στην Γαλλία οι ιδιωτικές συντάξεις είναι σπάνιες.

Η παροχή ασφάλισης μπορεί να πραγματοποιηθεί και από θυγατρικές τραπεζών και από ασφαλιστικές εταιρίες.

Οι χρηματαγορές στην Γαλλία έχουν αναπτυχθεί ραγδαία από τις αρχές του 1980 και οι αγορές των παραγώγων από όταν ιδρύθηκαν στα μέσα της δεκαετίας του 1980 και έκτοτε γνώρισαν μεγάλη άνθηση.

## 1.5 Ιαπωνία

Το χρηματοοικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας έχει χαρακτηριστεί ως bank based system αν και η ιστορία του είναι περισσότερο πολύπλοκη. Μέχρι τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και οι χρηματαγορές και οι τράπεζες ήταν σημαντικές. Μετά τον πόλεμο επικράτησαν οι τράπεζες αλλά τα τελευταία χρόνια οι χρηματαγορές έχουν γίνει περισσότερο σημαντικές. Βλέπουμε δηλαδή πως στη συγκεκριμένη χώρα ο χαρακτηρισμός του συστήματος είναι περισσότερο δύσκολος από ότι φαίνεται γιατί ιστορικά έχει αποδειχτεί ότι η σημαντικότητα των τραπεζών και των χρηματαγορών εναλλάσσεται.

Ο τραπεζικός τομέας μπορεί να χωριστεί σε τράπεζες που δανείζουν βραχυπρόθεσμα σε τράπεζες που δανείζουν μακροπρόθεσμα και σε τράπεζες που παρέχουν δάνεια κάθε διάρκειας. Οι εμπορικές τράπεζες (οι λεγόμενες ordinary banks) παρέχουν βραχυπρόθεσμα δάνεια σε μεγάλες και μικρές επιχειρήσεις και σε ιδιώτες. Επίσης υπάρχουν τράπεζες οι οποίες χορηγούν μακροπρόθεσμα δάνεια σε επιχειρήσεις αλλά ταυτόχρονα προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών όπως επενδυτικές συμβουλές κ.α.(οι λεγόμενες trust banks). Τέλος στον τραπεζικό τομέα της Ιαπωνίας εντάσσονται τράπεζες που δίνουν μόνο μακροπρόθεσμα δάνεια και οι συνεταιριστικές που παρέχουν υπηρεσίες μόνο στα μέλη τους που είναι μικρές επιχειρήσεις. Στο Ιαπωνικό τραπεζικό σύστημα υπάρχουν αυστηροί περιορισμοί ανάλογοι εκείνων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής δεδομένου της επιρροής που δέχτηκε η Ιαπωνία από τις δυνάμεις κατοχής μετά τον Β Παγκόσμιο Πόλεμο.

Όσον αφορά το σύστημα των συντάξεων στην Ιαπωνία, υπάρχει και σε αυτή τη χώρα η κρατική σύνταξη που παρέχεται σε όλους τους εργαζόμενους.

Η ασφάλιση στην Ιαπωνία και δη η ασφάλεια ζωής είναι πολύ σημαντική και οι μεγάλες ασφαλιστικές εταιρίες έχουν την μορφή εταιρίας αμοιβαίου. Η ασφάλεια περιουσίας και ατυχήματος παίζουν επίσης ένα σπουδαίο ρόλο στο οικονομικό σύστημα αλλά μικρότερο συγκριτικά με την ασφάλιση ζωής.

Οι χρηματαγορές είναι πολύ εξελιγμένες και το χρηματιστήριο του Τόκιο θεωρείται ένα από τα πιο σημαντικά χρηματιστήρια. Εξίσου σημαντικές είναι και οι αγορές ομολόγων και παραγώγων.

Βλέποντας τη δομή των χρηματοοικονομικών συστημάτων των βασισμένων στις τράπεζες παρατηρούμε ότι παρόλο που εντάσσουμε τις χώρες αυτές στο ίδιο σύστημα υπάρχουν πάρα πολλές ομοιότητες όπως φαίνεται από τα παραπάνω αλλά και σημαντικές διαφορές. Για παράδειγμα ο ρόλος των χρηματαγορών στη Γαλλία αλλά και στην Ιαπωνία είναι πολύ σημαντικός σε αντίθεση με εκείνον της Γερμανίας. Στη Γερμανία η υπεροχή των τραπεζών είναι δεδομένη. Στην Γαλλία όμως και πιο έντονα στην Ιαπωνία οι τράπεζες συνυπάρχουν με τις χρηματαγορές και κάποιες φορές όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας μπορεί οι χρηματαγορές σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα να διαδραματίσουν έναν περισσότερο πρωταγωνιστικό ρόλο σε σχέση με τις τράπεζες.

Ολοκληρώνοντας τη σύγκριση μεταξύ των χρηματοοικονομικών συστημάτων που βασίζονται στις χρηματαγορές και εκείνων που βασίζονται στις τράπεζες, είναι φανερό ότι δεν μπορούμε με ασφαλή τρόπο να καταλήξουμε σε συμπέρασμα αν το ένα σύστημα ή το άλλο είναι καλύτερο.

Τελικά, δεν είναι τόσο ευκρινή τα όρια μεταξύ των δύο συστημάτων αλλά και ούτε μεταξύ των χωρών που εντάσσονται στο ίδιο σύστημα. Η σύγκριση δεν είναι τόσο απλή.

**Συγκριτική ανάλυση**

<b>Χώρα</b>	<b>Τραπεζικός τομέας</b>	<b>Συντάξεις</b>	<b>Ασφάλιση</b>	<b>Οικονομικές Αγορές</b>
<b>ΗΠΑ (MBS)</b>	-Εμπορικές τράπεζες -Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (αποταμειευτικές κ.α.)  (αυστηροί περιορισμοί)	-κρατικές -ιδιωτικές	-Ασφαλιστικές εταιρίες (τομείς : ασφάλεια ζωής, ιδιοκτησίας, ατυχήματος)  (αυστηροί περιορισμοί)	-χρηματιστήρια -αγορές ομολόγων -αγορά παραγώγων
<b>Αγγλία (MBS)</b>	-Εμπορικές τράπεζες -Επενδυτικές  (λίγοι περιορισμοί)	-κρατικές -ιδιωτικές	-Ασφαλιστικές εταιρίες -θυγατρικές τραπεζών  (λίγοι περιορισμοί)	-χρηματιστήρια -αγορές ομολόγων -αγορά παραγώγων -Άλλες αγορές ( πχ. πολύτιμων μετάλλων)
<b>Γερμανία (BBS)</b>	-Εμπορικές τράπεζες -Αποταμειευτικές -Συνεταιριστικές  (λίγοι περιορισμοί)	-κρατικές -ιδιωτικές	-Ασφαλιστικές εταιρίες -τραπεζικό προϊόν  (λίγοι περιορισμοί)	-χρηματιστήρια -αγορές ομολόγων -αγορά παραγώγων
<b>Γαλλία (BBS)</b>	-Εμπορικές τράπεζες -τράπεζες με χαρακτήρα αμοιβαίου -συνεταιριστικές -αποταμειευτικές  (λίγοι περιορισμοί)	-κρατικές	-Ασφαλιστικές εταιρίες -τραπεζικό προϊόν	-χρηματιστήρια -αγορές ομολόγων -αγορά παραγώγων
<b>Ιαπωνία (BBS)</b>	-Εμπορικές τράπεζες (ordinary) -Trust banks -Long –term credit banks -Cooperatives  (αυστηροί περιορισμοί)	-κρατικές -ιδιωτικές	Ασφαλιστικές εταιρίες (με χαρακτήρα αμοιβαίου) (τομείς:ασφάλεια ζωής, περιουσίας και ατυχήματος)	-χρηματιστήρια -αγορές ομολόγων -αγορά παραγώγων

Πηγή: Allen F and D.Gale (2000). Comparing Financial Systems, The MIT Press (ch.3)

## 2 Ιστορική αναδρομή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εξετάσουμε ποια ιστορικά γεγονότα, ποιες πολιτικές καταστάσεις, ποιες νομοθετικές πράξεις επηρέασαν και με ποιο τρόπο την διαμόρφωση διαφορετικών χρηματοοικονομικών συστημάτων.

Θα δούμε πως η Αγγλία ή οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής για διάφορους πολιτικούς λόγους δεν ανέπτυξαν ένα ισχυρό και συγκεντρωτικό τραπεζικό τομέα αντίστοιχο της Γερμανίας ή και της Γαλλίας, αλλά και πως και κάτω από ποιες συνθήκες ευνοήθηκε η ανάπτυξη και επικράτηση των χρηματαγορών. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ακόμα και σε χώρες που το χρηματοοικονομικό σύστημα ήταν το ίδιο (για παράδειγμα στην Γερμανία, την Γαλλία και την Ιαπωνία ήταν βασισμένο στις τράπεζες) υπάρχουν αρκετές διαφορές στα χαρακτηριστικά του κάθε συστήματος. Στην Γερμανία για παράδειγμα οι σχέσεις μεταξύ τραπεζών και εταιριών είναι πολύ ισχυρές, σε αντίθεση με την Γαλλία. Επίσης, παρατηρούμε ότι στην Ιαπωνία είναι έντονη η κρατική παρέμβαση, σε σχέση με εκείνη στο χρηματοοικονομικό σύστημα της Γερμανίας.

Πριν αναφερθούμε στα δύο κυριότερα χρηματοοικονομικά συστήματα το Αγγλοσαξονικό (που βασίζεται στις χρηματαγορές) και το Ευρωπαϊκό (που βασίζεται στις τράπεζες) θα εξετάσουμε προγενέστερα στάδια εξέλιξης των οικονομικών συστημάτων:

### Πρώτο στάδιο:

Σε αυτό το στάδιο αξίζει να αναφερθεί το οικονομικό σύστημα της Μεσοποταμίας, της Αθήνας (6<sup>ος</sup>-4<sup>ος</sup> αι. π.Χ.) και της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας. Χαρακτηριστικά αυτού του σταδίου είναι τα ακόλουθα:

- Μέσο πληρωμών ήταν τα ίδια τα προϊόντα που παρήγαγαν (παράδειγμα το κριθάρι στην Μεσοποταμία) ή πολύτιμα μέταλλα ή μεταλλικά νομίσματα σε περισσότερο εξελιγμένα συστήματα όπως αυτό της Αθήνας ή της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας.

- Τα δάνεια χορηγούνται από εμπόρους ,γαιοκτήμονες , τράπεζες με σκοπό να εξυπηρετήσουν τις καταναλωτικές και παραγωγικές ανάγκες των δανειζομένων και να χρηματοδοτήσουν το θαλάσσιο εμπόριο.

#### Δεύτερο στάδιο:

Τοποθετείται χρονικά στον Μεσαίωνα και ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι εξελίξεις στην Ιταλία:

Τα χαρακτηριστικά αυτού του σταδίου συνοψίζονται στα εξής:

- Στις οικονομικές συναλλαγές χρησιμοποιούνται νομικά έγγραφα οικονομικής φύσης όπως συναλλαγματικές, υποθήκες , κυβερνητικά και εταιρικά χρεόγραφα
- Αναπτύσσονται υποτυπώδεις μορφές τραπεζών καθώς και ασφαλιστικές εταιρίες
- Δημιουργούνται αγορές (ανεπίσημες και όχι με την στενή έννοια του σημερινού όρου) στις οποίες διαπραγματεύονται τα κυβερνητικά και εταιρικά χρεόγραφα

#### Τρίτο στάδιο:

Χρονολογείται στον 14<sup>ο</sup> και 15<sup>ο</sup> αι. μ.Χ. και οι εξελίξεις λαμβάνουν χώρα σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες όπως στη Γαλλία, στην Ολλανδία ,στη Σουηδία και στην Ιταλία.

Δύο είναι τα κυριότερα χαρακτηριστικά των οικονομικών συστημάτων αυτού του σταδίου, που πλέον αρχίζουν να διαφαίνονται και ως χαρακτηριστικά των σημερινών οικονομικών συστημάτων:

- Οι χρηματαγορές εμφανίζονται περισσότερο τυποποιημένες (δημιουργούνται τα πρώτα χρηματιστήρια και ανάλογα με τις πολιτικοοικονομικές καταστάσεις που επικρατούσαν σε κάθε ευρωπαϊκή χώρα οριζόταν κάθε φορά ποια θα είναι αυτή που θα αποτελέσει το κέντρο των οικονομικών συναλλαγών)



- Οι κυβερνήσεις διαδραματίζουν ενεργό ρόλο στη λειτουργία των οικονομικών συστημάτων, γιατί παρεμβαίνουν μέσω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως είναι οι κεντρικές τράπεζες

Στον 16<sup>ο</sup> μ.Χ. αι. διαφαίνεται πια η διαφοροποίηση μεταξύ του συστήματος που βασίζεται κατά κύριο λόγο στις χρηματαγορές (Αγγλοσαξονικό μοντέλο) και στο σύστημα που βασίζεται κυρίως στις τράπεζες (Ευρωπαϊκό μοντέλο).

Στο κεφάλαιο της συγκριτικής ανάλυσης αναφερθήκαμε στην δομή των συστημάτων αυτών και εξετάσαμε συγκεκριμένες χώρες. Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάζουμε ποιες είναι οι συνθήκες (ιστορικές, πολιτικές) που ευνόησαν την διαμόρφωση του ενός ή του άλλου συστήματος και με δεδομένο ότι οι συνθήκες αυτές διαφέρουν ανά χώρα θα τις αναλύσουμε σε κάθε χώρα χωριστά. Το Αγγλοσαξονικό μοντέλο εφαρμόστηκε κυρίως στην Αγγλία και στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, ενώ το Ευρωπαϊκό μοντέλο κυρίως στην ηπειρωτική Ευρώπη. Θα κάνουμε μια σύγκριση στις εξελίξεις στην Ευρώπη σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και θα δούμε ενδεικτικά κάποιες ευρωπαϊκές χώρες. Τέλος θα γίνει αναφορά και στο οικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας, το οποίο βρίσκεται κάπου στη μέση όπως αναλύσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Χρονολογικά η ιστορική ανάδρομή φτάνει περίπου μέχρι τη δεκαετία του 1960. Οι επόμενες δεκαετίες επηρεάζουν τις τρέχουσες τάσεις για τις οποίες θα υπάρξει ξεχωριστή ενότητα.

## **2.1 Οικονομικά συστήματα βασισμένα στις χρηματαγορές**

### **2.1.1 Αγγλία**

Στην Αγγλία η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος (ίδρυση της πρώτης ιδιωτικής τράπεζας -Bank of England 1694) και η ανάπτυξη των χρηματαγορών (ίδρυση χρηματιστηρίου του Λονδίνου 1802) ήταν αποτέλεσμα κατά κύριο λόγο της ανάγκης για χρηματοδότηση της κυβέρνησης λόγω των

πολέμων στους οποίους είχε εμπλακεί (π.χ. 1689-1697: Πόλεμος των εννέα ετών μεταξύ Αγγλίας και Γαλλίας)

Η περαιτέρω όμως ανάπτυξη της σημαντικότητας των χρηματαγορών έναντι του τραπεζικού συστήματος οφείλεται σε διάφορους λόγους:

Η «φούσκα» της εταιρίας South Sea και ο τρόπος αντίδρασης σε αυτήν (1711-1720) αποτέλεσε ένα γεγονός που στάθηκε ορόσημο στην επικράτηση του Αγγλοσαξονικού συστήματος. Το 1711 ιδρύεται η εταιρία South Sea με σκοπό το εμπόριο στην Νότια Θάλασσα. Ταυτόχρονα αναλαμβάνει ένα μέρος του χρέους της κυβέρνησης λόγω του εννιαετούς πολέμου με τη Γαλλία. Η μετοχή της εταιρίας αρχίζει να ανεβαίνει με γοργούς ρυθμούς. Εμφανίζονται οι «κερδοσκοπικοί» της εποχής εκείνης που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν την κατάσταση και εκδίδουν μετοχές. Η κυβέρνηση επιβάλλει νομοθετική πράξη (Bubble Act) το 1720 προκειμένου να περιορίσει τα κρούσματα κερδοσκοπίας θέτοντας περιορισμούς στην δημιουργία εταιριών. Οι εταιρίες που διαπραγματεύονταν στις χρηματαγορές του Λονδίνου ήταν συγκεκριμένες. Η πράξη αυτή δεν θα αποτρέψει τελικά την δραματική πτώση της μετοχής και τις αρνητικές συνέπειες που θα υποστούν όσοι είχαν δανειστεί προκειμένου να κερδίσουν από ενδεχόμενη περαιτέρω αύξηση της μετοχής. Η άρση των περιορισμών καθυστέρησε μέχρι το 1824 που πραγματοποιήθηκε αύξηση των δημόσια διαπραγματεύσιμων εταιριών και ώθησε στην ανάπτυξη των χρηματαγορών οι οποίες αποτέλεσαν σημαντική πηγή άντλησης κεφαλαίων για αυτές τις εταιρίες.

Μέχρι το 1824 και την άρση της συγκεκριμένης νομοθετικής πράξης οι χρηματαγορές του Λονδίνου αναπτύχθηκαν –όπως προαναφέρθηκε- ως αποτέλεσμα των πολέμων στους οποίους ενεπλάκη η Αγγλία τον 18<sup>ο</sup> και 19<sup>ο</sup> αι. Συγκεκριμένα αποτέλεσαν πηγή χρηματοδότησης των κυβερνήσεων.

Επιπρόσθετα, ώθησε στην ανάπτυξη των χρηματαγορών έδωσε η αυξημένη ζήτηση για κεφάλαια, λόγω της ανάπτυξης του σιδηροδρομικού δικτύου της Αγγλίας.

Τέλος, ένας άλλος λόγος που αναπτύχθηκαν οι χρηματαγορές έναντι των τραπεζών είναι η πολιτική που ακολούθησαν οι τελευταίες να μην

χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμα την βιομηχανία. Επισημαίνεται ο ρόλος της Αγγλίας στην βιομηχανική επανάσταση.

Το γεγονός ότι αναπτύχθηκαν περισσότερο οι χρηματαγορές έναντι των τραπεζών δεν υποβαθμίζει την σημαντικότητα του τραπεζικού τομέα στην Αγγλία. Αξίζει να αναφερθεί ότι η Τράπεζα της Αγγλίας διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στην διατήρηση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος κατά την κρίση του 1866.

### 2.1.2 Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής

Και στην Αμερική το οικονομικό σύστημα όπως και στην Αγγλία βασίστηκε στις χρηματαγορές:

Όπως έχει υποστηριχτεί (Roe 1994) η Αμερική ακολούθησε μια διαφορετική πορεία αναφορικά με την εξέλιξη του τραπεζικού της τομέα λόγω της διαφορετικής πολιτικής της ιστορίας. Το τραπεζικό σύστημα αντιμετωπίστηκε με δυσπιστία από τους πολιτικούς από την πρώτη στιγμή που ιδρύθηκαν οι τράπεζες (First Bank of United States 1791-1811). Η ιδέα ήταν να δημιουργηθούν πιστωτικά ιδρύματα τα οποία όμως δεν θα συγκέντρωναν μεγάλη δύναμη, δηλαδή θα έπρεπε να υπάρξει αποκέντρωση του τραπεζικού συστήματος. Αποτέλεσμα ήταν -όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο- η δημιουργία ενός τραπεζικού συστήματος διασκορπισμένου με πολλές και μικρές τράπεζες. Σε αυτό συντέλεσε και η ίδια η ομοσπονδιακή δομή της Αμερικής. Έτσι σε κάθε πολιτεία υπάρχει και μια τράπεζα σε αντίθεση με τη συνήθη τραπεζική πρακτική της ίδρυσης εμπορικών τραπεζών με διευρυμένο όμως δίκτυο καταστημάτων.

Την δυσπιστία στον τραπεζικό τομέα ενίσχυσαν οι τραπεζικές κρίσεις του 1837 και του 1857 οι οποίες επεκτάθηκαν στον ευρύτερο οικονομικό τομέα, με φυσική κατάληξη την οικονομική ύφεση. Ο Εμφύλιος Πόλεμος το 1861 άλλαξε εν μέρει την φιλοσοφία των πολιτικών και η ανάγκη χρηματοδότησης του μεταφράστηκε σε ανάγκη παροχής εξουσιών στις τράπεζες μέσω νομοθετικής ρύθμισης (National Bank Acts of 1863 and 1864)

που ίδρυσε ένα εθνικό τραπεζικό σύστημα. Θα πρέπει να τονίσουμε όμως ότι οι εξουσίες αυτές ήταν περιορισμένες.

Το διασκορπισμένο τραπεζικό σύστημα δεν εμπόδισε τις τραπεζικές κρίσεις, αλλά ούτε και η δημιουργία ενός εθνικού τραπεζικού συστήματος δεν στάθηκε ικανή να αποτρέψει τις κρίσεις που θα ακολουθούσαν (1873,1884,1893,1907). Η αντίδραση στις κρίσεις ήταν η δημιουργία ενός ομοσπονδιακού συστήματος αποθεμάτων, παρεμφερές (αν και διαφορετικό) με μια κεντρική τράπεζα όπως για παράδειγμα αυτή της Αγγλίας (Το Αμερικανικό οικονομικό σύστημα αξίζει να σημειωθεί ότι επηρεάστηκε από το Αγγλικό).

Φτάνουμε στο 1933 με μια μεγάλη τραπεζική κρίση που οδήγησε σε κλείσιμο τις Τράπεζες για μια μεγάλη περίοδο. Η αντίδραση και σε αυτήν την κρίση ήταν μια ακόμη νομοθετική πράξη (Glass Steagall Act of 1933) που εισήγαγε την ασφάλεια των καταθέσεων και διαχώρισε τις εμπορικές από τις επενδυτικές λειτουργίες των τραπεζών. Το 1935 μια άλλη νομοθετική πράξη επέκτεινε τις αρμοδιότητες του ομοσπονδιακού συστήματος αποθεμάτων.

Με βάση τα παραπάνω (δηλαδή την ίδια την δομή του τραπεζικού τομέα, τις συνεχείς κρίσεις που τον ταλάνιζαν αλλά και τα μέτρα αντιμετώπισης τους κάθε φορά που περιόριζαν περαιτέρω τις εξουσίες των τραπεζών) γίνεται αυτονόητη η ανάπτυξη των χρηματαγορών και η βαρύτητα που δίνεται σε αυτές στο οικονομικό σύστημα.

Άλλοι λόγοι που ευνόησαν την ανάπτυξη των χρηματαγορών έναντι των τραπεζών είναι και οι κάτωθι:

Όπως είναι αυτονόητο η ανάγκη χρηματοδότησης του Εμφυλίου Πολέμου καλύφθηκε, δεδομένων των περιορισμών των τραπεζών, στο μεγαλύτερο μέρος του από τις χρηματαγορές.

Επιπλέον, η Αμερική χρηματοδότησε τα εμπλεκόμενα μέρη στον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, κυρίως την Αγγλία και την Γαλλία, μέσω των χρηματαγορών της. Αυτή την περίοδο έγινε η Νέα Υόρκη το κέντρο των οικονομικών συναλλαγών.

Το οικονομικό κραχ του 1929 οδήγησε σε δυσπιστία αναφορικά με την λειτουργία των αγορών και σε αυξημένη ζήτηση για επέμβαση της πολιτείας. Στην Αμερική όμως το αποτέλεσμα ήταν ευνοϊκό για τις χρηματαγορές που ενισχύθηκαν περαιτέρω. Αν και δημιουργήθηκε μια επιτροπή για την ρύθμιση της λειτουργίας των χρηματαγορών (Securities Exchange Commission) δεν τις περιόρισε, αλλά βοήθησε να διασφαλιστεί η ακεραιότητά τους και να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη σε αυτές.

Μετά τον δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο το σύστημα ισοτιμιών των Ηνωμένων Πολιτειών (Dollar Exchange System) προέβλεπε μια αυτόνομη άσκηση νομισματικής πολιτικής, γεγονός που επέτρεπε στις νομισματικές αρχές να μη «φοβούνται» τις χρηματαγορές και τις επιπτώσεις των οικονομικών συναλλαγών στην συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου γιατί θα είχαν την εξουσία να προβούν σε διορθωτικές επεμβάσεις αν αυτό κρινόταν αναγκαίο. Επίσης σημειώνεται ότι το οικονομικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, (βασισμένο στις χρηματαγορές), αναδύθηκε πιο δυνατό και πιο αποτελεσματικό μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο συγκριτικά με άλλες χώρες.

## **2.2 Οικονομικά συστήματα βασισμένα στις τράπεζες**

### **2.2.1 Ευρώπη-ΗΠΑ**

Στην ηπειρωτική Ευρώπη, το οικονομικό σύστημα διαφέρει από εκείνο της Αγγλίας και κυρίως από εκείνο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Πριν εξετάσουμε ενδεικτικά κάποιες ευρωπαϊκές χώρες ας δούμε συγκριτικά την Ευρώπη και τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Καταρχήν ούτε η διαμόρφωση του ενός συστήματος, ούτε του άλλου, είναι αποτέλεσμα των δυνάμεων της αγοράς. Αντιθέτως είναι αποτέλεσμα πολιτικών επιλογών, ιστορικών γεγονότων και συγκεκριμένης νομοθεσίας (La Porta 1997) ακόμα και πολιτιστικής κουλτούρας (Stulz and Williamson). Είναι πολύ σημαντικό επίσης να δούμε πως σε γεγονότα που συνέβησαν και επηρέασαν και την Ευρώπη και τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, η αντίδραση ήταν

διαφορετική και ήταν αυτή που «έγειρε την πλάστιγγα» υπέρ του ενός ή του άλλου συστήματος.

Αναφερθήκαμε και πριν στο οικονομικό κραχ του 1929 που επηρέασε και την Ευρώπη και την Αμερική και οδήγησε σε δυσπιστία αναφορικά με την λειτουργία των αγορών και σε αυξημένη ζήτηση για επέμβαση της πολιτείας. Εξετάσαμε την αντίδραση των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής και πως αυτή η αντίδραση ενίσχυσε το ρόλο των χρηματαγορών. Στην περίπτωση της Ευρώπης τα πράγματα είναι λίγο διαφορετικά. Οι κυβερνήσεις λειτούργησαν παρεμβατικά και ανέλαβαν τον έλεγχο των μεγαλύτερων τραπεζών. Με νομοθετικές ρυθμίσεις ενίσχυσαν τον ρόλο των τραπεζών, στις οποίες είχαν συμφέροντα, έναντι των χρηματαγορών. Αποδείχτηκε ότι η παρέμβαση αυτή είχε μεγάλη διάρκεια.

Επίσης το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods επέβαλε περιορισμούς στη διακίνηση κεφαλαίων και περιόρισε την αυτονομία των νομισματικών αρχών ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Αυτή η έλλειψη ανεξαρτησίας, ευνόησε τον κρατικό παρεμβατισμό που ήθελε τις τράπεζες κυρίαρχες στο οικονομικό σύστημα, εμποδίζοντας έτσι την ανάπτυξη των χρηματαγορών μέχρι τουλάχιστον την κατάρρευση του Bretton Woods.

Παρακάτω εξετάζονται κάποιες ενδεικτικές χώρες:

### 2.2.2 Γαλλία

Στη Γαλλία το οικονομικό σύστημα βασίζεται κατά κύριο λόγο στις τράπεζες. Περίπου το ίδιο χρονικό διάστημα με την κρίση της φούσκας της μετοχής της South Sea Company στην Αγγλία έχουμε και την κρίση της φούσκας της μετοχής της εταιρίας Mississippi στη Γαλλία. Ενώ στην πρώτη χώρα έγινε άρση των περιορισμών που είχαν τεθεί με νομοθετική

πράξη(Bubble Act) στις αρχές του 19<sup>ου</sup> αι. στην Γαλλία οι περιορισμοί στις χρηματαγορές χαλάρωσαν την δεκαετία του χίλια εννιακόσια ογδόντα.

Μετά την κατάρρευση της μετοχής της εταιρίας Mississippi ιδρύεται Χρηματιστήριο προκειμένου να υπάρξει έλεγχος στις οικονομικές συναλλαγές των μετοχών. Θα κλείσει με την Γαλλική Επανάσταση και θα επαναλειτουργήσει χωρίς όμως να αναπτυχθεί σημαντικά κατά τον 19<sup>ο</sup>αι. και στο μεγαλύτερο μέρος του 20<sup>ο</sup>αι. Ο λόγος είναι ότι δεν είχε την κατάλληλη υποδομή και απόδειξη αυτού είναι ότι τα πρώτα χρεόγραφα για την χρηματοδότηση του γαλλικού σιδηροδρομικού δικτύου (1842-1845) εκδόθηκαν από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου και όχι από το Γαλλικό. Κατά συνέπεια, η χρηματοδότηση του σιδηροδρομικού δικτύου συντελέστηκε κατά το μεγαλύτερο μέρος της από τις τράπεζες και όχι από τις χρηματαγορές.

Επίσης η χρηματοδότηση της βιομηχανίας από τις τράπεζες αποτέλεσε πολιτική επιλογή και προώθησε περαιτέρω τον τραπεζικό τομέα

Η δυσπιστία απέναντι στις χρηματαγορές μπορεί να εξηγηθεί και από το γεγονός ότι ο γαλλικός τύπος μπορούσε εύκολα να δωροδοκηθεί. Η διαφθορά αυτή είχε σαν αποτέλεσμα να χάσει το επενδυτικό κοινό την εμπιστοσύνη του στην πληροφόρηση αναφορικά με τις εταιρίες στις μετοχές των οποίων θα επένδυε.

### 2.2.3 Γερμανία

Η Γερμανία πολιτικά ήταν κατατμημένη μέχρι το 1871 που έγινε η ενοποίηση. Παρόλο που αυτή η πολιτική δομή θα μπορούσε να μας παραπέμψει στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, όπου λόγω αυτής της διάσπασης αναπτύχθηκαν περισσότερο οι χρηματαγορές έναντι των τραπεζών ,στην Γερμανία τα πράγματα δεν λειτούργησαν έτσι.

Στις αρχές του 19<sup>ου</sup> αι. υπήρχαν τέσσερα οικονομικά κέντρα στην Γερμανία .Χαρακτηριστικά του οικονομικού της συστήματος ήταν οι οικογενειακές ιδιωτικές τράπεζες που σταδιακά επεκτάθηκαν σε τράπεζες με τη μορφή ανωνύμων εταιριών κατά τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αι. Μεταξύ του 1850 και 1857 άνησε η ίδρυση τραπεζών η οποία σταμάτησε προσωρινά με την

οικονομική κρίση του 1857 και ένα νέο κύμα ίδρυσης τραπεζών ήρθε μεταξύ του 1866 και 1873 με την ενοποίηση και το ενιαίο νόμισμα.

Ένας ακόμα λόγος που αναπτύχθηκε ο τραπεζικός τομέας είναι η επιρροή που δέχτηκε το οικονομικό σύστημα της Γερμανίας από εκείνο της Γαλλίας. Η χρηματοδότηση της βιομηχανίας από τις τράπεζες υπήρξε και εδώ πολιτική επιλογή. Σταδιακά αναπτύχθηκαν ισχυροί δεσμοί μεταξύ των βιομηχανικών εταιριών και των τραπεζών που έδωσαν με την σειρά τους περαιτέρω ώθηση στον τραπεζικό τομέα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι χρηματαγορές στην Γερμανία ήταν υποβαθμισμένες συγκριτικά με εκείνες της Αγγλίας. Οι ανώνυμες εταιρίες ήταν σπάνιες στην Γερμανία πριν το 1850. Αλλά και μετά την ίδρυση περισσότερων ανωνύμων εταιριών ήταν πολύ περιορισμένος ο αριθμός εκείνων που είχαν εκδώσει μετοχές.

Στο τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου οι συμμαχικές δυνάμεις προσπάθησαν να αποδυναμώσουν τις μεγάλες γερμανικές τράπεζες, αλλά η ισχύς του τραπεζικού συστήματος ήταν τόσο μεγάλη που δεν καρποφόρησαν οι προσπάθειες.

#### 2.2.4 Άλλες Ευρωπαϊκές χώρες

Όπως ήταν αναμενόμενο η Γαλλία και η Γερμανία επηρέασαν την δομή του χρηματοοικονομικών συστημάτων των άλλων Ευρωπαϊκών χωρών:

Η Ισπανία ακολουθεί το Γαλλικό σύστημα δίνοντας έμφαση στον τραπεζικό τομέα και στην επιβολή περιορισμών στις χρηματαγορές μετά από οικονομικές κρίσεις (1847)

Θυγατρικές γαλλικών και γερμανικών τραπεζών εγκαθίστανται στη Ιταλία . Το οικονομικό της σύστημα κατά συνέπεια δέχεται επιρροές. Οι χρηματαγορές δεν αναπτύσσονται και το κράτος παρεμβαίνει στην χρηματοδότηση της βιομηχανίας.

Γεωγραφικά, άλλες χώρες της Βόρειας Ευρώπης όπως η Αυστρία , η Ελβετία και η Σουηδία επηρεάζονται από το ,γερμανικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Μεγάλες τράπεζες, που διατηρούν ισχυρούς δεσμούς με τη



βιομηχανία. Οι χρηματαγορές χρησιμοποιούνται κυρίως για την χρηματοδότηση του κυβερνητικού χρέους.

### 2.2.5 Ιαπωνία

Η Ιαπωνία έχει αναπτυγμένες χρηματαγορές αλλά για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα το συγκεντρωτικό τραπεζικό σύστημα είχε παίξει καθοριστικό ρόλο στην κατανομή των πόρων. Αρχικά ξεκίνησε η ίδρυση και λειτουργία τραπεζών με ελάχιστη κρατική παρέμβαση. Μετά τις οικονομικές κρίσεις του 1920, 1923, 1927 τίθεται σε εφαρμογή ένας τραπεζικός νόμος (New banking law-1928) που επέβαλε ρυθμίσεις και ελέγχους από το κράτος. Υπήρξε μια συντονισμένη προσπάθεια για τη μείωση του αριθμού των τραπεζών που επιτεύχθηκε τελικά μέσα από συγχωνεύσεις.

Στη δεκαετία του 1930 οι χρηματαγορές έπαιξαν ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην χρηματοδότηση της βιομηχανίας.

Κατά την περίοδο του πολέμου με την Κίνα (1937-1941) ψηφίζεται ένας ακόμα νόμος, που όμως αυτή τη φορά επέκτεινε την κρατική επέμβαση στις χρηματαγορές μέσω περιορισμών που έθετε στις εταιρίες (Temporary Law of Fund Adjustment of 1937). Ο πόλεμος οδήγησε στην ανάπτυξη στενών σχέσεων μεταξύ της κυβέρνησης και των τραπεζών.

Μετά τον πόλεμο, η ανάγκη για επέμβαση του κράτους προκειμένου να ορθοποδήσει η οικονομία ήταν αυξημένη.

Αν και το οικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας ξεκίνησε χωρίς κρατικούς παρεμβασμούς, εν τούτοις, σταδιακά, η κρατική παρέμβαση άρχισε να αυξάνεται και να είναι περισσότερο εμφανής συγκριτικά με άλλα οικονομικά συστήματα όπως αυτό της Αγγλίας ή των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής .

Αν και οι χρηματαγορές το 1930 αποτέλεσαν βασική πηγή χρηματοδότησης των βιομηχανιών, μόλις το 1960 η πολιτική επιλογή της Ιαπωνίας να συμμετάσχει στον ΟΟΣΑ την αναγκάζει να χαλαρώσει τους περιορισμούς που έχει θέσει στις χρηματαγορές. Σταδιακά και όσο οι περιορισμοί χαλαρώνουν, οι χρηματαγορές ανακτούν έδαφος και γίνονται πολύ σημαντικές στο χρηματοοικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας. Όπως είναι

προφανές αυτή η διαδικασία ενίσχυσης της σημασίας των χρηματαγορών γίνεται εις βάρος των τραπεζών. Δίνεται η δυνατότητα επιλογής στις εταιρίες να αντλήσουν κεφάλαια και από τις χρηματαγορές, μια δυνατότητα την οποία μπορούν να εκμεταλλευτούν με τον καλύτερο τρόπο προς όφελος τους.

### 3 Το Υπόδειγμα των Τέλειων Αγορών

Στις παραπάνω ενότητες παρουσιάσαμε τα δύο είδη χρηματοοικονομικών συστημάτων, εκείνο που είναι βασισμένο στις τράπεζες και εκείνο που είναι βασισμένο στις χρηματαγορές. Κάναμε μια συγκριτική ανάλυση μεταξύ των κυριότερων εκπροσώπων-χωρών αυτών των συστημάτων και τέλος αναφερθήκαμε στους λόγους (πολιτικούς, ιστορικούς, οικονομικούς) που οδήγησαν στην διαμόρφωση των δύο αυτών συστημάτων μέσω μιας σύντομης ιστορικής αναδρομής.

Σε αυτή την ενότητα θα χρησιμοποιήσουμε το Υπόδειγμα των Τέλειων Αγορών, βάσει των υποθέσεων του οποίου, δεν υπάρχει λόγος για την ύπαρξη ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα παραθέσουμε τις υποθέσεις αυτές, θα εξετάσουμε αν έχουν εφαρμογή στην πραγματικότητα και θα αποδείξουμε πως η πραγματικότητα είναι τόσο διαφορετική από αυτό το Υπόδειγμα που τελικά το αρχικό συμπέρασμα ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν είναι αναγκαίο θα ανατραπεί.

Παρακάτω παρατίθεται πίνακας που αναφέρει τις υποθέσεις αυτές :

#### Υπόδειγμα Τέλειων Αγορών

<b>Υποθέσεις Υποδείγματος Τέλειων Αγορών</b>	<b>Σχόλια</b>
Συμμετρική πληροφόρηση χωρίς κόστος	Όλοι γνωρίζουν τα πάντα για όλους. Υπάρχει διαφάνεια και οι πληροφορίες που αντλεί ο καθένας είναι αξιόπιστες.
Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών	Δεν υπάρχει λόγος για την ύπαρξη της Διαμεσολάβησης
Οι αγορές είναι ανταγωνιστικές	Όλοι οι οικονομικοί παράγοντες υπό την πίεση του ανταγωνισμού λειτουργούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.
Συνομολόγηση συμβολαίων άνευ κόστους μέσω νομικού συστήματος που εξυπηρετεί όλους τους συμβαλλομένους και περιλαμβάνει όλες τις πιθανές περιπτώσεις. Η νομοθεσία εφαρμόζεται από όλους	Δεν υπάρχουν κίνητρα εφόσον οι αγορές λειτουργούν αποδοτικά και υπάρχει η συμμετρική πληροφόρηση δεν υπάρχουν τα κίνητρα για τους οικονομικούς παράγοντες να παρακάμψουν τους νόμους
Δεν υπάρχει κρατική παρέμβαση	Η κυβερνητική παρέμβαση δεν είναι απαραίτητη εφόσον το σύστημα λειτουργεί από μόνο του αποδοτικά
Προστατεύονται οι μέτοχοι και οι πιστωτές	Λόγω του νομικού συστήματος και λόγω της

	ύπαρξης συμμετρικής πληροφόρησης κατοχυρώνονται τα δικαιώματα τους
Προστατεύονται οι επενδυτές	Η πληροφόρηση που δέχονται είναι αξιόπιστη και αντικειμενική άρα και οι επιλογές τους που βασίζονται σε αυτήν είναι σωστές

### Ατελείς αγορές

<b>Τι πραγματικά συμβαίνει</b>	<b>Σχόλια</b>
Η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη	Ο χρηματοδοτούμενος έχει περισσότερη γνώση για την οικονομική του κατάσταση, τα τυχόν προβλήματα που αντιμετωπίζει , και τις προοπτικές του σε σχέση με τον χρηματοδότη.
Υπάρχει κόστος συναλλαγών	Τα έξοδα συναλλαγών αποτελούν ένα μεγάλο πρόβλημα αλλά ταυτόχρονα και μια σημαντική αιτία ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος
Ανταγωνισμός	Ο ανταγωνισμός είτε στον τραπεζικό τομέα είτε στις χρηματαγορές δεν έχει τα οφέλη των τέλειων αγορών.
Η εφαρμογή των συμβολαίων αντιμετωπίζει προβλήματα τόσο σε εγχώριο επίπεδο όσο και σε διεθνές	Το σύστημα λειτουργεί με τέτοιο τρόπο ώστε υπάρχουν κίνητρα να παραβιάσεις την νομοθεσία
Η κρατική παρέμβαση ορισμένες φορές είναι απαραίτητη	Οι κυβερνήσεις έχουν διαδραματίσει πολύ σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του χρηματοοικονομικού συστήματος
Μέτοχοι και πιστωτές	Η προστασία των μετόχων και των πιστωτών γίνεται δύσκολη υπόθεση γιατί η εφαρμογή της νομοθεσίας πολλές φορές δεν είναι ξεκάθαρη
Επενδυτές	Μετά από τα πρόσφατα λογιστικά σκάνδαλα το επενδυτικό κοινό αμφισβητεί την αξιοπιστία των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων αλλά και τα άτομα που είναι εντεταλμένα να τις ελέγχουν όπως οι ορκωτοί λογιστές
Υπάρχει μακροοικονομική αστάθεια	Σε μακρο επίπεδο μπορεί να διακρίνει κανείς μακροοικονομική αστάθεια λόγω της κίνησης των διεθνών πλέον κεφαλαιακών ροών

Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί θα χρησιμοποιηθεί ένα υπόδειγμα του οποίου οι υποθέσεις δεν επαληθεύονται στην πραγματική οικονομική ζωή; Ο λόγος είναι ότι μέσα από αυτές τις υποθέσεις θα μπορέσουμε να δούμε τους οικονομικούς λόγους ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος , την λειτουργία του και τα προβλήματα αυτής και τους παράγοντες που μας επιτρέπουν να «προτιμήσουμε» το ένα είδος χρηματοπιστωτικού συστήματος από το άλλο.

### 3.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα των Τέλειων Αγορών υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση και μάλιστα η πρόσβαση σε αυτή δεν έχει κόστος. Δηλαδή όλοι γνωρίζουν τα πάντα για όλους. Υπάρχει διαφάνεια και οι πληροφορίες που αντλεί ο καθένας είναι αξιόπιστες. Αφού δεν υπάρχει κόστος πληροφόρησης μπορεί να ελεγχθεί η πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων και να χορηγηθούν δάνεια χωρίς να υπάρχουν ενδιάμεσοι.

Όμως στην πραγματική οικονομία η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη και το κόστος απόκτησης της μεγάλο. Ο χρηματοδοτούμενος έχει περισσότερη γνώση για την οικονομική του κατάσταση, τα τυχόν προβλήματα που αντιμετωπίζει, και τις προοπτικές του σε σχέση με τον χρηματοδότη. Έτσι λοιπόν ο χρηματοδοτούμενος έχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι του χρηματοδότη. Η ανισότητα αυτή όσον αφορά την πληροφόρηση μπορεί να οδηγήσει τον λιγότερο ευνοημένο της οικονομικής συναλλαγής (χρηματοδότη) σε λανθασμένες αποφάσεις και σε λάθος κατανομή κεφαλαίων.

Ασύμμετρη πληροφόρηση υπάρχει και στο πλαίσιο της εταιρίας (το ρόλο της οποίας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα θα εξετάσουμε σε επόμενη ενότητα) όπου οι managers έχουν καλύτερη πληροφόρηση από ότι οι μέτοχοι της εταιρίας αυτής όπως επίσης και οι μέτοχοι έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους πιστωτές.

Δύο προβλήματα απορρέουν από την έλλειψη επαρκούς και συμμετρικής πληροφόρησης και από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη σε μια οικονομική συναλλαγή: η αντίθετη επιλογή (adverse selection) και ηθικός κίνδυνος (moral hazard). Το πρώτο λαμβάνει χώρα πριν την οικονομική συναλλαγή και το δεύτερο μετά.

### 3.1.2 Αντίθετη επιλογή

Για να γίνει κατανοητό το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής θα παρουσιάσουμε το υπόδειγμα του George Akerlof, γνωστό και ως lemon's problem. Ο Akerlof εξετάζει γιατί τα καινούργια αυτοκίνητα χάνουν ένα μεγάλο μέρος της αξίας τους την επόμενη στιγμή της πώλησης τους. Ο ιδιοκτήτης του αυτοκινήτου γνωρίζει για την ποιότητα του αυτοκινήτου του καθώς και για τα προβλήματα του -αν υπάρχουν- πολύ καλύτερα από ότι ο υποψήφιος αγοραστής. Αν το αυτοκίνητο είναι «λεμόνι» (όρος που χρησιμοποιεί ο Akerlof για να υποδείξει ότι είναι προβληματικό) κάνει τον ιδιοκτήτη περισσότερο πρόθυμο να το πουλήσει, ιδίως σε μια τιμή που ενδεχομένως να δεχτεί ο αγοραστής. Η τιμή πώλησης θα βρίσκεται μεταξύ αυτής ενός καλού αυτοκινήτου και ενός «λεμονιού», με δεδομένο ότι ο αγοραστής δεν γνωρίζει την ποιότητα του προς αγορά αγαθού. Δηλαδή ο αγοραστής θα πρέπει να λάβει σοβαρά υπ'όψιν του την αυξημένη πιθανότητα να μην είναι καλό το αυτοκίνητο, γιατί η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη και προς όφελος του πωλητή. Παρόλα αυτά, η τιμή αυτή είναι σαφώς υψηλότερη από εκείνη που θα εισέπραττε ο πωλητής, αν ο αγοραστής λάμβανε γνώση για την πραγματική ποιότητα του αυτοκινήτου. Αν τώρα το αυτοκίνητο είναι καλό τότε η τιμή που θα ήταν διατεθειμένος να δώσει ο αγοραστής είναι μικρότερη από την πραγματική του αξία άρα ο πωλητής ενδεχομένως να μη θέλει να το πουλήσει.

Η παραπάνω διαδικασία της αντίθετης επιλογής έχει δύο αποτελέσματα: πρώτον να μειωθεί η τιμή των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων και αν το γενικεύσουμε η τιμή άλλων αγαθών για τα οποία η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη (προς όφελος των πωλητών έναντι των αγοραστών) και δεύτερον, σε μερικές περιπτώσεις, αυξάνεται το ενδεχόμενο να κλείσουν οι αγορές.

Συμπερασματικά, η χαμηλή τιμή που αντανακλά αυξημένη πιθανότητα το αυτοκίνητο να μην είναι καλό σε συνδυασμό με την απροθυμία των πωλητών να πουλήσουν σε χαμηλές τιμές καλά αυτοκίνητα οδηγεί σε μείωση

των συναλλαγών και από την πλευρά των αγοραστών(χαμηλή τιμή στην συγκεκριμένη περίπτωση της ασύμμετρης πληροφόρησης υποδεικνύει κακής ποιότητας αγαθά) και από την πλευρά των πωλητών (χαμηλή τιμή συνεπάγεται χάσιμο χρημάτων στις περιπτώσεις καλών αγαθών).Η μείωση μπορεί να είναι τέτοια που να μην έχουμε καμία οικονομική συναλλαγή.

Αφού έγινε κατανοητό το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής μέσα από το υπόδειγμα του Akerlof για τα μεταχειρισμένα αυτοκίνητα ,θα μπορέσουμε να επεκταθούμε και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Πριν εξετάσουμε το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής μέσα από την χρηματοδότηση μιας εταιρίας από μια τράπεζα, θα κάνουμε μια παρένθεση και θα αναφερθούμε στο διπλό ρόλο των τραπεζών ως χρηματοδότες και ως χρηματοδοτούμενοι και στην διαφορετική , βάσει του εκάστοτε ρόλου, οπτική που έχουν σε σχέση με την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Στην περίπτωση που η τράπεζα είναι η χρηματοδοτούμενη πλευρά στην οικονομική συναλλαγή τότε βρίσκεται σε πλεονεκτική θέση ενώ στην περίπτωση που είναι ο χρηματοδότης βρίσκεται σε μειονεκτική θέση.

Στη πρώτη περίπτωση τίθεται το ερώτημα μπορεί η τράπεζα να εκμεταλλευτεί την θέση της ως χρηματοδοτούμενη ; Υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση ενώ υπάρχουν περιοριστικοί νομοθετικοί κανόνες που διέπουν την λειτουργία της, πολύ περισσότερο περιοριστικοί από οποιοδήποτε άλλο φορέα της οικονομίας; Μπορεί μια τράπεζα να αποκρύψει οικονομικά στοιχεία και να «φτιάξει» τις οικονομικές της καταστάσεις; Μπορεί να διακινδυνεύσει την φήμη και την πελατεία της;

Χωρίς να επεκταθούμε στα παραπάνω θέματα αξίζει να αναφερθεί ότι καταρχάς είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί η κατάσταση μιας τράπεζας δεδομένης της δυσκολίας εκτίμησης της παρούσας καθαρής θέσης (λόγω προβλημάτων αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού ) και της μελλοντικής κερδοφορίας της (είναι δύσκολο να γίνει πρόβλεψη για τις μελλοντικές εξελίξεις στην οικονομία που θα επηρεάσουν αναπόφευκτα την τράπεζα ). Μια τράπεζα είναι φερέγγυα όχι μόνο όταν η καθαρή της θέση είναι θετική αλλά και όταν αναμένεται να παραμείνει θετική στο μέλλον. Η δυσκολία

αυτή στην εκτίμηση της κατάστασης της τράπεζας αποτελεί κίνητρο στους διοικούντες και στους μετόχους της να προβούν σε κινήσεις οι οποίες πιθανότατα να είναι εις βάρος των καταθετών και των χρηματοδοτών.

Επίσης λόγω της μεγάλης μόχλευσης η καθαρή θέση μπορεί να εξανεμισθεί με λίγες ζημιογόνες χρήσεις. Άρα η θετική καθαρά θέση μιας τράπεζας δεν εξασφαλίζει βεβαιότητα για μελλοντική καθαρή θέση στους καταθέτες και τους μετόχους.

Τέλος μια τράπεζα μπορεί να συνεχίζει να λειτουργεί ακόμα και με αρνητική καθαρή θέση όσο έχει ρευστότητα. Άρα το γεγονός ότι συνεχίζει και λειτουργεί δεν την καθιστά φερέγγυα.

Οι διοικούντες όταν η τράπεζα βρεθεί σε δύσκολη κατάσταση έχουν κίνητρα να προβούν σε κινήσεις με μεγάλο κίνδυνο και ενδεχόμενα υψηλή απόδοση, έχουν κίνητρο να αποκρύψουν στοιχεία από τις εποπτικές αρχές εις βάρος των καταθετών και των χρηματοδοτών τους προς εξασφάλιση των θέσεων τους, των αμοιβών τους και της διατήρησης της λειτουργίας της τράπεζας.

Παραπάνω παρατέθηκε ο ρόλος της τράπεζας ως χρηματοδοτούμενη και αναφέρθηκε το πώς η ασύμμετρη πληροφόρηση υπέρ των τραπεζών δημιουργεί προβλήματα στους καταθέτες και τους χρηματοδοτούμενους. Θα εξεταστεί το πώς η τράπεζα με το ρόλο του χρηματοδότη αντιμετωπίζει την ασύμμετρη πληροφόρηση σε σχέση με την υπό χρηματοδότηση εταιρία και συγκεκριμένα το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής.

Η εταιρία που ζητά την χρηματοδότηση από μια τράπεζα έχει περισσότερες πληροφορίες για την παρούσα και μελλοντική της οικονομική κατάσταση συγκριτικά με την τράπεζα που θα αποτελέσει τον χρηματοδότη της. Οι εταιρίες υψηλού κινδύνου είναι περισσότερο πρόθυμες να πληρώσουν υψηλά επιτόκια σε σχέση με τις εταιρίες χαμηλού κινδύνου (ας θυμηθούμε το υπόδειγμα του Akerlof).

Από την άλλη πλευρά η τράπεζα δεν γνωρίζει ποια εταιρία είναι υψηλού και ποια χαμηλού κινδύνου ώστε να χρεώσει υψηλό επιτόκιο



(αποζημίωση για τον αυξημένο κίνδυνο που αναλαμβάνει) ή χαμηλό επιτόκιο. Η επιλογή κατά συνέπεια θα είναι ένα υψηλότερο επιτόκιο.

Επομένως, όσο η τράπεζα αυξάνει τα επιτόκια που χρεώνει τόσο αυξάνει η αναλογία των εταιριών που δεν είναι πιστοληπτικά καλές και επιθυμούν τα κεφάλαια ανεξαρτήτου κόστους σε σχέση με τις καλές εταιρίες που δεν επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν σε τέτοια επίπεδα επιτοκίων .

Επίσης, από ένα σημείο και μετά και οι χρηματοδότες κατανοούν ότι όσο και να αυξηθούν τα επιτόκια που θα χρεώσουν από ένα σημείο και μετά η χρηματοδότηση είναι ασύμφορη γιατί θα έχει αυξηθεί πολύ η πιθανότητα οι πελάτες αυτοί να μην μπορέσουν να εξυπηρετήσουν τις οφειλές τους και να καταστούν υπερήμεροι. Άρα θα μπορούσε κάτω από αυτές τις συνθήκες να μην προχωρήσει καθόλου σε δανεισμό ακόμα και σε καλές εταιρίες μη γνωρίζοντας την πραγματική τους οικονομική κατάσταση.

Αντίστοιχα το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής καλούνται να αντιμετωπίσουν και οι χρηματαγορές. Ένας επενδυτής που θα αγοράζε μετοχές επειδή υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση δεν μπορεί να διακρίνει μια καλή με υψηλά αναμενόμενα κέρδη εταιρία από μια κακή εταιρία με αναμενόμενες ζημιές. Επίσης δεν μπορεί να ξέρει αν η εταιρία στην οποία επενδύει είναι υψηλού ή χαμηλού κινδύνου άρα δεν ξέρει τι τιμή να πληρώσει. Είναι επομένως διατεθειμένος να πληρώσει μια τιμή που θα αντανakλά μια μέση ποιότητα εταιρίας. Δηλαδή θα πλήρωνε μια τιμή που θα ήταν μεταξύ των τιμών των μετοχών των όχι και τόσο εύρωστων εταιριών και των τιμών των μετοχών καλών εταιριών .

Από την άλλη πλευρά οι managers και οι ιδιοκτήτες μιας εταιρίας έχοντας καλύτερη πληροφόρηση από τον επενδυτή και γνωρίζοντας ότι η εταιρία τους είναι καλή δεν θα θέλουν να πουλήσουν τις μετοχές τους αν είναι υποτιμημένες. Οι μόνες εταιρίες που θα θέλουν να πουλήσουν είναι οι κακές εταιρίες γιατί η τιμή των μετοχών θα είναι ακριβότερη από ότι πραγματικά κοστίζει. Επομένως οι χρηματαγορές δεν θα λειτουργούν αποτελεσματικά και θα είναι λίγες οι εταιρίες που θα τις χρησιμοποιούν για να αντλήσουν κεφάλαια.

Η περίπτωση που ένας επενδυτής θέλει να αγοράσει ομόλογα είναι παρόμοια με τις προηγούμενες. Θα αγοράσει ομόλογα μόνο αν το επιτόκιο είναι τόσο υψηλό που θα τον αποζημιώνει για την έλλειψη επαρκούς και αξιόπιστης πληροφόρησης. Όμως μια καλή εταιρία δεν θα επιθυμεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω μιας αγοράς ομολόγων όταν γνωρίζει ότι είναι καλή και καλείται να πληρώσει υψηλότερο επιτόκιο. Μόνο οι κακές εταιρίες προθυμοποιούνται να πληρώσουν υψηλότερο επιτόκιο προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια. Σε αυτή όμως την περίπτωση ο επενδυτής δεν επιθυμεί να αγοράσει ομόλογα εταιριών που δεν είναι καλές. Άρα και πάλι υπάρχει ο κίνδυνος να μην λειτουργήσει η αγορά κάτω από αυτές τις συνθήκες της ασύμμετρης πληροφόρησης.

### 3.1.3 Ηθικός κίνδυνος

Ο ηθικός κίνδυνος είναι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που λαμβάνει χώρα μετά την οικονομική συναλλαγή. Ο χρηματοδότης διατρέχει τον κίνδυνο ο χρηματοδοτούμενος να αποκρύψει πληροφορίες και να προβεί σε ενέργειες και δραστηριότητες που δεν είναι επιθυμητές από την πλευρά του χρηματοδότη. Δηλαδή μετά την οικονομική συναλλαγή ο χρηματοδοτούμενος μπορεί να προβεί σε δραστηριότητες που αυξάνουν τον προσωπικό του πλούτο, γρήγορα αλλά μειώνουν την πιθανότητα να αποπληρωμής του δανείου. Τέτοιες δραστηριότητες μπορεί να ενέχουν υψηλό κίνδυνο έναντι ενδεχόμενης υψηλότερης απόδοσης κίνδυνο τον οποίο να μην αποδέχεται τελικά ο χρηματοδότης ή μπορεί αυτές οι δραστηριότητες να περιλαμβάνουν και την κατάχρηση των χρημάτων του δανείου.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου το συναντάμε όταν έχουμε διαφορετικά συμφέροντα :1) Μεταξύ ιδιοκτησίας και management και 2) Μεταξύ μετόχων και πιστωτών

### 1)Μέτοχοι και διοίκηση

Είναι προφανές ότι οι managers έχουν διαφορετικά κίνητρα και συμφέροντα κατά την εξάσκηση των καθηκόντων τους συγκριτικά με τους μετόχους. Για παράδειγμα κύριος στόχος των μετόχων είναι η μεγιστοποίηση των κερδών ενώ ο κύριος στόχος της διοίκησης είναι η προσωπική επαγγελματική επιτυχία . Εκτός από την επιδίωξη προσωπικών στόχων (όπως αυτές εκφράζονται ενδεχομένως μέσα από πολυτελή αυτοκίνητα και γραφεία) οι managers μπορεί να υιοθετήσουν στρατηγικές όπως για παράδειγμα η επέκταση μέσω εξαγοράς άλλων εταιριών που μπορεί να αυξάνουν το προσωπικό τους γόητρο αλλά να μην είναι τόσο κερδοφόρες για την εταιρία. Ακόμα σε περίπτωση που προχωρά σε μια επένδυση σημαντική η εταιρία, δεν υπάρχει σημαντικό κίνητρο από την πλευρά των managers να καταβάλλουν μεγάλη προσπάθεια για την επιτυχία αυτής της επένδυσης.

Το πρόβλημα αυτό που αποτελεί συνιστώσα του ηθικού κινδύνου και είναι γνωστό ως principal-agent problem δεν θα υπήρχε αν οι ιδιοκτήτες της εταιρίας είχαν πλήρη και αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις δραστηριότητες των managers. Είναι γεγονός ότι οι managers έχουν περισσότερη πληροφόρηση για τις δραστηριότητες τους από ότι οι μέτοχοι δηλαδή υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση. Επίσης δεν θα υπήρχε αν δεν υφίσταται διαχωρισμός μεταξύ management και ιδιοκτησίας.

### 2)Μέτοχοι και Πιστωτές

Μια εταιρία μπορεί να πάρει απόφαση να προβεί σε μια ενέργεια υψηλού κινδύνου. Αν το αποτέλεσμα αυτό είναι θετικό τότε οι μέτοχοι θα επωφεληθούν από αυτή την ενέργεια ενώ οι πιστωτές απλά θα διασφαλίσουν τα χρήματα τους δηλαδή δεν θα αλλάξει τίποτα γι'αυτούς. Αν όμως το αποτέλεσμα δεν είναι θετικό τότε οι πιστωτές κινδυνεύουν να χάσουν τα χρήματα τους. Επομένως, η αύξηση του κινδύνου με στόχο την υψηλότερη απόδοση γίνεται εις βάρος των πιστωτών.

### 3.2 Έξοδα συναλλαγών

Όπως προαναφέρθηκε η απουσία εξόδων στις συναλλαγές αποτελεί μια ακόμη υπόθεση του υποδείγματος των τέλει αγορών . Όμως στην πραγματικότητα τα έξοδα συναλλαγών αποτελούν ένα μεγάλο πρόβλημα αλλά ταυτόχρονα και μια σημαντική αιτία ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δικαιολογούν την ύπαρξη των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών (τράπεζες και άλλοι οργανισμοί) που αποτελούν βασικό μέρος της δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος (θα γίνει αναφορά σε επόμενη ενότητα).

### 3.3 Ανταγωνισμός

Το υπόδειγμα των τέλει αγορών προϋποθέτει πλήρως ανταγωνιστικό περιβάλλον. Όλοι οι οικονομικοί παράγοντες υπό την πίεση του ανταγωνισμού λειτουργούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Σε μια τέλεια αγορά μέσω του ανταγωνισμού εξασφαλίζεται:

- η διάχυση των κινδύνων,
- η παροχή αποτελεσματικής πληροφόρησης ώστε τα αγαθά να τιμολογούνται σωστά
- η σωστή κατανομή των πόρων μέσω μηνυμάτων των τιμών (price signals)

Όλα τα παραπάνω θα ήταν ιδανικά αν εφαρμόζονταν και στην πράξη. Οι αγορές όμως δεν είναι τέλειες και ο ανταγωνισμός είτε στον τραπεζικό τομέα ( μέσω του δικτύου ) είτε στις χρηματαγορές δεν έχει τα παραπάνω οφέλη. Για παράδειγμα στις χρηματαγορές αν και είναι έντονος ο ανταγωνισμός οι επενδυτές εκτίθενται στον κίνδυνο της αγοράς. Στις τράπεζες αν και υπάρχει ανταγωνισμός (εντάθηκε βάσει πρόσφατων) και οι επενδυτές δεν

αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της αγοράς εν τούτοις αυτό συμβαίνει εις βάρος της απόδοσης που κερδίζουν

### 3.4 Νομικό πλαίσιο

Στα περισσότερα χρηματοοικονομικά συστήματα το νομικό πλαίσιο παίζει ένα πάρα πολύ σημαντικό ρόλο. Καθορίζει για παράδειγμα το είδος των συμβολαίων που είναι νομότυπα, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων μερών, τους μηχανισμούς ελέγχου των εταιριών, τους περιορισμούς στις αγορές χρεογράφων

Σε μια τέλεια αγορά εφόσον οι αγορές λειτουργούν αποδοτικά και υπάρχει συμμετρική και αξιόπιστη πληροφόρηση η νομοθεσία εφαρμόζεται από όλους και δεν υπάρχουν τα κίνητρα για τους οικονομικούς παράγοντες να παρακάμψουν τους νόμους. Οι οικονομικές συναλλαγές κατοχυρώνονται συμβατικά, συνομολογούνται συμβόλαια άνευ κόστους μέσω ενός νομικού συστήματος που εξυπηρετεί όλους τους συμβαλλόμενους και περιλαμβάνει όλες τις πιθανές περιπτώσεις.

Όμως η αγορά δεν είναι τέλεια και με βάση τα ακόλουθα δεδομένα υπάρχει κίνητρο να παραβιαστεί η νομοθεσία:

- η πληροφόρηση είναι ανεπαρκής και ασύμμετρη
- οι αγορές δεν λειτουργούν αποδοτικά
- η κατανομή των πόρων δεν είναι αποτελεσματική
- δεν υπάρχει πλήρης διαφάνεια στις οικονομικές συναλλαγές
- η σύναψη συμβολαίων απαιτεί τεχνογνωσία και εμπεριέχει μεγάλο κόστος

Παραπάνω αναφερθήκαμε στις κυριότερες υποθέσεις του υποδείγματος των τέλειων αγορών με σημαντικότερη εκείνη της ασύμμετρης

πληροφόρησης. Αντιπαραβάλαμε την πραγματικότητα και εξετάσαμε τα προβλήματα που παρουσιάζονται στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Κάτω από αυτό το πρίσμα μπορούμε πλέον να αναφερθούμε:

-στην κυβερνητική παρέμβαση (λόγω των ατελειών των αγορών πολλές φορές καθίσταται αναγκαία)

-στο ρόλο της εταιρίας (νευραλγικό κομμάτι του χρηματοοικονομικού συστήματος)

-στο ρόλο των διαμεσολαβητών (ένα σημαντικό μέρος της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος)

## 4 Εταιρία και χρηματοοικονομικό σύστημα

### 4.1 Ο ρόλος της εταιρίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα

Η εταιρία διαδραματίζει ένα πολύ σημαντικό ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα:

A) Από την εταιρία προέρχονται τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στις χρηματαγορές και οι αποδόσεις αυτών των χρεογράφων εξαρτώνται από την επίδοση της εταιρίας.

B) Η εταιρία αποτελεί το κύριο χρηματοδοτούμενο μέρος στις οικονομικές συναλλαγές με τις τράπεζες και η πορεία της διασφαλίζει ή ενδεχομένως θέτει σε κίνδυνο τα κεφάλαια των νοικοκυριών (η τράπεζα δανείζει στις εταιρίες χρήματα που προέρχονται από τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών)

Το γεγονός ότι οι αγορές δεν είναι τέλειες επηρεάζει άμεσα και τον ρόλο της εταιρίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Η ασύμμετρη πληροφόρηση που διαθέτει η εταιρία εις βάρος των χρηματοδοτών (επενδυτών και τραπεζών) έχει ως αποτέλεσμα την επιβολή περιορισμών από την πλευρά των τραπεζών και την έλλειψη εμπιστοσύνης από την πλευρά των επενδυτών.

Όσον αφορά τις τράπεζες θέλουν να γνωρίζουν :

- 1) Ποιες είναι οι καλές εταιρίες για να τις επιλέξουν προς χρηματοδότηση
- 2) Ποιος είναι ο πραγματικός κίνδυνος στον οποίο θα εκτεθούν μετά την χρηματοδότηση ώστε να πάρουν και αποφάσεις για το επιτόκιο που θα χρεώσουν (ανάλογο του κινδύνου που θα αναλάβουν)
- 3) Ποια είναι τα πραγματικά λογιστικά στοιχεία και πόσο διαφέρουν αυτά από τα στοιχεία που δημοσιεύονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα από τις εταιρίες

4) Που πραγματικά θα επενδυθούν τα χρήματα που έδωσαν (μια κακή επιλογή θα έχει ως αποτέλεσμα την κακή κατανομή πόρων)

Όσον αφορά τους επενδυτές τα πράγματα είναι περίπου ίδια:

1) Ποιες είναι οι καλές εταιρίες για να τις επιλέξουν και να τοποθετήσουν τα χρήματα τους

2) Ποιος είναι ο πραγματικός κίνδυνος στον οποίο θα εκτεθούν μετά την χρηματοδότηση ώστε να πάρουν και αποφάσεις αν η αναμενόμενη απόδοση είναι αντίστοιχη του κινδύνου που αναλαμβάνουν

3) Ποια είναι τα πραγματικά λογιστικά στοιχεία και πόσο διαφέρουν αυτά από τα στοιχεία που δημοσιεύονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα από τις εταιρίες

4) Που πραγματικά θα επενδυθούν τα χρήματα που έδωσαν (μια κακή επιλογή θέτει σε κίνδυνο τα χρήματα των επενδυτών και τις αποδόσεις τους)

Τελικά, η εταιρία λόγω των ατελειών των αγορών και των περιορισμών που θέτουν οι χρηματοδότες εξαιτίας τους μπορεί εναλλακτικά είτε να προβεί σε εσωτερικό είτε σε εξωτερικό δανεισμό.

#### 4.2 Εσωτερικός δανεισμός

Ο πιο σημαντικός λόγος για τον οποίον θεωρείται η εταιρία ως αναπόσπαστο κομμάτι του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η παρουσία των ατελειών που οδηγεί τις εταιρίες στον εσωτερικό δανεισμό. Δηλαδή όταν η εταιρία χρησιμοποιεί κεφάλαια για επενδύσεις από δικές της πηγές, λειτουργεί κατά κάποιο τρόπο ως χρηματοπιστωτικό σύστημα (Allen and Gale: Comparing financial systems)

#### 4.3 Εξωτερικός δανεισμός

Όταν η κατάσταση της εταιρίας είναι καλή τότε οι προϋποθέσεις για χρηματοδότηση τηρούνται. Οι τράπεζες γνωρίζουν σε μεγάλο βαθμό αυτά



που επιθυμούν ή τα στοιχεία που τους παρουσιάζονται ταυτίζονται με τα πραγματικά (δεν υπάρχει κίνητρο για διαστρέβλωση στοιχείων).

Όταν όμως η κατάσταση της εταιρίας δεν είναι καλή και γνωρίζοντας τους περιορισμούς των χρηματοδοτήσεων λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης τότε ενεργοποιούνται όλα τα κακώς κείμενα . Υπάρχει κίνητρο να διαστρεβλωθούν οι λογιστικές καταστάσεις, να υπάρξει απόκρυψη στοιχείων , να γίνουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου εν αναμονή υψηλής απόδοσης, να παραβιαστούν όροι συμβολαίων , να παρακαμφθεί η νομοθεσία.

#### 4.4 Έλεγχος της εταιρίας

Κάθε χώρα έχει τους δικούς της νόμους που απαρτίζουν το εταιρικό δίκαιο. Στα πλαίσια αυτού του δικαίου διασφαλίζονται τα συμφέροντα των μετόχων σε σχέση με τις ενέργειες της διοίκησης της εταιρίας (ηθικός κίνδυνος).

Συγκρίνοντας τα εταιρικά δίκαια των κυριότερων χωρών που αναφέρθηκαν:

- Το εταιρικό δίκαιο στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και στην Αγγλία έχουν παρόμοια δομή. Είναι ισχυρή απαίτηση του νόμου η διοίκηση να ενεργεί προς όφελος των συμφερόντων των μετόχων. Ο μηχανισμός μέσω του οποίου καθίσταται έντονη η παρουσία των μετόχων είναι το διοικητικό συμβούλιο που εκλέγεται από τους μετόχους
- Το εταιρικό δίκαιο της Ιαπωνίας προσομοιάζει με εκείνο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής αφού επηρεάστηκε σημαντικά από τις Δυνάμεις Κατοχής μετά το Β Παγκόσμιο Πόλεμο.
- Η Γερμανία έχει ένα πολύ διαφορετικό εταιρικό δίκαιο από εκείνο των Η.Π.Α. ,της Αγγλίας και της Ιαπωνίας. Έχει δύο συμβούλια ώστε να ακούγεται η γνώμη και των μετόχων αλλά και των εργαζομένων

- Η Γαλλία έχει ένα νομικό σύστημα που περιέχει στοιχεία και από τα συστήματα των Η.Π.Α. αλλά και από της Γερμανίας. Η εταιρία έχει δυνατότητα επιλογής μεταξύ δύο ειδών διοικητικών συμβουλίων.

Οι χώρες έχουν διαφορετικά νομικά πλαίσια που διέπουν την λειτουργία της εταιρίας και ταυτόχρονα έχουν διαφορετικούς περιορισμούς στην κατοχή των μετοχών των εταιριών .

Ο τρόπος ελέγχου των εταιριών, όπως και το εταιρικό δίκαιο που προαναφέρθηκε, είναι διαφορετικός ανάλογα με το είδος του χρηματοοικονομικού συστήματος (βασισμένο στις τράπεζες ή στις χρηματαγορές).

Σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα που βασίζεται στις οικονομικές αγορές (Η.Π.Α.) είναι αυξημένη για παράδειγμα η πιθανότητα επιθετικής εξαγοράς των επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια λόγω κακής διαχείρισης από την υπάρχουσα διοίκηση .Η πιθανότητα αυτή λειτουργεί ως μέσο πίεσης και ελέγχου στις επιχειρήσεις .

Σε αντίθεση στην Γαλλία ή στην Γερμανία ο έλεγχος ασκείται στις εταιρίες μέσω των τραπεζών και ενώ η επιθετική εξαγορά είναι νομικά πιθανή εν τούτοις στην πρακτική δεν ακολουθείται.

Με βάση τα παραπάνω θα μπορούσαμε να πούμε πως στις χώρες που το χρηματοοικονομικό τους σύστημα στηρίζεται στις τράπεζες οι εταιρίες είναι περισσότερο αυτόνομες.

## 5 Διαμεσολάβηση

Υπάρχουν δύο είδη χρηματοδότησης, η άμεση και η έμμεση. Η άμεση χρηματοδότηση πραγματοποιείται μέσω των χρηματαγορών, ενώ η έμμεση διενεργείται από τους διαμεσολαβητές (τράπεζες και άλλοι οργανισμοί) .

Θα εξετάσουμε ποιος είναι ο ρόλος των ενδιάμεσων στα υψηλά κόστη συναλλαγών που σχετίζονται με την χρηματοδότηση και ποιος ο ρόλος τους στην συγκέντρωση πληροφόρησης κατά την οικονομική συναλλαγή.

### 5.1 Διαμεσολάβηση και κόστος συναλλαγών

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του χρηματοοικονομικού συστήματος, μειώνοντας τα κόστη των συναλλαγών και επιτρέποντας στους μικροεπενδυτές και στους αποταμιευτές να επωφεληθούν από την ύπαρξη των χρηματαγορών.

Οι οικονομικές συναλλαγές ενέχουν σημαντικά κόστη. Αν ένας επενδυτής προχωρήσει σε μια οικονομική συναλλαγή από μόνος του, τότε τα κόστη αυτά είναι πολύ υψηλά. Αν όμως αναθέσει σε έναν χρηματοοικονομικό ενδιάμεσο να λειτουργήσει για λογαριασμό του, τότε το κόστος αυτό θα μειωθεί. Ο λόγος είναι ότι οι χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι λειτουργούν για λογαριασμό πολλών επενδυτών και εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας. Όσες περισσότερες είναι οι συναλλαγές τόσο λιγότερο είναι το κόστος τους. Οι οικονομίες κλίμακας είναι αυτές που εξηγούν την ύπαρξη των διαμεσολαβητών ως απαραίτητο στοιχείο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### 5.2 Διαμεσολάβηση και πληροφόρηση

Όπως προαναφέρθηκε ο ρόλος των διαμεσολαβητών είναι να βοηθήσουν (έναντι αμοιβής φυσικά) τους επενδυτές να μπορούν να αδράξουν τα οφέλη των αγορών χωρίς να πληρώνουν απαγορευτικά κόστη. Ένα μέρος

αυτής της διαδικασίας είναι η εξοικονόμηση κόστους κατά την συγκέντρωση πληροφοριών. Έχουν λιγότερο κόστος συγκέντρωσης πληροφοριών γιατί αποτελούν ένα κέντρο που αντιπροσωπεύει και συμβουλεύει τον πελάτη από όπου ο πελάτης αντλεί πληροφόρηση. Το πρόβλημα σε όλη αυτή τη διαδικασία είναι ότι ο πελάτης συμβιβάζεται με την πληροφορία που έχει συγκεντρώσει ο ενδιάμεσος ,λόγω του αντιπροσωπευτικού χαρακτήρα του δεύτερου, και δεν έχει πολλά περιθώρια επιλογής πληροφοριών.

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές, (για παράδειγμα οι τράπεζες), γίνονται ειδικοί στην παραγωγή πληροφοριών για τις εταιρίες και μπορούν μέσα από διαδικασίες που έχουν θεσπίσει να ξεχωρίσουν τις καλές από τις κακές εταιρίες. Εν συνεχεία, χρησιμοποιούν τις καταθέσεις των πελατών τους και δανείζουν αυτές τις καλές εταιρίες σε ένα επιτόκιο υψηλότερο συγκριτικά με το επιτόκιο των καταθέσεων.

Τι γίνεται όμως με το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που αναφέρθηκε εκτεταμένα σε προηγούμενη ενότητα; Υφίσταται, αλλά υπάρχει μια πολύ σημαντική λειτουργία των ενδιάμεσων και συγκεκριμένα της τράπεζας. Χορηγεί δάνεια ανά περίπτωση δανειολήπτη. Κάθε δάνειο είναι διαφορετικό. Το κόστος που συμφωνείται είναι αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης μεταξύ της χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενου .Εν γένει κάθε συμφωνία μεταξύ ενός διαμεσολαβητή και ενός πελάτη είναι συγκεκριμένη και ατομική. Επειδή το δάνειο ή η συμφωνία είναι συγκεκριμένη και δεν διαπραγματεύεται στην ανοικτή αγορά δεν μπορούν οι άλλοι να γνωρίζουν τις ακριβείς συνθήκες και όρους του δανείου.

Με αυτό τον τρόπο αποφεύγεται το πρόβλημα που υπάρχει στις χρηματαγορές: Επειδή η πληροφόρηση είναι ελεύθερη για όλους δεν υπάρχει κίνητρο για κάποιον να προσπαθήσει να την συγκεντρώσει ή να την ελέγξει. Στην περίπτωση που ο χρηματοδότης επιθυμεί να ελέγξει την πληροφόρηση που έχει αντλήσει θα πρέπει να καταβάλει το αντίστοιχο τίμημα. Όμως στα πλαίσια των αγορών πιστεύει πως κάποιος άλλος θα πληρώσει το τίμημα και δεν προχωρά στον έλεγχο της πληροφόρησης(free-rider problem).

## 6 Κυβερνητική παρέμβαση

Οι κυβερνήσεις έχουν διαδραματίσει στο παρελθόν και εξακολουθούν να διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα:

- Γίνονται κύριοι χρηματοδοτούμενοι σε περιόδους ύφεσης , όταν αναλαμβάνουν μεγάλα έργα υποδομής ή σε περιόδους πολέμων. Στην τελευταία περίπτωση το παρελθόν έχει δείξει ότι οι κυβερνήσεις έχουν συνεισφέρει και στην ίδια την διαμόρφωση της δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος (για παράδειγμα ο Εμφύλιος Πόλεμος στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1861 οδήγησε στην παροχή εξουσιών στις τράπεζες μέσω νομοθετικών ρυθμίσεων (National Bank Acts of 1863 and 1864) και στην ίδρυση ενός εθνικού τραπεζικού συστήματος ).
- Οι κυβερνήσεις ελέγχουν τις τράπεζες μέσω των κεντρικών τραπεζών , περιορίζουν την λειτουργία τους με τη θέσπιση ειδικών διαδικασιών παροχής αδειών , προστατεύουν τους καταθέτες παρέχοντας ασφάλεια στις καταθέσεις, τις υποχρεώνουν να τηρούν συγκεκριμένα κεφαλαιακά αποθέματα
- Ρυθμίζουν τις αγορές χρεογράφων με τέτοιο τρόπο ώστε οι εταιρίες να παρέχουν ειλικρινή και αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τα οικονομικά τους στοιχεία , την πορεία και τις προοπτικές. Με αυτό τον τρόπο επεμβαίνει το κράτος για να μπορούν οι επενδυτές να ξεχωρίσουν την καλή από την κακή εταιρία και να μειωθεί έτσι το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής
- Επιβάλλουν νόμους για να διασφαλίσουν την διαφάνεια των πληροφοριών ,κοινά λογιστικά πρότυπα που πρέπει να ακολουθούν όλες οι εταιρίες ώστε η σύγκριση μεταξύ τους να είναι ευκολότερη, επιβάλλουν κυρώσεις σε άτομα και εταιρίες που εξαπατούν τους επενδυτές και παραποιούν τα οικονομικά στοιχεία. Μέσα από αυτά τα μέτρα προσπαθεί το κράτος να μειώσει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου.

- Επεμβαίνουν σε περιόδους κρίσεων προκειμένου να σταθεροποιήσουν το οικονομικό σύστημα. Για παράδειγμα το 1711 με την «φούσκα» της μετοχής της εταιρίας South Sea η κυβέρνηση επέβαλε νομοθετική πράξη (Bubble Act-1720) προκειμένου να περιορίσει τα κρούσματα κερδοσκοπίας θέτοντας περιορισμούς στην δημιουργία εταιριών . Στη μεγάλη κρίση του 1930 σε Ευρώπη και Ιαπωνία είναι έκδηλη η επέμβαση των κυβερνήσεων η οποία και είχε χει μεγάλη διάρκεια (Rajan and Zingales 1993b)

## 7 Προς τα πού γέρνει η πλάστιγγα: «Τράπεζες ή χρηματαγορές»

Για να μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα για το προς τα πού γέρνει η πλάστιγγα: «Τράπεζες ή χρηματαγορές» μετά από όλη την προηγούμενη ανάλυση θα πρέπει να δούμε τα δύο συστήματα υπό το πρίσμα κάποιων συνθηκών :

-Αν συγκρίνουμε τα δύο συστήματα αναφορικά με τον τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης η πλάστιγγα γέρνει υπέρ των τραπεζών.

-Αν εξετάσουμε την περίπτωση νέων εταιριών προηγμένων τεχνολογιών είναι προτιμητέα η χρηματοδότηση μέσω των χρηματαγορών.

-Αν μας ενδιαφέρει το μέγεθος της εταιρίας θα ανακαλύψουμε ότι μεγάλες εταιρίες λειτουργούν καλύτερα σε ένα σύστημα βασισμένο στις χρηματαγορές.

-Αν στόχος είναι ο ελεγχόμενος κίνδυνος τότε η πλάστιγγα θα γείρει υπέρ των τραπεζών

-Αν οι αποφάσεις καθορίζονται βάσει του κόστους παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τότε οι χρηματαγορές είναι αυτές που προτιμώνται .

-Αν συγκρίνουμε τα δύο συστήματα ως προς τα οφέλη του ανταγωνισμού τότε θα καταλήξουμε ότι είναι περισσότερα στις χρηματαγορές.

### 7.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση

Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν καλύτερα το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και των δύο συνιστωσών της (αντίθετη επιλογή και ηθικός κίνδυνος), συγκριτικά με τις χρηματαγορές.

Συγκεντρώνουν καλύτερη πληροφόρηση και με λιγότερο κόστος, ασκούν καλύτερο έλεγχο στις εταιρίες και λαμβάνουν μέτρα τέτοια ώστε να περιορίσουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου.

Οι τράπεζες αντλούν περισσότερη πληροφόρηση για τις εταιρίες από ότι οι χρηματαγορές γιατί έχουν ολόκληρους μηχανισμούς που κινούνται προς αυτή την κατεύθυνση. Προσλαμβάνουν εξειδικευμένο προσωπικό που συγκεντρώνει τις πληροφορίες ,τις αναλύει και επεξεργάζεται την αξιοπιστία τους. Οι ίδιοι οι δανειζόμενοι παρέχουν ότι πληροφορία τους ζητηθεί προκειμένου να τους χορηγηθεί το δάνειο. Επίσης μετά την συναλλαγή η τράπεζα εξακολουθεί να συγκεντρώνει πληροφορίες για τους πελάτες της με διάφορους τρόπους:

- αποκτά εμπειρία μέσω της μακροχρόνιας σχέσης που έχει αναπτύξει με τους πελάτες της ,
- προωθεί ταυτόχρονα ένα ευρύ φάσμα προϊόντων (cross selling) και έτσι έχει συνολική εικόνα για τον πελάτη της
- περιοδικά αναθεωρεί τον λογαριασμό του πελάτη της ζητώντας πρόσφατα οικονομικά στοιχεία
- χρησιμοποιεί εταιρίες συμβούλων (ICAP)
- έχει πρόσβαση σε ειδικές βάσεις πληροφοριών όπως ο Τειρεσίας

Με βάση τα παραπάνω οι τράπεζες αντιμετωπίζουν ικανοποιητικά ως ένα βαθμό το πρόβλημα της ασύμμετρου πληροφόρησης συγκριτικά πάντα με τις χρηματαγορές.

Επίσης οι τράπεζες λαμβάνουν μέτρα για να περιορίσουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Οι δανειζόμενοι θα πρέπει μετά την χρηματοδότηση να κάνουν σωστή χρήση των χρημάτων που δανείστηκαν. Εδώ είναι που εμφανίζεται το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Αν ο χρηματοδότης επιθυμεί να ελέγξει τον χρηματοδοτούμενο θα πρέπει να πληρώνει ένα σταθερό κόστος. Αυτό μπορεί να κάνει η τράπεζα. Στην περίπτωση όμως των χρηματαγορών που οι χρηματοδότες είναι πολλοί όλοι θα ήθελαν να συντελείται αυτός ο έλεγχος αλλά με έξοδα κάποιου άλλου. Με αυτή τη λογική κανένας έλεγχος δεν θα πραγματοποιείται.

Οι τράπεζες έχουν λάβει τα κάτωθι μέτρα για τον περιορισμό του ηθικού κινδύνου:



- Χορηγούν βραχυπρόθεσμα δάνεια. Υπάρχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τα μακροπρόθεσμα. Μπορούν να διακοπεί πιο γρήγορα η χρηματοδότηση αν ο συναλλασσόμενος δεν τηρεί τις υποχρεώσεις του και να ξεκινήσουν οι νομικές διαδικασίες
- Θέτει ως όρο την εμπράγματη εξασφάλιση. Αυτό αποτελεί μέτρο πίεσης γιατί στην περίπτωση που δεν αποπληρώνει το χρέος του διακινδυνεύει να χάσει την περιουσία του.
- Διαθέτει ξεχωριστό νομικό τμήμα που ασχολείται με τους επισφαλείς πελάτες και τις ληξιπρόθεσμες οφειλές τους
- Έχουν πρόσβαση σε βάσεις πληροφοριών και μπορούν να καταχωρήσουν στην «μαύρη» λίστα κάθε κακοπληρωτή

Επομένως, αναφορικά με τον τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος του ηθικού κινδύνου, η πλάστιγγα γέρνει υπέρ των τραπεζών έναντι των χρηματαγορών

## 7.2 Τεχνολογία

Όταν μια χώρα βρίσκεται σε φάση τεχνολογικής ανάπτυξης η χρηματοδότηση νέων εταιριών που ασχολούνται με προηγμένες τεχνολογίες πραγματοποιείται πιο εύκολα από τις χρηματαγορές. Έτσι λοιπόν ένα σύστημα βασισμένο στις χρηματαγορές ευνοεί τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις.

Ένα σύστημα βασισμένο στον τραπεζικό τομέα στηρίζεται στις μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ των τραπεζών και των εταιριών. Η απόφαση για χρηματοδότηση ή μη μιας εταιρίας εξαρτάται από την πορεία της εταιρίας, τα οικονομικά της στοιχεία, τις προοπτικές της πάντα όμως σε συνάρτηση με τη σχέση που έχει αναπτύξει η εταιρία αυτή με την τράπεζα στο πέρασμα του χρόνου. Αν μια εταιρία ασχολείται με νέες τεχνολογίες αλλά έχει μια μακροχρόνια σχέση με την τράπεζα τότε είναι πιθανό να αντλήσει κεφάλαια από αυτήν την τράπεζα με την οποία συνεργάζεται. Αν όμως μια εταιρία είναι νέα και έχει ως αντικείμενο τις προηγμένες τεχνολογίες η τράπεζα μη έχοντας

προηγούμενη συνεργασία με αυτή την εταιρία θα είναι επιφυλακτική ως και αρνητική στη χρηματοδότηση. Αυτό θα μπορούσε ως ένα βαθμό να δικαιολογηθεί στην περίπτωση που τα προϊόντα αφορούν βελτίωση υπάρχουσών τεχνολογιών και όχι καινοτομίες γιατί το πιθανό όφελος από μια τέτοια χρηματοδότηση είναι μικρό ώστε να αναλάβει η τράπεζα τον κίνδυνο μη εξυπηρέτησης του χρέους.

Μια άλλη τακτική της τράπεζας είναι να στηρίζει παλαιούς πελάτες που έχει ήδη χρηματοδοτήσει αν αυτοί παρουσιάσουν πρόβλημα προκειμένου να διασφαλίσει την αποπληρωμή των δανείων που τους έχει χορηγήσει. Αυτό όμως σε συνδυασμό με τη απόρριψη μιας παράλληλης αίτησης για χρηματοδότηση νέας εταιρίας που παράγει προϊόντα προηγμένων τεχνολογιών θα μπορούσε να οδηγήσει σε λάθος κατανομή κεφαλαίων. Αυτό θα συνέβαινε στην περίπτωση που τελικά χρηματοδοτήθηκε εκ νέου μια εταιρία που είναι ήδη προβληματική και η οποία εξακολουθούσε παρά την νέα χρηματοδότηση να μη μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Οι επιπτώσεις θα ήταν αρνητικές και για την τράπεζα (θα χάσει τα χρήματα της) και για την οικονομία (αύξηση ανεργίας λόγω απολύσεων που θα αναγκαστεί να κάνει η εταιρία). Ενώ, αν είχε χρηματοδοτηθεί η νέα εταιρία υπήρχε η περίπτωση να ήταν κερδοφόρα και τελικά η κίνηση αυτή να είχε θετικές επιπτώσεις και για την τράπεζα (δυνατότητα αποπληρωμής των χορηγούμενων κεφαλαίων) και για την οικονομία σαν σύνολο.

Το γεγονός ότι οι εταιρίες γνωρίζουν ότι σε ένα σύστημα βασισμένο στις τράπεζες τα περιθώρια ανεύρεσης χρηματοδότη νέων τεχνολογιών μέσω των τραπεζών, είναι περιορισμένα αποτελεί αντικίνητρο για να προχωρήσουν στα σχέδια τους.

Από την άλλη η χρηματοδότηση μέσω των χρηματαγορών είναι ευκολότερη γιατί υπάρχει ένα ευρύ φάσμα επενδυτών με διαφορετικές νοοτροπίες, ιδέες, αντιλήψεις που κάποιοι από αυτούς θα ενδιαφερθούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους στην νέα εταιρία.

Στην περίπτωση που βρισκόμαστε σε φάση ραγδαία τεχνολογικής ανάπτυξης αυτή η τακτική των τραπεζών να στηρίζουν την χρηματοδότηση

στις μακροχρόνιες σχέσεις με τις εταιρίες έχει ως αποτέλεσμα την απόρριψη χρηματοδότησης μελλοντικών κερδοφόρων εταιριών και την αποτροπή δημιουργίας νέων πολλά υποσχόμενων αγορών. Επομένως σε αυτή την περίπτωση η πλάστιγγα γέρνει υπέρ των συστημάτων των βασισμένων στις χρηματαγορές.

### 7.3 Εταιρία

Το μέγεθος μιας εταιρίας και το πόσο καλά οργανωμένη είναι επηρεάζει τον καθορισμό της πηγής χρηματοδότησης. Αν θα είναι δηλαδή άμεση από τις χρηματαγορές ή έμμεση από τις τράπεζες και τους διαμεσολαβητές.

Η μεγάλη εταιρία συνήθως δίνει καλύτερη πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό. Επομένως όσο πιο μεγάλη και καλά οργανωμένη είναι η εταιρία τόσο πιο εύκολη είναι η συλλογή πληροφοριών από τον επενδυτή για αυτή την εταιρία και τόσο μικρότερο είναι το αποτέλεσμα της αντίθετης επιλογής συγκριτικά με τις μικρές εταιρίες. Ο επενδυτής δηλαδή μπορεί πιο εύκολα να διακρίνει μια καλή εταιρία από μια κακή.

Τα παραπάνω ενισχύει και το γεγονός ότι μια εταιρία προκειμένου να χρηματοδοτηθεί ιδίως μέσω των χρηματαγορών θα πρέπει από πλευράς πληροφόρησης να παράγει μια αξιόπιστη εικόνα. Αυτή όμως η διαδικασία έχει υψηλά κόστη:

- Δημοσιεύσεις στον τύπο για την πορεία της ,
- Διαφημίσεις που την κάνουν γνωστή στο ευρύ κοινό
- Κατοχή software και hardware που ανά πάσα στιγμή μπορούν εύκολα και γρήγορα να παράγουν πληροφόρηση για την οικονομική κατάσταση της εταιρίας

Προφανώς μια μεγάλη εταιρία μπορεί πιο εύκολα να επιβαρυνθεί αυτά τα κόστη και να χρηματοδοτηθεί πιο εύκολα από τις χρηματαγορές.

Τέλος όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρία τόσο πιο γνωστή είναι και τόσο πιο εύκολα μπορεί να διαδοθεί η αναξιοπιστία της. Έτσι δύσκολα παραβιάζει τους όρους χρηματοδότησης της γιατί δεν θα ήθελε να διακινδυνεύσει την

φήμη της. Άρα το αποτέλεσμα του ηθικού κινδύνου είναι μικρότερο συγκριτικά με μια μικρή εταιρία

Επομένως οι μεγάλες και καλά οργανωμένες εταιρίες μπορούν να επωφεληθούν περισσότερο από τα συστήματα τα βασισμένα στις χρηματαγορές συγκριτικά με εκείνα που βασίζονται στις τράπεζες. Δεν είναι τυχαίο ότι στην Αγγλία (market-based system) υπάρχουν περισσότερες μεγάλες εταιρίες συγκριτικά με άλλες Ευρωπαϊκές χώρες που το σύστημα τους βασίζεται στον τραπεζικό τομέα (bank based system)

#### 7.4 Κίνδυνος

Αν οι αγορές ήταν τέλειες τότε οι επενδυτές δεν θα διέτρεχαν κινδύνους κατά την τοποθέτηση των χρημάτων τους σε αυτές. Οι αγορές όμως δεν είναι τέλειες και οι επενδυτές καλούνται να αντιμετωπίσουν διάφορους κινδύνους όπως για παράδειγμα τον κίνδυνο της αγοράς. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων που διαπραγματεύονται στις χρηματαγορές πολλές φορές μεταβάλλονται για λόγους που δεν έχουν να κάνουν με την ίδια την συμπεριφορά τους αλλά οφείλονται στην επίδραση άλλων παραγόντων εκείνων της αγοράς.

Σε αυτό το σημείο υπερέχουν οι διαμεσολαβητές (κυρίως οι τράπεζες) γιατί δημιουργούν συμβόλαια και συμφωνίες ανάλογα με τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει ο κάθε πελάτης. Επίσης προτείνουν προγράμματα στα οποία μπορεί να συμμετάσχει ο επενδυτής και στα οποία διασφαλίζεται μια σταθερή απόδοση ή μια επένδυση με χαμηλό κίνδυνο.

#### 7.5 Κόστος παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών

Αν μια εταιρία έχει να επιλέξει μεταξύ μιας χρηματοδότησης με υψηλό κόστος παροχής υπηρεσιών και μιας αντίστοιχης με χαμηλό είναι προφανές ότι θα επιλέξει εκείνη με το χαμηλότερο κόστος.

Οι τράπεζες έχουν υψηλότερο κόστος παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών συγκριτικά με τις χρηματαγορές λόγω:

- του λειτουργικού κόστους που πρέπει να καλύψουν ( εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων , έμπειρο προσωπικό που ασχολείται με την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των εταιριών προς χρηματοδότηση και την ανά τακτά χρονικά διαστήματα παρακολούθηση τους)
- του κόστους που προκύπτει από τους περιορισμούς που θέτουν οι εποπτικές αρχές (reporting στην τράπεζα της Ελλάδος ανά τακτά χρονικά διαστήματα, διατήρηση άτοκων αποθεματικών)

Το υψηλότερο αυτό κόστος παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που έχουν οι τράπεζες όπως είναι αναμενόμενο το μετακυλύουν στους πελάτες τους. Έτσι η χρηματοδότηση μέσω των τραπεζών γίνεται λιγότερο συμφέρουσα από άποψη κόστους.

## 7.6 Ανταγωνισμός

Σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα βασισμένο σε λίγες και μεγάλες τράπεζες ο ανταγωνισμός είναι μικρός. Οι συναλλαγές βασίζονται όπως έχει προαναφερθεί στις μακροχρόνιες σχέσεις. Οι όροι των χρηματοδοτήσεων προκύπτουν ως αποτέλεσμα διαπραγμάτευσης μεταξύ των εμπλεκομένων μερών και όχι ως αποτέλεσμα της δυνατότητας πραγματοποίησης διαφορετικών επιλογών μέσω του ανταγωνισμού.

Αυτό έρχεται σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις χρηματαγορές όπου αν και δεν είναι τέλειες τα οφέλη από τον ανταγωνισμό που υπάρχει είναι μεγάλα. Ο επενδυτής έχει περισσότερες επιλογές κατά την λήψη των επενδυτικών αποφάσεων του.

Επίσης σε συστήματα που βασίζονται στον τραπεζικό τομέα (σε αντίθεση με εκείνα που βασίζονται στις χρηματαγορές) λόγω έλλειψης ανταγωνισμού δεν δίνεται σημασία στα μηνύματα των τιμών (price signals)

κατά την λήψη αποφάσεων. Έχει παρατηρηθεί από τους Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) ότι οι επενδύσεις που έκαναν εταιρίες που δεν είχαν στενούς δεσμούς με τράπεζες ήταν ανάλογες των ταμειακών τους ροών. Δηλαδή η πτώση των ταμειακών τους ροών είχε ως αποτέλεσμα την πτώση στις επενδυτικές τους δαπάνες. Σε αντίθεση στις εταιρίες που είχαν ισχυρούς δεσμούς με τράπεζες οι επενδυτικές τους αποφάσεις ήταν λιγότερο ευαίσθητες στην μεταβολή των ταμειακών τους ροών.

Όταν μια εταιρία βασίζεται στην χρηματοδότηση από την τράπεζα πιθανό οι επενδυτικές της αποφάσεις να μην εξαρτώνται από τις ταμειακές της ροές γιατί έχει σαν δεδομένο ότι θα αντλήσει τα κεφάλαια που θέλει από την τράπεζα λόγω της σχέσης που υπάρχει. Αν το κάνει αυτό θα μειώσει την μελλοντική της αξία.

Με βάση τα παραπάνω αναφορικά με τα οφέλη του ανταγωνισμού είναι περισσότερα σε ένα σύστημα που βασίζεται στις χρηματαγορές συγκριτικά με ένα σύστημα που βασίζεται στις τράπεζες.

<b>Παράγοντες</b>	<b>Υπέρ</b>	<b>Κατά</b>
Ασύμμετρη πληροφόρηση	BBS	MBS
Τεχνολογία	MBS	BBS
Μέγεθος εταιρίας	MBS	BBS
Κίνδυνος	BBS	MBS
Κόστος παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών	MBS	BBS
Ανταγωνισμός	MBS	BBS

## 8 Τρέχουσες εξελίξεις

### 8.1 Λογιστικά σκάνδαλα

Τα πρόσφατα λογιστικά σκάνδαλα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αλλά και της Ευρώπης κλόνισαν την εμπιστοσύνη προς τις χρηματαγορές και έκαναν την πλάστιγγα να γείρει προς τις τράπεζες.

Το επενδυτικό κοινό αμφισβητεί την αξιοπιστία των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων αλλά και τα άτομα που είναι εντεταλμένα να τις ελέγχουν όπως οι ορκωτοί λογιστές. Ο ρόλος των ορκωτών λογιστών είναι ελεγκτικός και θα πρέπει να διασφαλίζουν ώστε τα οικονομικά στοιχεία που δημοσιεύονται να ταυτίζονται με τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία της εταιρίας. Έτσι τα συμφέροντα των επενδυτών προασπίζονται και η τοποθέτηση των χρημάτων τους είναι θέμα επιλογής και όχι μια υποκινούμενη πράξη που εξυπηρετεί συμφέροντα άλλων με την συγκατάθεση των ορκωτών λογιστών και των εταιριών τους έναντι αδράς αμοιβής.

### 8.2 Παγκοσμιοποίηση

Παγκοσμιοποίηση στον τραπεζικό τομέα σημαίνει επέκταση του δικτύου των τραπεζών και των υπηρεσιών τους σε όλο τον κόσμο. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές με ξένες τράπεζες προάγουν το σκοπό αυτό.

Με την παγκοσμιοποίηση των τραπεζών αυξάνεται ο ανταγωνισμός και οι πελάτες έχουν να επιλέξουν μέσα από ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών που προσφέρουν διαφορετικές τράπεζες. Μέσω του Διαδικτύου μπορούν να βρουν ποια είναι τα τραπεζικά προϊόντα που ανταποκρίνονται στις δικές τους ανάγκες εύκολα γρήγορα και αποτελεσματικά.

Οι εταιρίες μπορούν να συνεργάζονται με μια πληθώρα από τράπεζες ανεξάρτητα την χώρα προέλευσης τους. Μια Αμερικανική εταιρία ,για παράδειγμα, μπορεί να συνεργάζεται με μια Ευρωπαϊκή τράπεζα.

Σύμφωνα με τον Peter Wuffli της UBS Brinson η Ευρώπη θα δει το παραδοσιακό χρηματοοικονομικό σύστημα το βασισμένο στις τράπεζες να αλλάζει , να παίρνει παγκόσμια μορφή σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον και να κερδίζει έδαφος σε σχέση με τις χρηματαγορές.

Όμως θα πρέπει να σημειωθεί ότι στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης θα πρέπει οι τράπεζες να μην παραγνωρίζουν τον εθνικό και τον τοπικό χαρακτήρα τους.

### 8.3 Τραπεζικές εργασίες μέσω Internet

Η πραγματοποίηση τραπεζικών εργασιών μέσω Internet θα επιτελέσει ένα σημαντικό ρόλο στο μέλλον του τραπεζικού τομέα. Θα του δώσει ώθηση και θα αυξήσει περαιτέρω τον ανταγωνισμό με τα όποια οφέλη συνεπάγεται αυτό.

Το internet banking προς το παρόν καλείται να αντιμετωπίσει περιορισμούς και εμπόδια στην λειτουργία του που όμως, όπως διαφαίνεται, σταδιακά θα αναιρεθούν .

Όσο το κοινό εξοικειώνεται με την χρήση του Διαδικτύου τόσο θα είναι σε θέση να το εκμεταλλεύεται προκειμένου να διεκπεραιώνει και άλλες υποθέσεις του όπως για παράδειγμα τις συναλλαγές του με τις τράπεζες. Είναι πιο εύκολο να πατάς ένα κουμπί και να κάνεις κινείς τους λογαριασμούς σου από το να πηγαίνεις στα καταστήματα των τραπεζών και να χάνεις χρόνο. Η εξέλιξη αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα να μειωθεί το δίκτυο των καταστημάτων κατά συνέπεια και το κόστος λειτουργίας τους .Οι πελάτες λόγω του ανταγωνισμού που θα αναπτυχθεί θα πληρώνουν λιγότερες προμήθειες.

Οι επενδυτές θα μπορούν να αντλούν οποιαδήποτε πληροφορία εύκολα, γρήγορα και φθηνότερα , αλλά η πληροφορία από μόνη της δεν οδηγεί σε σωστές αποφάσεις. Χρειάζεται και η συμβουλή έμπειρων ατόμων γιατί οι οικονομικές συναλλαγές είναι περίπλοκες και οι εξελίξεις στον χρηματοοικονομικό τομέα είναι ραγδαίες .



#### 8.4 Διασταυρωμένες πωλήσεις (cross sellings)

Στόχος των τραπεζών είναι , όπως έχει προαναφερθεί ,η δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων με τους πελάτες τους και η παροχή σε αυτούς πολλών και διαφορετικών προϊόντων .

Από την άλλη πλευρά οι υποψήφιοι πελάτες λόγω της παγκοσμιοποίησης και του internet banking έχουν να επιλέξουν μεταξύ πολλών τραπεζών και διαφορετικών προϊόντων. Το ζητούμενο για αυτούς είναι τι είδους προϊόν καλύπτει τις ανάγκες τους και αν είναι φθηνότερο συγκριτικά με αντίστοιχα προϊόντα άλλων τραπεζών .Το ποιο χρηματοοικονομικό ίδρυμα θα τους παρέχει αυτά που ζητάνε λίγο τους ενδιαφέρει .

Η τάση αυτή έχει προβληματίσει τις τράπεζες γιατί οι μακροχρόνιες σχέσεις και η αποκλειστικότητα στην παροχή όλων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από μία τράπεζα με ότι συνεπάγεται αυτό (καλύτερος έλεγχος, μονοπωλιακές συμπεριφορές) αποτελούν κομμάτι του παρελθόντος. Ιδίως οι μεγάλοι πελάτες επιθυμούν περισσότερο εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες συγκριτικά με τους μεσαίου μεγέθους πελάτες.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα εξελίσσεται , ο ανταγωνισμός αυξάνει , η πληροφόρηση διαχέεται εύκολα και γρήγορα , το επενδυτικό κοινό είναι περισσότερο ενημερωμένο, η δυνατότητα επιλογής του καταλληλότερου προϊόντος στην καταλληλότερη τιμή μεγαλώνει . Οι τράπεζες θα πρέπει να ακολουθήσουν τις εξελίξεις και για να κρατήσουν έναν πελάτη στον όμιλο τους και να τον κάνουν να χρησιμοποιεί τα προϊόντα τους θα πρέπει είναι περισσότερο ανταγωνιστικές .

## Επίλογος

Παρουσιάσαμε τα δύο είδη χρηματοοικονομικών συστημάτων εκείνου που βασίζεται κυρίως στις χρηματαγορές και εκείνου που βασίζεται κυρίως στις τράπεζες. Η ένταξη του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας στην μια ή στην άλλη κατηγορία δεν είναι ευκρινής.

Σε κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα συμβιώνουν οι τράπεζες και οι χρηματαγορές. Πολιτικοοικονομικοί καθώς και ιστορικοί παράγοντες έχουν προσδιορίσει την σημαντικότητα των τραπεζών ή των χρηματαγορών και ανάλογα με τις συνθήκες στην κάθε χώρα είχε δοθεί στο παρελθόν μεγαλύτερη βαρύτητα στον ένα τομέα ή στον άλλο. Αυτό δεν σημαίνει ότι οι συνθήκες δεν αλλάζουν.

Στην Ευρώπη τα τελευταία χρόνια λόγω αλλαγής των πολιτικών συνθηκών (ευρωπαϊκή ενοποίηση και σταδιακή μεταφορά εξουσιών από τις εθνικές κυβερνήσεις σε μια ευρωπαϊκή) το χρηματοοικονομικό σύστημα ενώ έχει στραφεί ,περισσότερο από ότι στο παρελθόν ,στις χρηματαγορές.

Αντίθετα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής που το χρηματοοικονομικό σύστημα ήταν περισσότερο market oriented μετά τα πρόσφατα λογιστικά σκάνδαλα και την παγκοσμιοποίηση αρχίζει να αυξάνεται ο ρόλος των τραπεζών.

## Βιβλιογραφία.

- 1.Allen F and D.Gale (2000). Comparing Financial Systems, The MIT Press
- 2.Byrne, J.P. and E.P.Davis."A Comparison of Balance Sheet Structures in Major EU Countries", National Institute Economic Review No.180, p.p.83-85 (April).
- 3.Henry Engler James Essinger (2000). The future of Banking, Reuters.
- 4.Αντζουλάτος Άγγελος (2004). Σημειώσεις Μαθήματος Χρηματοοικονομικής πολιτικής και στρατηγικής.
- 5.F.Miskin (6<sup>TH</sup> edition 2001). The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Addison Wesley.
- 6.Raghuram Rajan and Luigi Zingales (2002). Banks and Markets: The changing character of European Finance, Conference Paper, ECB.
- 7.David O.Beim Charles W.Calomiris (2001).Emerging Financial Markets. McGraw-Hill Companies.