

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ**  
**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ**  
**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

**Γεώργιος Μπουλουχέρης**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2016**



**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN ECONOMIC AND  
BUSINESS STRATEGY**

**CAPITAL CONTROLS,  
INSTITUTIONS AND FINANCIAL  
DEVELOPMENT**

**By**

**Georgios Bouloucheris**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Science in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, September 2016**



*Σε όσους ήταν δίπλα μου τα τελευταία  
δύο χρόνια.*



## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στην επιβλέπουσα καθηγήτρια κ. Χαρίκλεια Οικονομίδου και τους υποψήφιους διδάκτορες κ. Δημήτρη Κωνσταντίο και κ. Δημήτρη Καραμάνη. Το διαρκές ενδιαφέρον τους και η συνεχής καθοδήγηση αποτέλεσαν καταλυτικό παράγοντα στην υλοποίηση της διπλωματικής μου εργασίας

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω το οικογενειακό και φιλικό μου περιβάλλον για την στήριξή που μου παρείχαν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Τέλος θεωρώ βασική υποχρέωση και προσωπική ανάγκη να ευχαριστήσω το Ίδρυμα Κρατικών Υποτροφιών καθώς τόσο τα δύο χρόνια των μεταπτυχιακών σπουδών μου όσο και η ολοκλήρωση της διπλωματικής εργασίας χρηματοδοτήθηκαν από το Ι.Κ.Υ. στο πλαίσιο του προγράμματος χορήγησης υποτροφιών για μεταπτυχιακές σπουδές πρώτου κύκλου στην Ελλάδα με ένταξη στην αγορά εργασίας, ακαδημαϊκού έτους 2014-15.





# Έλεγχοι Κεφαλαίων, Θεσμοί και Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

**Σημαντικοί Όροι:** Έλεγχοι κεφαλαίων, Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη, Θεσμοί, Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση, Χρηματοοικονομική Εμβάθυνση, Χρηματοοικονομικό Σύστημα

## Περίληψη

Τα γεγονότα του Ιουνίου του 2015 αποτέλεσαν μια νέα σελίδα στο βιβλίο της πολυτάραχης ιστορίας της ελληνικής οικονομίας. Η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων αποτέλεσε την νεότερη συνέπεια των παρατεταμένων οικονομικών δυσχερειών που βιώνει η χώρα. Οι έλεγχοι αυτοί αποτελούν μέχρι και σήμερα μέρος της καθημερινότητας φυσικών και νομικών προσώπων καθώς και θέμα συζήτησης της ακαδημαϊκής κοινότητας, των μέσων μαζικής ενημέρωσης και των πολιτών. Τα ανωτέρω αποτέλεσαν αφορμή για την ενασχόληση αυτής της διπλωματικής εργασίας με την διερεύνηση του πως η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζεται από την παρουσία τέτοιων ελέγχων και από το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης κάθε χώρας.

Για την διερεύνηση των παραπάνω σχέσεων βασιστήκαμε σε μια τροποποιημένη μορφή του οικονομετρικού μοντέλου που αναπτύχθηκε από τους Chinn και Ito (2006). Συγκριτικά με τις προγενέστερες εμπειρικές μελέτες, στην διπλωματική αυτή εργασία η μέτρηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και των ελέγχων κεφαλαίων γίνεται με την χρήση των νέων δεικτών από τις πιο πρόσφατες διαθέσιμες μελέτες και τις βάσεις δεδομένων που τις συνοδεύουν. Το δείγμα που διαμορφώθηκε αποτελείται από 70 χώρες και καλύπτει μια χρονική περίοδο 19 ετών (1995-2013).

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μας ανάλυσης στοιχειοθετούν μια αρνητική σχέση μεταξύ του ύψους των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Αντίθετα, υψηλότερο επίπεδο θεσμών συνδέεται με καλύτερη απόδοση του χρηματοπιστωτικού τμήματος της οικονομίας. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι χώρες που παρουσιάζουν υψηλότερη θεσμική ανάπτυξη επωφελούνται περισσότερο από μια διαδικασία χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και άρσης των περιορισμών. Τέλος, τα αποτελέσματα

δείχνουν ότι όταν οι χώρες κατηγοριοποιούνται με βάση το εθνικό εισόδημα, η αρνητική επίδραση των περιορισμών ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων επί της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης είναι μεγαλύτερη για τις χώρες που κατατάσσονται στην κατηγορία υψηλού εισοδήματος. Τα ανωτέρω ευρήματα έρχονται να επιβεβαιώσουν και να ενισχύσουν παρόμοια αποτελέσματα προγενέστερων εμπειρικών μελετών καθώς και να αποτελέσουν έναυσμα για λεπτομερέστερη μελλοντική διερεύνηση.

# Capital Controls, Institutions and Growth

**Keywords:** Capital controls, Financial Development, Institutions, Financial Liberalization, Financial Deepening, Financial System

## Abstract

The The imposition of controls on capital movements was the latest result of the prolonged economic difficulties experienced by the country. These controls are to this day part of the everyday life of natural and legal entities and a topic of discussion for the academic community, the media and the citizens. These were the motives behind the decision to investigate how financial development is influenced by the presence of such controls and the institutional level of each country. events of June 2015 wrote a new page in the book of the turbulent history of the Greek economy.

In order to examine these relationships we relied on a modified form of the econometric model developed by Chinn and Ito (2006). Compared with previous empirical studies, in this thesis the measurement of financial development and capital controls is achieved with the use of new indicators of the most recent available studies and the databases that accompany them. The sample that was formed consists of 70 countries and covers a time period of 19 years (1995-2013).

The results of our empirical analysis constitute a negative relationship between the level of restrictions on the free movement of capital and financial development. Conversely, a higher level of institutions is associated with better performance of the financial segment of the economy. Moreover, it was observed that countries with higher institutional development benefit more from a financial liberalization and the lifting of restrictions. Finally, the results show that when countries are categorized according to the national income, the negative impact capital controls on financial development is greater for countries that are classified in the high-income category. These findings come to reaffirm and strengthen similar findings of previous empirical studies and spur for more detailed future investigations.



## Περιεχόμενα

Περίληψη	ix
Abstract	xi
Κατάλογος Πινάκων	xvii
Κατάλογος Διαγραμμάτων	xix
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εννοιολογικό υπόβαθρο</b>	<b>1</b>
1.1 Εισαγωγή	1
1.2. Το χρηματοοικονομικό σύστημα	1
1.3 Βασικές μορφές χρηματοοικονομικών αγορών	5
1.4 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και οικονομική μεγέθυνση	7
1.5 Θεσμοί και οικονομική μεγέθυνση	9
1.6 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και θεσμοί	14
1.7 Ανακεφαλαίωση	17
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Χρηματοοικονομική απελευθέρωση και έλεγχοι κεφαλαίων</b>	<b>19</b>
2.1 Εισαγωγή	19
2.2 Χρηματοοικονομική καταπίεση	19
2.3 Χρηματοοικονομική απελευθέρωση	23
2.4 Έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων	26
2.5 Στόχοι περιορισμών κεφαλαίων	27
2.6 Τύποι ελέγχων κεφαλαίων	31
2.8 Ανακεφαλαίωση	33

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Βιβλιογραφική ανασκόπηση</b>	<b>35</b>
3.1 Εισαγωγή	35
3.2 Παρουσίαση επιλεγμένης βιβλιογραφίας	35
3.3 Ανακεφαλαίωση	45
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Δεδομένα και εμπειρικό υπόδειγμα</b>	<b>47</b>
4.1 Εισαγωγή	47
4.2 Μεταβλητές - Δεδομένα	47
4.2.1. Μέτρηση Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης	48
4.2.2. Δείκτες ελέγχων κίνησης κεφαλαίων	49
4.2.3. Μέτρηση Θεσμικής Ανάπτυξης	52
4.3 Περιγραφική στατιστική μεταβλητών	53
4.4 Εμπειρικό υπόδειγμα	56
4.5 Έλεγχος Ασθενειών	62
4.6 Ανακεφαλαίωση	69
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελέσματα - Συμπεράσματα</b>	<b>70</b>
5.1 Εισαγωγή	70
5.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης	71
5.3 Ανάλυση με υπο-δείκτες περιορισμών	72
5.4 Ανάλυση με χρήση του δείκτη Chinn – Ito	74
5.5 Ανάλυση με βάση το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης	76
5.6 Ανάλυση με βάση την κατηγορία εισοδήματος	77
5.7 Συμπεράσματα	79
5.8 Ανακεφαλαίωση	81

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>83</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>95</b>





## Κατάλογος Πινάκων

[Αριθμός Πίνακα]	[Τίτλος Πίνακα]	[Σελίδα]
4.1	Περιγραφική στατιστική μεταβλητών	53
4.2	Αποτελέσματα παλινδρόμησης με μεθόδους OLS, FE, RE	59
4.3	Αποτελέσματα Hausman test FE vs RE	60
4.4	Αποτελέσματα F-test για OLS vs FE	61
4.5	Συντελεστές συσχέτισης ανεξάρτητων μεταβλητών	63
4.6	Συντελεστής Διόγκωσης Διακύμανσης	63
4.7	Αποτελέσματα παλινδρόμησης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος	65
4.8	Αποτελέσματα παλινδρόμησης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος μοντέλου πρώτων διαφορών	65
4.9	Αποτελέσματα Breusch-Pagan Test	68
4.10	Μεταβλητές που προκαλούν ετεροσκεδαστικότητα	68
5.1	Αποτελέσματα παλινδρόμησης μοντέλου με τρία lag	71
5.2	Αποτελέσματα παλινδρόμησης με υπο-δείκτες περιορισμών εισροών και εκροών	73
5.3	Αποτελέσματα παλινδρόμησης με δείκτη Chinn-Ito	75
5.4	Αποτελέσματα παλινδρόμησης με βάση την θεσμική ανάπτυξη	77
5.5	Αποτελέσματα παλινδρόμησης για χώρες υψηλού και μεσαίου εισοδήματος	78



## Κατάλογος Διαγραμμάτων

[Αριθμός Διαγράμματος]	[Τίτλος Διαγράμματος]	[Σελίδα]
4.1	Θηκογράμματα μεταβλητών FD_index, KA, Institutions	55
4.2	Διαγραμματική απεικόνιση σχέσης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος	64
4.3	Διαγραμματική απεικόνιση σχέσης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος μοντέλου πρώτων διαφορών	66
4.4	Διαγραμματικός έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας	67



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

### 1.1 Εισαγωγή

Βασική προϋπόθεση πριν προχωρήσουμε στην εξέταση της σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και θεσμών αποτελεί η παρουσίαση του θεωρητικού υποβάθρου που βρίσκεται πίσω από ορισμένες από τις έννοιες που θα συναντήσουμε. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται αναφορά σε ορισμένους όρους - κλειδιά που απαντώνται στο κείμενο καθώς και στις βασικές μεταξύ τους σχέσεις.

Το οικονομετρικό μοντέλο το οποίο θα αναλύσουμε στα επόμενα κεφάλαια εξετάζει πως μια σειρά από παράγοντες επηρεάζουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Συνεπώς κρίνεται σκόπιμο να προσδιορίσουμε τι ακριβώς εννοούμε όταν αναφερόμαστε στον όρο χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Επίσης, εφόσον αναφερόμαστε στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη είναι απαραίτητο να γίνει αναφορά στο χρηματοοικονομικό σύστημα, στις μορφές του καθώς και σε άλλες συναφείς με αυτό έννοιες.

Πιο συγκεκριμένα, στο κεφάλαιο αυτό γίνεται παρουσίαση του χρηματοοικονομικού συστήματος, των λειτουργιών που αυτό προσφέρει καθώς και των μορφών στις οποίες διακρίνεται με βάση ορισμένα κριτήρια. Στην συνέχεια αναλύουμε το πώς συνδέεται η χρηματοοικονομική ανάπτυξη με την οικονομική μεγέθυνση δίνοντας βάση στις απόψεις που έχουν εκφραστεί στο πέρασμα των χρόνων μέσα από τα έργα σημαντικών οικονομολόγων. Τέλος, γίνεται ανάλυση της θεωρίας για τον ρόλο των πολιτικών και οικονομικών θεσμικών οργάνων στην οικονομική μεγέθυνση και αναλύονται οι άμεσοι και έμμεσοι τρόποι με τους οποίους οι θεσμικοί παράγοντες επηρεάζουν την χρηματοοικονομική και κατ' επέκταση την οικονομική ανάπτυξη.

### 1.2. Το χρηματοοικονομικό σύστημα

Λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι η διενέργεια συναλλαγών απαιτεί ένα επίπεδο πληροφόρησης καθώς και ότι συνεπάγεται διάφορες δαπάνες (πληροφόρησης, επιβολής συμβάσεων, συναλλαγών) σε συνδυασμό με τα διαφορετικά νομικά, ρυθμιστικά, και φορολογικά συστήματα μεταξύ των χωρών, αντιλαμβανόμαστε την ανάγκη εμφάνισης ιδιαίτερων τύπων χρηματοοικονομικών αγορών-συστημάτων. Μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος

καθίσταται δυνατή η μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ δανειστών, επενδυτών (πλεονασματικές μονάδες) και δανειζόμενων (ελλειμματικές μονάδες).

Η λειτουργία ενός χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να γίνεται σε εθνικό επίπεδο, σε παγκόσμιο επίπεδο, ή ακόμα και σε επίπεδο εταιρίας. Ένα τέτοιο σύστημα μπορεί να θεωρηθεί ανεπτυγμένο όταν περιλαμβάνει ένα ασφαλές και αποτελεσματικό σύστημα πληρωμών, χρηματοπιστωτικές αγορές και ενδιάμεσους, οι οποίοι τις οργανώνουν, ελέγχουν τη διαδικασία χρηματοδότησης και προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό ένα σύνολο εργαλείων και μέσων για τη διαχείριση του επενδυτικού και όχι μόνο κινδύνου. Οι λειτουργίες που παρέχονται από το χρηματοοικονομικό σύστημα και τους διαμεσολαβητές μπορούν να συνοψιστούν στις εξής πέντε: (i) διαφοροποίηση και διαχείριση του κινδύνου, (ii) παροχή πληροφοριών και βελτίωση της κατανομής των πόρων, (iii) έλεγχος επενδύσεων και άσκηση εταιρικού ελέγχου, (iv) κινητοποίηση και συγκέντρωση της αποταμίευσης, (v) διευκόλυνση της συναλλαγής αγαθών και υπηρεσιών. Μέσω των πέντε αυτών λειτουργιών, τα χρηματοοικονομικά συστήματα αμβλύνουν τις τριβές στις αγορές και συνεπώς επηρεάζουν την κατανομή των πόρων. Παρακάτω, παρουσιάζονται συνοπτικά οι βελτιώσεις που μπορεί να επιφέρει σε μια οικονομία η εμφάνιση χρηματοοικονομικών αγορών, συμβολαίων και διαμεσολαβητών.

### ***Βελτίωση Κινδύνου***

Η ύπαρξη των χρηματοοικονομικών αγορών έχει ως αποτέλεσμα την διευκόλυνση των συναλλαγών καθώς και την αντιστάθμιση και συγκέντρωση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν τόσο οι εταιρείες/επιχειρήσεις όσο και ολόκληρες χώρες. Ως κίνδυνο θεωρούμε είτε τον κίνδυνο ρευστότητας είτε τον ιδιοσυγκρατικό κίνδυνο. Οι οργανισμοί που αποτελούν τις χρηματοοικονομικές αγορές (τραπεζικά ιδρύματα, αγορές τίτλων, αμοιβαία κεφάλαια κτλ.) προσφέρουν τα κατάλληλα εργαλεία για την διαχείριση αυτών των κινδύνων.

Ο κίνδυνος ρευστότητας συνδέεται με την αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με την ευκολία και την ταχύτητα με την οποία μπορεί ένας τίτλος να μετατραπεί σε μέσο συναλλαγής. Στις χρηματοοικονομικές αγορές ο κίνδυνος αυτός μετριάζεται καθώς η ανταλλαγή των χρηματοοικονομικών τίτλων είναι σχετικά φθηνή και η αβεβαιότητα σχετικά με τον χρόνο που απαιτείται για την εκκαθάριση των συναλλαγών είναι χαμηλή. Μέσω των οργανωμένων αγορών οι επενδυτές μπορούν εύκολα να προβούν σε αγοραπωλησίες μετοχών ενώ οι επιχειρήσεις μπορούν να έχουν σταθερή πρόσβαση στο επενδεδυμένο από τους

αρχικούς μετόχους κεφάλαιο. Με την μείωση στα κόστη συναλλαγής αυξάνεται η επένδυση στα προγράμματα που έχουν υψηλότερη απόδοση (και υψηλότερο ρίσκο). Εάν αυτά τα προγράμματα έχουν μεγάλες εξωτερικότητες, η μεγαλύτερη ρευστότητα του χρηματιστηρίου προκαλεί γρηγορότερη μεγέθυνση. Παράλληλα, υπό αυτές τις συνθήκες, τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν την δυνατότητα να παρέχουν ρευστοποιήσιμες καταθέσεις στους αποταμιευτές, παρέχοντας τους πλήρη ασφάλεια έναντι του κινδύνου ρευστότητας. Αυτό το επιτυγχάνουν μέσω της επιλογής ενός κατάλληλου μείγματος ρευστοποιήσιμων-χαμηλών αποδόσεων επενδύσεων και μη εύκολα ρευστοποιήσιμων-υψηλών αποδόσεων επενδύσεων. Με αυτόν τον τρόπο, οι τράπεζες παρέχουν όχι μόνο πλήρη ασφάλεια στους αποταμιευτές ενάντια στον κίνδυνο ρευστότητας, αλλά και διευκόλυνση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων σε προγράμματα υψηλής απόδοσης.

### ***Απόκτηση πληροφοριών και ανακατανομή πόρων***

Η έλλειψη χρόνου, αντίληψης, αλλά και μέσων από την πλευρά των ιδιωτών αποταμιευτών καθιστά την αξιολόγηση των εταιριών και των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά δύσκολη και κοστοβόρα. Οι αποταμιευτές είναι απρόθυμοι να επενδύσουν σε δραστηριότητες για τις οποίες η διαθέσιμη αξιόπιστη πληροφόρηση είναι ελάχιστη. Ως αποτέλεσμα αυτού, τα υψηλά κόστη πληροφόρησης μπορεί να εμποδίσουν την ροή του κεφαλαίου σε χρήσεις με υψηλότερη αξία.

Τα παραπάνω δημιουργούν κίνητρο για την δημιουργία των οργανισμών που λειτουργούν ως διαμεσολαβητές. Χωρίς αυτούς τους οργανισμούς κάθε επενδυτής θα έπρεπε να επιβαρυνθεί ο ίδιος τα υψηλά κόστη πληροφόρησης. Αντίθετα οι οργανισμοί αυτοί συγκεντρώνουν πληροφορίες τις οποίες καθιστούν διαθέσιμες σε όλα τα μέλη τους. Η ανάγκη αυτή για εξοικονόμηση πόρων από τα κόστη απόκτησης πληροφόρησης διευκολύνει την απόκτηση των πληροφοριών για τις επενδυτικές ευκαιρίες και ως εκ τούτου βελτιώνει την κατανομή των πόρων. Αυτό μπορεί να έχει θετικές επιπτώσεις επί της μεγέθυνσης μιας οικονομίας καθώς δεδομένου ότι επιχειρηματίες και εταιρίες αναζητούν κεφάλαιο (το οποίο είναι περιορισμένο), οι χρηματοοικονομικοί μεσάζοντες που παράγουν καλύτερες πληροφορίες θα οδηγήσουν στην χρηματοδότηση των περισσότερο ελπιδοφόρων εταιριών οδηγώντας σε αποδοτικότερη κατανομή του κεφαλαίου και ταχύτερη μεγέθυνση (Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic 1990).

### ***Παρακολούθηση διευθυντών και άσκηση εταιρικού ελέγχου***

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η παρουσία των χρηματοοικονομικών αγορών οδηγεί σε μείωση του κόστους της πληροφόρησης που απαιτείται για την απόφαση επένδυσης σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα. Αυτό είναι ένα εκ των προτέρων (ex ante) αποτέλεσμα, με την έννοια ότι λαμβάνει χώρα πριν την πραγματοποίηση της επένδυσης αυτής καθαυτής. Εκτός όμως από το εκ των προτέρων αποτέλεσμα, οι χρηματοοικονομικές αγορές διευκολύνουν και την εκ των υστέρων (ex post) άσκηση του εταιρικού ελέγχου και παρακολούθηση των διευθυντικών στελεχών (δηλαδή μετά την πραγματοποίηση της χρηματοδότησης).

Ο βαθμός στον οποίο οι οντότητες που παρέχουν το κεφάλαιά τους σε μια εταιρία μπορούν αποτελεσματικά να ελέγξουν και να καθορίσουν το πώς οι εταιρίες χρησιμοποιούν αυτά τα κεφάλαια, έχει επιδράσεις τόσο στην αποταμίευση όσο και στις αποφάσεις κατανομής πόρων. Οι οργανισμοί που αποτελούν τις χρηματοοικονομικές αγορές μετριάζουν τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μικρών μετόχων, μειώνοντας τις δαπάνες και την πολυπλοκότητα που σχετίζεται με την επιτήρηση της διοίκησης και την άσκηση του εταιρικού ελέγχου. Η ύπαρξη ασυμμετριών δίνει την δυνατότητα στα διευθυντικά στελέχη να τις χρησιμοποιούν προς όφελός τους, ελέγχοντας τις πληροφορίες που διαχέονται εκτός της εταιρίας. Όταν οι μέτοχοι και οι πιστωτές ελέγχουν αποτελεσματικά τις εταιρίες οδηγούν τους διευθυντές στην επιλογή των καταλληλότερων τρόπων διάθεσης των πόρων με στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Από την άλλη, η απουσία χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων που ενισχύουν τον εταιρικό έλεγχο, δυσχεραίνει την κινητοποίηση της αποταμίευσης και μπορεί να οδηγήσει την διάθεσή του κεφαλαίου σε μη κερδοφόρες επενδύσεις.

### ***Κινητοποίηση αποταμίευσης***

Ως κινητοποίηση ορίζεται η διαδικασία συσσώρευσης κεφαλαίου ανόμοιων αποταμιευτών με σκοπό την επένδυση. Αν η πρόσβαση σε πολλαπλούς αποταμιευτές δεν ήταν εφικτή, πολλές διαδικασίες παραγωγής θα βρισκότουσαν εγκλωβισμένες σε οικονομικά αναποτελεσματικές κλίμακες (Erik Sirri και Peter Tufano 1995). Η επίτευξη της συσσώρευσης απαιτεί: (α) να υπερκεραστούν τα κόστη συναλλαγής που απαιτούνται από την διαδικασία συλλογής αποταμιεύσεων από διαφορετικούς αποταμιευτές και (β) να αντιμετωπιστούν οι ασυμμετρίες πληροφόρησης που σχετίζονται με την εμπιστοσύνη που πρέπει νιώθουν οι αποταμιευτές ώστε να αφήσουν τον έλεγχο των αποταμιεύσεων τους.



Τα πιο αποτελεσματικά στην συγκέντρωση αποταμίευσης χρηματοοικονομικά συστήματα, επιδρούν στην οικονομία τόσο άμεσα, μέσω της αύξησης της αποταμίευσης, της εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας, της διαφοροποίησης των επενδύσεων, όσο και έμμεσα. Αυτό συμβαίνει καθώς η καλύτερη συσσώρευση του κεφαλαίου, μπορεί να βελτιώσει την κατανομή των πόρων και να ωθήσει την τεχνολογική καινοτομία και συνεπώς την μεγέθυνση (Bagehot 1873). Χωρίς πρόσβαση στους πολλαπλάσιους επενδυτές, πολλές διαδικασίες παραγωγής θα περιορίζονταν.

### ***Διευκόλυνση ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών***

Οι χρηματοοικονομικές αγορές μέσω της μείωσης του κόστους συναλλαγής που επιτυγχάνουν, προωθούν την εξειδίκευση, την τεχνολογική καινοτομία και την μεγέθυνση. Από το 1776 ο Adam Smith ασχολήθηκε με τις σχέσεις μεταξύ των παραπάνω παραγόντων με την μεγέθυνση και το πως η εξειδίκευση είναι βασικός παράγοντας για την βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας.

Σύμφωνα με τον Smith η εξειδίκευση απαιτεί περισσότερες συναλλαγές σε σύγκριση με μια αυτάρκη οικονομία. Η αύξηση των συναλλαγών σε συνδυασμό με τα κόστη πληροφόρησης καθιστούν αναγκαία την εμφάνιση του χρήματος ως αναγνωρισμένου μέσου συναλλαγών. Η χρήση χρήματος συνοδεύεται από μειωμένο κόστος συναλλαγής σε αντίθεση με την ανταλλαγή εμπορευμάτων (barter) η οποία απαιτεί την αρκετά κοστοβόρα αξιολόγηση των προς ανταλλαγή εμπορευμάτων. Μεταγενέστερες μελέτες προσπάθησαν να απεικονίσουν με μεγαλύτερη ακρίβεια τις σχέσεις μεταξύ ανταλλαγής, εξειδίκευσης και καινοτομίας. Υψηλότερη εξειδίκευση απαιτεί περισσότερες συναλλαγές. Λαμβάνοντας υπόψη ότι κάθε συναλλαγή συνοδεύεται από δαπάνες, τα χρηματοοικονομικά συστήματα μέσω της μείωσης του κόστους συναλλαγής, επιτρέπουν την αύξηση της εξειδίκευσης. Κατά αυτόν τον τρόπο, οι αγορές που προωθούν τη συναλλαγή, ενθαρρύνουν τα κέρδη παραγωγικότητας.

### **1.3 Βασικές μορφές χρηματοοικονομικών αγορών**

Ο όρος χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί μια ευρεία έννοια που περιλαμβάνει κάθε σύστημα μέσω του οποίου έρχονται σε επαφή επίδοξοι δανειστές, επενδυτές και δανειζόμενοι. Το χρηματοοικονομικό σύστημα περιλαμβάνει την χρηματαγορά (money market) την κεφαλαιαγορά (capital market) και την αγορά συναλλάγματος (foreign exchange

market). Οδηγούμενοι σε μια στενότερη έννοια, η αγορά χρήματος και η κεφαλαιαγορά αποτελούν την αγορά πιστώσεων (credit market).

Η κατηγοριοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών γίνεται με στόχο την καλύτερη κατανόησή τους. Βασικό κριτήριο αποτελεί η διάρκεια (βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη) των χορηγούμενων/επιδιωκόμενων χρηματοδοτήσεων/επενδύσεων. Με βάση αυτό το κριτήριο οι χρηματοοικονομικές αγορές διακρίνονται σε αγορές χρήματος και αγορές κεφαλαίων. Στην χρηματαγορά αντικείμενο συναλλαγής είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας, από μερικές μέρες μέχρι το πολύ ένα έτος. Οι τίτλοι που διαπραγματεύονται είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος και μπορούν να ρευστοποιηθούν εύκολα χωρίς ιδιαίτερες απώλειες στην απόδοση. Παραδείγματα τίτλων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά χρήματος είναι πιστοποιητικά καταθέσεων, τα γραμμάτια του δημοσίου, τα δάνεια, οι προθεσμιακές συμφωνίες και οι συμφωνίες επαναγοράς (repos). Σε αντίθεση με την αγορά χρήματος, στην αγορά κεφαλαίων γίνεται η διαπραγμάτευση και αγοραπωλησία αξιόγραφων με μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Οι επιχειρήσεις και οι κυβερνήσεις απευθύνονται στην κεφαλαιαγορά για να μπορέσουν συλλέξουν πόρους με τους οποίους θα χρηματοδοτήσουν τα μακροπρόθεσμα σχέδιά τους. Αυτή η συλλογή κεφαλαίων επιτυγχάνεται είτε μέσω της έκδοσης και διάθεσης μετοχών είτε μέσω της έκδοσης ομολογιών δημιουργώντας αντίστοιχα, τις αγορές μετοχών και τις αγορές ομολόγων.

Η χρηματαγορά και η κεφαλαιαγορά διαχωρίζονται με την σειρά τους σε δύο επιμέρους κατηγορίες, την πρωτογενή και την δευτερογενή αγορά. Ο διαχωρισμός αυτός βασίζεται στο αν οι τίτλοι που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης είναι νέοι ή υφιστάμενοι. Στην πρωτογενή αγορά οι μονάδες που επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια εκδίδουν νέα αξιόγραφα, στα οποία επενδύουν οι πλεονασματικές μονάδες. Βασικό ρόλο στην αγορά αυτή διαδραματίζουν οι ανάδοχες εταιρείες-όμιλοι (underwriting groups) οι οποίες αναλαμβάνουν να υλοποιήσουν την έκδοση των νέων τίτλων των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων και την διάθεσή τους στο επενδυτικό κοινό. Στην δευτερογενή αγορά από την άλλη γίνονται αγοραπωλησίες χρεογράφων κυρίως μεταξύ των επενδυτών παρά μεταξύ εταιριών και επενδυτών. Τα χρεόγραφα αυτά δεν προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά παρά έχουν ήδη αποκτηθεί στην πρωτογενή αγορά. Λόγω της ύπαρξης της δευτερογενούς αγοράς, οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να προβούν σε πώληση των τίτλων που κατέχουν. Με αυτό τον τρόπο μπορούν να καλύψουν έκτατες ανάγκες ρευστότητας ή να προβούν σε

αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους, ως αντίδραση στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς.

Τέλος, οι χρηματοοικονομικές αγορές ταξινομούνται και με βάση την ανάπτυξή τους σε Τραπεζικά Προσανατολισμένο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (bank-based financial system) και σε Χρηματιστηριακά Προσανατολισμένο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (market-based financial system). Πιο συγκεκριμένα, στα πρώτα στάδια της βιομηχανοποίησης, όταν το κατά κεφαλήν εισόδημα κινείται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, οι νέες αποταμιεύσεις συγκεντρώνονται κυρίως από τους τραπεζικούς οργανισμούς (bank-based financial system). Το δεύτερο στάδιο χαρακτηρίζεται από την παρουσία επιχειρήσεων οι οποίες συγκεντρώνουν ένα συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό εξωτερικών δανείων μέσω των κεφαλαιαγορών και των χρηματιστηρίων (market-based financial system).

#### **1.4 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και οικονομική μεγέθυνση**

Ως χρηματοοικονομική ανάπτυξη ορίζουμε την βελτίωση των παραγόντων, των πολιτικών και των θεσμών που οδηγούν σε αποτελεσματική χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση και αγορές καθώς και σε ευκολότερη και ευρύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (The Financial Development Report, 2012). Ως οικονομική μεγέθυνση ορίζουμε την αύξηση της συνολικής αξίας των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών σε μια οικονομία σε μια συγκεκριμένη περίοδο. Η μέτρηση της μεταβολής στην αξία προσαρμόζεται με βάση τον πληθωρισμό ώστε να εξαλειφθεί η επίδραση που έχει επί της τιμής των παραγόμενων προϊόντων. Ποια όμως η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης;

Τα τελευταία χρόνια το θέμα αυτό έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας. Βασική αιτία για αυτό αποτέλεσε η αλλαγή στη μορφή του χρηματοοικονομικού συστήματος, από ένα σύστημα που κυρίαρχο ρόλο είχαν οι τράπεζες σε ένα σύστημα με εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης (π.χ. χρηματιστηριακές αγορές). Και πώς ερμηνεύεται η επίδρασή τους στην οικονομική μεγέθυνση; Κάθε μια από τις λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος (που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα) επηρεάζει την οικονομική μεγέθυνση μέσω δύο καναλιών: (α) μέσω της συσσώρευσης του κεφαλαίου και (β) μέσω των τεχνολογικών καινοτομιών. Όσον αφορά το πρώτο κανάλι, οι λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος είτε μεταβάλλοντας τον ρυθμό αποταμίευσης είτε ανακατανέμοντας το ποσοστό αποταμίευσης ανάμεσα σε

διαφορετικές τεχνολογίες παραγωγής κεφαλαιουχικών αγαθών, επηρεάζουν τον ρυθμό συσσώρευσης κεφαλαίου και κατ' επέκταση μέσω αυτού την μεγέθυνση στο σταθερό σημείο (steady-state growth).<sup>1</sup> Όσον αφορά το δεύτερο κανάλι, το χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάζει τη μεγέθυνση μέσω της αύξησης του ρυθμού επίτευξης τεχνολογικών καινοτομιών. Η αύξηση του ρυθμού τεχνολογικών καινοτομιών προέρχεται από την ανακάλυψη νέων μεθόδων παραγωγής και νέων προϊόντων.<sup>2</sup>

Ο πρώτος ακαδημαϊκός που ερεύνησε την σχέση χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης ήταν ο Schumpeter (1912), ο οποίος υπογράμμισε τον κρίσιμο ρόλο που θα διαδραμάτιζε το τραπεζικό σύστημα στην προώθηση της καινοτομίας και στην μελλοντική οικονομική ανάπτυξη μέσω της χρηματοδότηση των παραγωγικότερων επενδύσεων. Με την εμφάνιση και ανάπτυξη των υποδειγμάτων ενδογενούς μεγέθυνσης δόθηκε ακόμα μεγαλύτερη προσοχή στην συμβολή των χρηματοοικονομικών αγορών στην μεγέθυνση.<sup>3</sup> Έργα όπως αυτά των Obstfeld (1994), Greenwood και Smith (1997) και κυρίως η μελέτη των King και Levine (1993a,b), έδωσαν ώθηση σε έναν μεγάλο αριθμό νέων ερευνών. Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες η ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ χρηματοοικονομικής και οικονομικής ανάπτυξης θεωρείται σχεδόν δεδομένη. Ωστόσο, στην ερευνητική κοινότητα υφίσταται μια διάσταση απόψεων σχετικά με την κατεύθυνση της αιτιότητας μεταξύ των δύο. Ο εντοπισμός αυτής της αιτιότητας είναι κρίσιμος καθώς έχει σημαντικές επιπτώσεις στον καθορισμό των αναπτυξιακών πολιτικών από τις κυβερνήσεις.

Σε γενικές γραμμές υπάρχουν τέσσερις απόψεις για την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης. Οι δύο πιθανές κατευθύνσεις, όπως αυτές αποτυπώθηκαν από τον Patrick (1966) είναι η καθοδηγούμενη από την προσφορά υπόθεση (supply leading hypothesis) και η καθοδηγούμενη από την ζήτηση υπόθεση (demand-following hypothesis). Η πρώτη υποστηρίζει μια αιτιώδη σχέση από την χρηματοοικονομική ανάπτυξη προς την οικονομική μεγέθυνση. Έναν θετικό αντίκτυπο δηλαδή, ο οποίος επιτυγχάνεται μέσω της επίδρασης που έχει η δημιουργία των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και η αύξηση των παρεχόμενων υπηρεσιών στην οικονομική

---

<sup>1</sup> Τέτοιου είδους μοντέλα αναπτύχθηκαν από τους Paul Romer (1986), Robert Lucas (1988) και Sergio Rebelo (1991).

<sup>2</sup> Τέτοιου είδους μοντέλα αναπτύχθηκαν από τους Paul Romer (1990), Gene Grossman και Elhanan Helpman (1991), Philippe Aghion και Peter Howitt (1992).

<sup>3</sup> Η θεωρία της ενδογενούς ανάπτυξης υποστηρίζει ότι η οικονομική ανάπτυξη είναι κυρίως αποτέλεσμα ενδογενών και όχι εξωτερικών δυνάμεων. Υποστηρίζει ότι οι επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο, καινοτομία και γνώση συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και ότι ο μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας εξαρτάται κυρίως από μέτρα πολιτικής.

μεγέθυνση. Σε αυτό το πλαίσιο κινούνται τα έργα των Gurley και Shaw (1955), Goldsmith, (1969), Shaw (1973), McKinnon (1973), Roubini και Sala-i-Martin (1992), King και Levine (1993a,b) Rousseau και Wachtel (2000). Η δεύτερη υπόθεση (demand-following hypothesis) υποστηρίζει μια αιτιώδη σχέση από την οικονομική μεγέθυνση στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Η άποψη αυτή ουσιαστικά υποστηρίζει ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας ακολουθεί παθητικά τις αλλαγές που συμβαίνουν στον πραγματικό τομέα και την αύξηση της ζήτησης για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Χαρακτηριστικά έργα υπέρ αυτής της άποψης αποτελούν αυτά των Robinson (1952), Friedman και Schwartz, (1963), Gurley και Shaw (1967), Goldsmith (1969), Jung (1986), Ireland (1994). Ακόμα δύο απόψεις, οι οποίες κινούνται ανάμεσα στα όρια που θέτουν οι δύο προαναφερθείσες, έρχονται να συμπληρώσουν το φάσμα γύρω από την σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης. Η μία άποψη υποστηρίζει την ύπαρξη αμοιβαίας-αμφίδρομης αιτιότητας (Demetriades και Hussein, 1996; Greenwood και Smith, 1997; Arestis και Demetriades, 1999 Luintel και Khan, 1999; Arestis et al., 2001) και η άλλη ότι δεν υπάρχει καμία συσχέτιση (Lucas, 1988). Για τον εντοπισμό της κατεύθυνσης της σχέσης έχουν χρησιμοποιηθεί όλοι οι τρόποι έρευνας. Τα αποτελέσματα από τις διαστρωματικές μελέτες (cross-section) και από τις πιο πρόσφατες με πάνελ δεδομένα (panel data) υποστηρίζουν την θετική επίδραση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης στη μεγέθυνση (LaPorta et al., 1997, 1998, 1999; Levine, 1998, 1999; Beck et al., 2000; Levine et al., 2000; Rousseau και Wachtel, 2000). Αντίθετα, οι μελέτες χρονολογικής σειράς (time series) δίνουν αντιφατικά αποτελέσματα.

## **1.5 Θεσμοί και οικονομική μεγέθυνση**

Κάθε κοινωνία για να μπορέσει λειτουργήσει και να αναπτυχθεί πρέπει να ικανοποιεί τις ανάγκες των μονάδων που την απαρτίζουν. Για την επίτευξη αυτού του σκοπού κάθε κοινωνία έχει αναπτύξει διάφορα είδη θεσμών (οικογενειακούς, θρησκευτικούς, εκπαιδευτικούς, οικονομικούς, πολιτικούς). Η οικονομική θεωρία δεν είχε δώσει μεγάλη έμφαση στην μελέτη των θεσμών, καθώς αυτή αποτελεί κατά βάση αντικείμενο μελέτης της Πολιτικής Επιστήμης. Ωστόσο η ανάγκη να βρεθεί απάντηση σε ένα από τα σημαντικότερα ερωτήματα που αφορούν τους οικονομολόγους, έδωσε την αφορμή για ευρύτερη ενασχόληση από πλευράς οικονομικής θεωρίας με την μελέτη των θεσμών. Το ερώτημα αυτό είναι το

γιατί ορισμένες χώρες είναι πλουσιότερες από άλλες και παράλληλα γιατί ορισμένες χώρες μεγεθύνονται ενώ άλλες παραμένουν στάσιμες.

Αρχικά οι οικονομολόγοι για να εξηγήσουν τις διαφορές μεταξύ των χωρών εισήγαγαν τον παράγοντα της τεχνολογικής προόδου. Ο Adam Smith (1776) υποστηρίζει ότι η συσσώρευση κεφαλαίου, η τεχνολογική πρόοδος και η διαφορά θεσμικών και κοινωνικών παραγόντων έχουν καθοριστικό ρόλο στην διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης μιας χώρας. Οι θέσεις του Smith επηρέασαν το έργο πολλών μεταγενέστερων οικονομολόγων, από τον David Ricardo μέχρι τον Roy Harrod. Οι Harrod (1939) και Domar (1946) ανέπτυξαν την σημασία των επενδύσεων στην οικονομική μεγέθυνση. Τα βασικότερα συμπεράσματα των ανωτέρω θεωριών είναι ότι η οικονομική μεγέθυνση οφείλεται στην αποταμίευση και ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης μπορεί να αυξηθεί μόνο λόγω της τεχνολογικής προόδου. Σύμφωνα με το κλασικό Κεϋνσιανό μοντέλο, η πολιτική των κυβερνήσεων μπορεί να επηρεάσει τον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης του πραγματικού προϊόντος. Αντίθετα, στο νεοκλασικό μοντέλο (Ramsey, 1928; Solow, 1956; Swan, 1956; Koopmans, 1965) οι δημόσιες δαπάνες επηρεάζουν το επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματος αλλά δεν έχουν επίπτωση στο μακροχρόνιο ρυθμό μεγέθυνσης. Στο νεοκλασικό υπόδειγμα υπάρχουν τρεις παράγοντες που προκαλούν τη μεγέθυνση: η εργασία, το κεφάλαιο και η τεχνολογική πρόοδος. Η τεχνολογική πρόοδος μπορεί να επηρεαστεί από τα θεσμικά όργανα, αλλά η θεωρία υποθέτει ότι είναι εξωγενής. Στην συνέχεια στα υποδείγματα ενδογενούς μεγέθυνσης που αναπτύχθηκαν (π.χ. Romer, 1986,1990; Lucas, 1988; Becker et al, 1990; Rebelo, 1990) η τεχνολογική πρόοδος δεν θεωρείται εξωγενής και η δημοσιονομική πολιτική έχει σημαντικό ρόλο στην οικονομική μεγέθυνση. Σε αυτά τα υποδείγματα το ανθρώπινο κεφάλαιο δεν υπόκειται σε φθίνουσες αποδόσεις κλίμακας επιτρέποντας έτσι την οικονομική μεγέθυνση. Ωστόσο, ακόμα και αυτά τα υποδείγματα δεν λαμβάνουν υπόψη τον ρόλο των οικονομικών και πολιτικών θεσμικών οργάνων. Στην εμπειρική ανάλυση, οι μεταβλητές που απεικονίζουν τα οικονομικά/πολιτικά θεσμικά όργανα θεωρούνται ως «πρόσθετες επεξηγηματικές μεταβλητές», οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται στο βασικό υπόδειγμα παλινδρόμησης. Συνεπώς, ενώ έχουν υπάρξει έρευνες που συμπεριέλαβαν τις πολιτικές μεταβλητές στις παλινδρομήσεις της μεγέθυνσης, τα ερωτήματα σχετικά με την ποσοτική και ποιοτική τους επίδραση δεν ήταν σχεδόν ποτέ στο κέντρο των συζητήσεων. Το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον γύρω από την λειτουργία των θεσμών στα πλαίσια της οικονομικής δραστηριότητας επανήλθε με την «Νέα Θεσμική Οικονομική» (New

Institutional Economics) όπως ονομάστηκε από τον Williamson (1975), σύμφωνα με την οποία οι θεσμοί πρέπει να υπόκεινται σε ανάλυση (Matthews, 1986). Αντικείμενό της αποτελεί το πώς μεταβάλλεται το πρόβλημα της άριστης κατανομής των πόρων υπό το πρίσμα ότι οι θεσμοί που πλαισιώνουν την λειτουργία της αγοράς δεν ανταποκρίνονται στις υποθέσεις του νεοκλασικού υποδείγματος. Βέβαια, η νέα θεσμική οικονομική σχολή δανείζεται εργαλεία από την νεοκλασική προσθέτοντας όμως έννοιες όπως το συναλλακτικό κόστος και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας (Coase, 1960). Οι έννοιες αυτές αποτελούν κεντρικά σημεία στην ανάλυση των νέων θεσμικών οικονομικών. Τα έργα των Knack και Keefer (1995) και του Mauro (1995), μετατόπισαν το ενδιαφέρον της βιβλιογραφίας γύρω από την οικονομική ανάπτυξη στη σχέση μεταξύ αυτής και των θεσμικών οργάνων. Μεταγενέστερες έρευνες όπως αυτές των Hall και Jones (1999), Rodrik (1999), Acemoglu et al. (2001, 2002), Easterly και Levine (2003), Rodrik et al. (2004) και Hausmann et al. (2005), οδήγησαν σε μια ευρεία συναίνεση ότι η ποιότητα των θεσμικών οργάνων επιδρά θετικά και σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη. Παρόλα αυτά δεν λείπει και ο αντίλογος, με μελέτες που υποστηρίζουν ότι ο ρόλος των θεσμών είναι υπερεκτιμημένος και ότι η ερμηνεία της οικονομικής ανάπτυξης με βάση μέσω των θεσμών βρίσκεται μακριά από την πραγματικότητα (Sachs, 2003; Glaeser et al., 2004).

Τι ορίζουμε όμως ως θεσμούς; Σύμφωνα με το θεμελιώδες έργο του North (1990) « *θεσμοί είναι οι κανόνες του παιχνιδιού σε μια κοινωνία ή πιο επίσημα, οι από τον άνθρωπο επινοημένοι κανόνες που διαμορφώνουν την αλληλεπίδρασή του με τους άλλους ανθρώπους* ». Με βάση αυτό τον ορισμό διακρίνουμε τρία βασικά χαρακτηριστικά τους. Πρώτον, ότι οι θεσμοί, αφού θεσπίζονται από τον ίδιο τον άνθρωπο είναι ουσιαστικά υπό τον έλεγχο του. Δεν αποτελούν δηλαδή ανεξάρτητους παράγοντες όπως για παράδειγμα η γεωγραφική θέση. Δεύτερον, ότι εφόσον αποτελούν κανόνες, σκιαγραφούν ορισμένα όρια στο πως συμπεριφέρονται οι άνθρωποι μέσα σε μια οργανωμένη κοινωνία. Τρίτον, διαμορφώνουν κίνητρα στις πάσης φύσεως ανθρώπινες συναλλαγές (πολιτικές, κοινωνικές, οικονομικές). Τα κίνητρα που βρίσκονται πίσω από τις διάφορες εκφάνσεις της ανθρώπινης συμπεριφοράς, αποτελούν σημαντικό κομμάτι στην οικονομική θεωρία. Συνεπώς, στον βαθμό που οι θεσμοί επηρεάζουν τα κίνητρα, θα έπρεπε να έχουν σημαντική επίδραση στο οικονομικό αποτέλεσμα. Σύμφωνα με τον North, οι θεσμοί διακρίνονται σε επίσημους κανόνες (formal rules) και ανεπίσημους περιορισμούς (informal constraints) όπως για παράδειγμα οι πεποιθήσεις και οι κοινωνικές νόρμες. Σε αμφότερες τις κατηγορίες εμπεριέχεται το στοιχείο

της επιβολής και καθώς οι κοινωνικές δομές γίνονται πολυπλοκότερες, δημιουργείται η ανάγκη επιβολής από ένα τρίτο μέρος. Το ρόλο αυτό έρχεται να αναλάβει το Κράτος, μέσω της διακυβέρνησης. Αποτελεί έτσι τον φορέα που διαμορφώνει την οικονομική συμπεριφορά καθώς όχι μόνο ορίζει αλλά και επιβάλλει τους οικονομικούς κανόνες του παιχνιδιού.

Ποια όμως η μορφή της αλληλεπίδρασης μεταξύ οικονομικών και πολιτικών παραγόντων; Αρχικά οι οικονομικοί θεσμοί καθορίζουν τον συνολικό παραγόμενο πλούτο και την αναδιανομή του μεταξύ κοινωνικών ομάδων με διαφορετικές προτιμήσεις και συμφέροντα. Οι πολιτικοί θεσμοί καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο προκύπτει και ασκείται η νομικά κατοχυρωμένη (de jure) πολιτική εξουσία.<sup>4</sup> Έπειτα η αναδιανομή των πόρων δημιουργεί ομάδες με μεγάλη οικονομική επιφάνεια και επιρροή. Οι ομάδες αυτές διαμορφώνουν την υπαρκτή (de facto) πολιτική εξουσία.<sup>5</sup> Τέλος η πολιτική εξουσία (de jure και de facto) καθορίζει την μορφή και την λειτουργία των οικονομικών θεσμών. Η αλληλεπίδραση μεταξύ οικονομικών και πολιτικών παραγόντων φαίνεται να ακολουθεί μια κυκλική μορφή. Καθώς όμως οι θεσμοί δημιουργούνται και απαρτίζονται από ανθρώπους με διαφορετικά συμφέροντα και διαπραγματευτική δύναμη ορισμένα θεσμικά πρότυπα είναι λιγότερο αποδοτικά σε σύγκριση με άλλα. Στην συνέχεια παρουσιάζουμε τον ρόλο των οικονομικών θεσμικών οργάνων καθώς και των πολιτικών οργάνων.

### ***Ο ρόλος των οικονομικών θεσμικών οργάνων***

Τα οικονομικά θεσμικά όργανα παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στην οικονομική διαδικασία και, επομένως, στην οικονομική μεγέθυνση (Ali, 2003; De Haan, Lundstrom και Sturm, 2006). Αυτό συμβαίνει διότι αναλαμβάνουν τον ρόλο του εγγυητή των βασικών οικονομικών ελευθεριών και δικαιωμάτων των πολιτών καθώς των ιδιωτικών ιδιοκτησιών. Μέσω αυτής της ιδιότητάς τους επιτρέπουν την οργάνωση και λειτουργία των σύγχρονων οικονομιών της αγοράς που αποτελούν προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη. Για να ανταπεξέλθουν όμως οι οικονομικοί θεσμοί στον ρόλο τους αυτό, απαιτείται μια ανεξάρτητη και ισχυρή δικαστική εξουσία που να προστατεύει τις οικονομικές ελευθερίες, να εγγυάται τα

---

<sup>4</sup> De jure (αυτοδίκαια) πολιτική εξουσία ονομάζεται η εξουσία που προκύπτει με βάση τους κοινωνικούς και τους πολιτικούς θεσμούς, μέσω κοινά αποδεκτών διαδικασιών (π.χ. εκλογικός νομός, κοινοβούλιο, πολιτικά αξιώματα).

<sup>5</sup> Η de facto (υπαρκτή) πολιτική εξουσία αναφέρεται σε μορφές καθορισμού πολιτικής οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε καταστάσεις όπως η κοινωνική αναταραχή, η επανάσταση, ο εμφύλιος πόλεμος αλλά και μορφές καθορισμού πολιτικής που σχετίζονται με ισχυρούς οικονομικούς παράγοντες, οι οποίες γενικά συμβαδίζουν με την de jure εξουσία (π.χ. επιχειρηματικά lobby) και έχουν ενσωματωθεί στις σύγχρονες κοινωνίες χωρίς να θεωρούνται παράνομες ή ανατρεπτικές.



δικαιώματα των ιδιωτικών ιδιοκτησιών και να επιβάλει την συμμόρφωση των ατόμων με τις οικονομικές υποχρεώσεις που έχουν τυχόν αναλάβει. Χωρίς αυτή την μορφή επιβολής, πολλές κερδοφόρες συμβάσεις που περιλαμβάνουν μελλοντικές υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων μερών δεν θα γίνονταν, λόγω της αβεβαιότητας για τη μελλοντική συμπεριφορά τους. Πριν το στάδιο της επιβολής, μια ισχυρή δικαστική εξουσία απαιτείται να καταρτίσει αξιόπιστους τους κανόνες της οικονομικής διαδικασίας, όπως αναφέρονται στο σύνταγμα ή/και τη νομοθεσία. Οι Brunetti et al. (1998) σε μια ανάλυση πάνελ με 51 χώρες κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του '70 και του '80, παρουσιάζουν σαφείς αποδείξεις ότι η αξιοπιστία των κανόνων έχει μεγάλο και σημαντικό αντίκτυπο στην οικονομική ανάπτυξη.<sup>6</sup> Από τα ανωτέρω καταλήγουμε στο συμπέρασμα είναι ότι ένα σημαντικό μέτρο για να βελτιωθούν οι όροι για την οικονομική ανάπτυξη, είναι να καταστεί η δικαστική εξουσία ανεξάρτητη (Dam, 2006). Σημειώνεται ότι στις περιπτώσεις που εξετάζουμε λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες πρέπει να ελεγχθεί η ύπαρξη άτυπων νομικών δομών πριν την εισαγωγή νέων επίσημων δομών καθώς σύμφωνα με τον Messick (1999) υπάρχουν αρκετά παραδείγματα όπου η εισαγωγή των επίσημων νομικών ή/και δικαστικών συστημάτων κατέστρεψε την ύπαρξη των άτυπων θεσμών με αποτέλεσμα το κράτος δικαίου να είναι πιο αδύναμο μετά απ' ότι πριν από τη μεταρρύθμιση.

### ***Ο ρόλος των πολιτικών θεσμικών οργάνων***

Εκτός από το γενικό θέμα της σχέσης θεσμών – χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, ένα άλλο ερώτημα που απασχολεί τους ερευνητές είναι το κατά πόσο η δημοκρατία υποστηρίζει ή εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Όπως μπορεί να διαπιστώσει κάποιος πολύ εύκολα, η πλειοψηφία των χωρών που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης (π.χ. Ευρωπαϊκές χώρες, Αυστραλία, Βόρεια Αμερική) διαθέτουν σταθερά δημοκρατικά πολιτεύματα. Αντίθετα, οι περισσότερες φτωχές χώρες έχουν δικτατορικά καθεστώτα ή ευάλωτες δημοκρατίες. Ωστόσο, υπάρχουν παραδείγματα χωρών με δικτατορικά καθεστώτα που παρουσίασαν πολύ υψηλά ποσοστά ανάπτυξης σε αντίθεση με αναπτυσσόμενες χώρες με δημοκρατικά πολιτεύματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα χώρας με δικτατορικό καθεστώς και υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης αποτελεί η Νότια Κορέα της δεκαετίας του '70.

---

<sup>6</sup> Η επίδραση αυτή είναι έμμεση. Μεγαλύτερη αξιοπιστία οδηγεί σε μεγαλύτερη επένδυση (συσσώρευση κεφαλαίου) και αυτή με την σειρά της σε υψηλότερη ανάπτυξη.

Δημιουργείται έτσι μια διχογνωμία μεταξύ των οικονομολόγων, καθώς υπάρχουν απόψεις που αμφισβητούν το αν η δημοκρατία επιδρά θετικά στην αναπτυξιακή διαδικασία μιας οικονομίας. Παραδείγματος χάριν, ο Hayek (1977) υποστήριξε ότι είναι προτιμότερο ένα αυταρχικό καθεστώς που τηρεί το κράτος δικαίου εξασφαλίζοντας τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, παρά μια σύγχρονη δημοκρατία. Στις δημοκρατίες όπως υποστηρίζει υπάρχει πολύ μεγάλη ανακατανομή και όχι αρκετός σεβασμός στα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Από την άλλη, ο Sala-i-Martin (1997) παρουσιάζει την θετική επίδραση τόσο των αστικών ελευθεριών όσο και των πολιτικών δικαιωμάτων στην μεγέθυνση. Επιπλέον βρίσκει ότι γεγονότα όπως πόλεμοι και στρατιωτικές επεμβάσεις έχουν αρνητικές επιπτώσεις. «Υπέρ» της θετικής επίδρασης των δημοκρατικών πολιτευμάτων τάσσεται και η Minier (1998) σύμφωνα με την οποία οι χώρες που εκδημοκρατίστηκαν μεγεθύνονται γρηγορότερα, σε αντίθεση με τις λιγότερο δημοκρατικές. Στην συνέχεια ο Rodrik (2000) και οι Rigobon και Rodrik (2005) ισχυρίζονται επίσης ότι η δημοκρατία βελτιώνει την οικονομική επίδοση ακόμα και αν η επίδραση της είναι σχετικά μικρή. Τέλος, οι Butkiewitz και Yanikkaya (2006) καταλήγουν στο ότι η οικονομική ανάπτυξη ενθαρρύνεται τόσο από το δημοκρατικά πολίτευμα όσο και από τα θεσμικά όργανα που προστατεύουν το κράτος δικαίου. Από τα παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι δεν μπορεί να πεις κανείς με ακρίβεια ότι υπάρχει μια θετική ή αρνητική συσχέτιση δημοκρατίας και μεγέθυνσης.

Τα βασικότερα θετικά αποτελέσματα που παρουσιάζονται αποτελούν έμμεσες συνέπειες και μια μεταβολή καθεστώτος από ένα αυταρχικό σε ένα δημοκρατικό δεν εγγυάται την οικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, τα αποτελέσματα των διαφορετικών ειδών δημοκρατίας στην οικονομική ανάπτυξη είναι επίσης ασαφή. Μπορούμε να πούμε συνεπώς ότι παρά τις πρόσφατες μελέτες, περαιτέρω έρευνα καθίσταται απαραίτητη για την εξαγωγή πιο ασφαλών συμπερασμάτων.

## **1.6 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη και θεσμοί**

Λαμβάνοντας υπόψη την σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης οι διαμορφωτές της πολιτικής κάθε χώρας αποφασίζουν για τις πολιτικές εκείνες που θα προωθήσουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Προκειμένου όμως να ληφθούν σωστές αποφάσεις που θα οδηγήσουν στις κατάλληλες πολιτικές, πρέπει να είναι γνωστοί οι παράγοντες που καθορίζουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Οι παράγοντες αυτοί διακρίνονται σε έμμεσους και άμεσους και αναλύονται παρακάτω.

### *Έμμεσοι παράγοντες*

Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή η διαφορά χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μεταξύ των χωρών μπορεί να αποδοθεί σε παράγοντες όπως η γεωγραφία, ο πολιτισμός και η ιστορία. Με τον όρο γεωγραφία αναφερόμαστε στην γεωγραφική τοποθέτηση, στο φυσικό περιβάλλον και στο κλίμα κάθε χώρας. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν τόσο το σύνολο των διαθέσιμων επιλογών των ατόμων όσο και τις επιλογές του και την διάθεση για εργασία. Είναι πολύ εύκολο να σκεφτούμε για παράδειγμα, πως σε χώρες με πάρα πολύ υψηλές θερμοκρασίες οι κάτοικοι ίσως δεν μπορούν ή δεν επιθυμούν να εργαστούν όσο θα έπρεπε. Πέρα από τον παράγοντα γεωγραφία, έμμεσους παράγοντες αποτελούν και ο πολιτισμός-κουλτούρα. παράγοντες της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Η κουλτούρα αποτελείται από α)τους κανόνες, β) τα ήθη, γ) τις συνήθειες, δ) τις κυρώσεις, και ε) τις αξίες. Οι κανόνες αποτελούν πρότυπα αποδεκτής συμπεριφοράς από την κοινωνία. Οι κοινωνικοί κανόνες διακρίνονται ως προς τη μορφή τους, σε τυπικούς (γραπτούς) και σε άτυπους (άγραφους) και ως προς τη σημασία τους σε ήθη και συνήθειες.

### *Άμεσοι παράγοντες*

Στο κομμάτι αυτό θα παρουσιάσουμε συνοπτικά τους πέντε άμεσους παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Πρώτον, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη ευνοείται από το άνοιγμα της αγοράς τόσο σε επίπεδο αγοράς κεφαλαίων όσο και σε επίπεδο αγοράς αγαθών (Rajan και Zingales, 2003; Beck et al., 2001, 2003; Baltagi et al., 2009).<sup>7,8</sup> Μέσω της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης βελτιώνονται και αναπτύσσονται οι οργανισμοί που αποτελούν το χρηματοοικονομικό σύστημα γεγονός που οδηγεί σε καλύτερης ποιότητας προσφερόμενες υπηρεσίες και σε μεγαλύτερη γκάμα προϊόντων-υπηρεσιών. Ευρύτερη γκάμα υπηρεσιών συνεπάγεται με την σειρά της δυνατότητα για μεγαλύτερη διαφοροποίηση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και συνεπώς μείωση του κινδύνου. Επιπλέον, κυβερνητικές πολιτικές αποφάσεις μπορεί να είναι κρίσιμες για την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Για παράδειγμα συντηρητικές πολιτικές σχετικά με την χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση, όπως η επιβολή ανώτατων ορίων επιτοκίου, επηρεάζουν αρνητικά την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Όσον αφορά το άνοιγμα στην αγορά αγαθών, ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στο εμπόριο

---

<sup>7</sup> Chinn και Ito (2002) Demirguc-Kunt και Detragiache (1998)

<sup>8</sup> Rajan και Zingales(2003), Beck et al.( 2001),( 2003), Baltagi et al. (2009)

μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση στην ζήτηση για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και εξωτερική χρηματοδότηση και κατά συνέπεια στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Δεύτερον, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζεται από το νομικό σύστημα της κάθε χώρας. Οι πρώτες μελέτες που εξέτασαν την σχέση αυτή διεξήχθησαν από τους La Porta et al. (1997, 1998). Σύμφωνα με τις μελέτες αυτές η «καταγωγή» του νομικού συστήματος (Αγγλική, Γερμανική, Γαλλική, Σκανδιναβική) επηρεάζει τα θεσμικά όργανα και μέσω αυτών την χρηματοοικονομική ανάπτυξη γενικότερα. Οι διαφορές της νομικής παράδοσης σχετικά με τον βαθμό προστασίας των επενδυτών, η ύπαρξη νόμων και ο βαθμός εφαρμογής τους διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην προθυμία-ευκολία με την οποία οι επενδυτές θα αποχωριστούν τα συσσωρευμένα τους κεφάλαια. Επιπλέον έρευνες πάνω στο θέμα έγιναν από τους Beck et al. (2001, 2002) και από τους Djakov et al. (2007).

Τρίτον, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζεται από τους οικονομικούς θεσμούς κάθε χώρας καθώς και από τις αρχικές συνθήκες που επικρατούσαν πριν την δημιουργίας τους. Οι Acemoglu et al. (2001) εξέτασαν τον ρόλο των γεωγραφικών, περιβαλλοντικών και κλιματικών συνθηκών στην αντιμετώπιση που είχαν οι αποικιοκράτες προς κάθε αποικία και κατ' επέκταση στους διαφορετικούς θεσμούς που αναπτύχθηκαν. Σύμφωνα με τους Beck et al. (2003), η θεωρία των αρχικών συνθηκών των Acemoglu et al, εστιάζει στη θεσμική ανάπτυξη εν γένει, ωστόσο η θεωρία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εξετάσει κανείς τις διαφορές στη χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Σε αποικίες με φιλόξενες περιβαλλοντικές συνθήκες δημιουργήθηκαν θεσμοί που ισχυροποιούσαν το κράτος δικαίου και την προστασία των ιδιοκτησιών ενθαρρύνοντας με αυτόν τον τρόπο την επένδυση. Αντίθετα, όπου υπήρχαν «εχθρικές» συνθήκες όπως υψηλά ποσοστά θνησιμότητας, οι αποικιοκράτες ενδιαφέρονταν για την εξαγωγή των πόρων με αποτέλεσμα να μην δημιουργούν θεσμούς όπως οι ανωτέρω.

Τέταρτον, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη όπως και η οικονομική, επηρεάζεται από τους πολιτικούς θεσμούς. Κάθε μορφή χρηματοδότησης απαιτεί την σύναψη των απαραίτητων συμβολαίων μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου. Έτσι, ο βαθμός στον οποίο η εφαρμογή αυτών των συμβολαίων είναι εγγυημένη ή όχι, έχει επιρροή στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βασικό ρόλο στο κομμάτι αυτό έχει η κυβέρνηση μέσω της ιδιότητας του «διαιτητή» των χρηματοοικονομικών συμβάσεων και ρυθμιστή των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι Haber και Perotti (2008) αποτυπώνουν την βιβλιογραφία της πολιτικής οικονομίας των χρηματοοικονομικών συστημάτων και εξετάζουν πως οι πολιτικές

επιλογές κάτω από καθεστώς είτε απολυταρχίας ή δημοκρατίας είτε του ολιγοπωλίου του ανταγωνισμού έχουν επιπτώσεις στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πέμπτον, η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος, επηρεάζεται από μακροοικονομικούς παράγοντες. Ένας πολύ σημαντικός μακροοικονομικός παράγοντας είναι ο ρυθμός πληθωρισμού. Οι επενδυτές κατά την λήψη αποφάσεων σχετικά με την πραγματοποίηση ή μη μια επένδυσης, εξετάζουν το ύψος του μελλοντικού οφέλους που θα τους αποφέρει η επένδυση αυτή. Ένας υψηλός ρυθμός πληθωρισμού συνεπάγεται μειωμένη πραγματική απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Η μειωμένη αυτή απόδοση επιδεινώνει τη λειτουργία της πιστωτικής αγοράς, καθώς ο χρηματοοικονομικός τομέας χορηγεί λιγότερα δάνεια και η κατανομή των πόρων γίνεται λιγότερο αποδοτική. Ο συνδυασμός των ανωτέρω οδηγεί τελικά σε ακόμα πιο δυσμενείς επιπτώσεις στις επενδύσεις των κεφαλαίων (Boyd και Smith, 1996; Huybens και Smith, 1999).

## **1.7 Ανακεφαλαίωση**

Στο κεφάλαιο αυτό αναπτύχθηκαν οι ιδέες που κρύβονται πίσω από το χρηματοοικονομικό σύστημα, την οικονομική και την χρηματοοικονομική ανάπτυξη καθώς και τους θεσμούς που αποτελούν τμήμα μιας ανθρώπινης κοινωνίας.

Όπως είναι φανερό από την θεωρία που έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα, τμήματα της οποίας παρουσιάστηκαν παραπάνω, η άποψη που κυριαρχεί είναι ότι οι έννοιες αυτές είναι στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους. Διάφορες απόψεις έχουν διατυπωθεί για την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ οικονομικής μεγέθυνσης και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Επικρατέστερη μεταξύ αυτών θεωρείται η άποψη που θέλει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη να δίνει ώθηση στην οικονομική μεγέθυνση. Όσον αφορά τους θεσμούς, είτε μιλάμε για πολιτικούς είτε για οικονομικούς, αυτοί συνδέονται με την οικονομική ανάπτυξη τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, μέσω του ρόλου που έχουν στην επίτευξη της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Ένα σύνολο ορθά θεμελιωμένου και αποτελεσματικού θεσμικού συστήματος σε πολιτικό, νομικό και συναλλακτικό επίπεδο εξασφαλίζει τις βάσεις για την γενικότερη οικονομική ευμάρεια μιας κοινωνίας. Σε αντίθετη περίπτωση, οποιαδήποτε προσπάθεια καταβάλλεται για την βελτίωση της οικονομικής θέσης μιας χώρας, υποσκάπτεται από το χαμηλό θεσμικό επίπεδο, μη επιτρέποντας έτσι στις τυχόν θετικές επιπτώσεις να εμφανιστούν.

Στο κεφάλαιο που έπεται, γίνεται παρουσίαση των θεμάτων της χρηματοοικονομικής καταπίεσης και απελευθέρωσης καθώς και των περιορισμών/ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

# **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

### **2.1 Εισαγωγή**

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζεται από τον βαθμό κατά τον οποίο μια οικονομία είναι απελευθερωμένη. Η οικονομική ιστορία μας δείχνει μέχρι την δεκαετία του 1980 οι οικονομίες των χωρών χαρακτηριζόταν από έντονη καταπίεση μέσω της κρατικής παρέμβασης. Στα τέλη της δεκαετίας αυτής, δημιουργήθηκε μια γενικευμένη τάση απελευθέρωσης των οικονομικών συστημάτων.

Σε συνέχεια των εννοιών του πρώτου κεφαλαίου, στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση ζητημάτων και εννοιών γύρω από την χρηματοοικονομική καταπίεση, την χρηματοοικονομική απελευθέρωση καθώς και του περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων.

Πιο συγκεκριμένα, αρχικά παρουσιάζονται οι λόγοι για του οποίους η πλειοψηφία των χωρών χαρακτηριζόταν από έντονη ανάμειξη του κράτους στην οικονομία και αναλύονται οι μέθοδοι με τις οποίες εφαρμοζόταν ο έλεγχος του χρηματοοικονομικού συστήματος. Στην ιστορία των οικονομιών, την περίοδο της καταπίεσης ακολούθησε αυτή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης έτσι και εμείς μετά τον κρατικό παρεμβατισμό αναλύουμε την έννοια της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, τους λόγους που οδήγησαν σε αυτή καθώς και τις εκφάνσεις που έλαβε. Βασικό χαρακτηριστικό της μετάβασης από το ένα καθεστώς στο άλλο αποτελεί η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών ροών μέσω της άρσης των ελέγχων και των περιορισμών που αφορούν την κίνηση κεφαλαίων. Στο πλαίσιο αυτό προχωρούμε σε παρουσίαση του τι εννοούμε όταν αναφερόμαστε σε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων, των κινήτρων που οδηγούν στην επιβολή τους καθώς και της μορφής που μπορεί να λάβουν κατά την εφαρμογή στην πράξη.

### **2.2 Χρηματοοικονομική καταπίεση**

Η οικονομίες των χωρών μέχρι την δεκαετία του 1980 χαρακτηρίζονταν σε όλες τις εκφάνσεις της οικονομικής ζωής από εκτεταμένο κρατικό παρεμβατισμό. Η ευρεία αυτή ανάμειξη των κυβερνήσεων μπορούσε να λάβει διάφορες μορφές όπως περιορισμοί στην

πορεία των επιτοκίων καταθέσεων και των τραπεζικών χορηγήσεων, περιορισμοί στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαιακών ροών και απαγορεύσεις στις εισροές κεφαλαίων από τις εξωτερικές αγορές στην εγχώρια οικονομία, κυβερνητικός διορισμός και έλεγχος των διοικήσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Σύμφωνα με τους Beim και Kalomiris (2001) η τάση για κρατικό παρεμβατισμό βασιζόταν σε τρεις λόγους: (α) στις σοσιαλιστικές ιδέες, (β) στις αναποτελεσματικότητες της ελεύθερης αγοράς και (γ) στην ιδέα του κρατικού προστατευτισμού. Σε κάθε έναν από τους τρεις αυτούς λόγους έπαιξε σημαντικό ρόλο η κρίση του 1930. Σχετικά με τον σοσιαλισμό, η κρίση του 1930 με τα υψηλά ποσοστά ανεργίας και την φτώχεια που προκάλεσε παγκοσμίως, έδωσε μεγάλη ώθηση στο ιδεολογικό αυτό κίνημα, επίκεντρο του οποίου είναι η μεταφορά του πλούτου από τα χέρια των καπιταλιστών σε αυτά των εργατών. Ταυτόχρονα η κρίση εδραίωσε τις αντιλήψεις περί αναποτελεσματικότητας της ελεύθερης αγοράς. Σύμφωνα με τις αντιλήψεις αυτές, η ελεύθερες αγορές δεν δημιουργούν τις κατάλληλες συνθήκες για οικονομική ανάπτυξη ενώ αποτελούν και αιτία μονοπωλιακών καταστάσεων και εκμετάλλευσης οικονομικής εξουσίας υπέρ των πλουσίων. Επιπλέον, η αδυναμία του διεθνούς εμπορίου να προσδώσει αξία στις εξαγωγές, στις οποίες οι αναπτυσσόμενες χώρες βάσιζαν το μεγαλύτερο μέρος της ανάπτυξής τους, οδήγησαν σε ιδέες εθνικής ανεξαρτησίας με αποτέλεσμα την αύξηση του προστατευτισμού.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η λειτουργία του κράτους στα πλαίσια ενός οικονομικού συστήματος σχετίζεται με τον έλεγχο, την θέσπιση νόμων και την φροντίδα για την εφαρμογή τους τόσο από το κοινωνικό σύνολο όσο και από τις δομές της ίδιας. Ο νόμος θα πρέπει να στηρίζεται σε μια ηθική βάση και να εφαρμόζεται σε όλους, ανεξάρτητα από την δύναμη ή τον πλούτο που ενδεχομένως κατέχουν. Η συγκέντρωση της εξουσίας στα χέρια της κυβέρνησης, της παρέχει την δυνατότητα να ασκεί πιέσεις προς του πολίτες μέσω του καθορισμού των φόρων και «ενοικίων» Οι φόροι μεταφέρουν τον πλούτο από την κοινωνία στο κράτος και τα «ενοίκια» είναι πληρωμές για αγαθά ή υπηρεσίες που παρέχει το κράτος και τα οποία θα ήταν φθηνότερα σε μια ανταγωνιστική – ελεύθερη κοινωνία (Beim και Calomiris, 2000). Ωστόσο, καθώς οι κυβερνήσεις αποτελούνται από ανθρώπους, καθένας από τους οποίους έχει προσωπικά συμφέροντα και επιδιώξεις, γεννάται ο κίνδυνος της χρησιμοποίησης της εξουσίας για την επίτευξη αυτών των προσωπικών ωφελειών έναντι του συμφέροντος του κοινωνικού συνόλου. Η σωστή λειτουργία των κυβερνήσεων προσφέρει ασφάλεια στους πολίτες, όταν όμως λειτουργεί μονοπωλιακά στη χρήση της ισχύος της και οι



ιδιωτικές επιχειρήσεις ελέγχονται από την ίδια ομάδα προνομιούχων ατόμων, οδηγούμαστε στην εμφάνιση φαινομένων διαφθοράς τόσο σε κυβερνητικό επίπεδο όσο και στον ιδιωτικό τομέα. Έτσι, την περίοδο πριν την αποκανονικοποίηση και την χρηματοοικονομική απελευθέρωση είχε δημιουργηθεί ένα μη ανταγωνιστικό περιβάλλον στην οικονομία. Τα πραγματικά επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων ήταν αρνητικά, οι τράπεζες εποπτεύονταν από το κράτος, το οποίο καθόριζε τις διοικήσεις τους και ουσιαστικά κατεύθυνε την χρηματοδότηση προς τους τομείς και τις επιχειρήσεις που εξυπηρετούσαν το δικό της συμφέρον.

Σύμφωνα με τους Beim και Kalomiris (2000), οι κυβερνήσεις στην προσπάθεια τους να ελέγξουν το οικονομικό σύστημα, χρησιμοποιούν μεθόδους που βασίζονται κυρίως στην άσκηση ελέγχου επί του τραπεζικού τομέα. Αυτά τα μέτρα καταστολής του χρηματοοικονομικού συστήματος παρουσιάζονται συνοπτικά κάτωθι:

#### ***Περιορισμοί επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων***

Μέσω της χρήσης τέτοιου είδους περιορισμών, οι κυβερνήσεις στοχεύουν στην καθοδήγηση των αποταμιεύσεων σε εναλλακτικές έναντι των καταθέσεων μορφές επενδύσεις. Βασική πηγή κέρδους των τραπεζών αποτελεί η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και των επιτοκίων χορηγήσεων. Μέσω του περιορισμού του ύψους των ονομαστικών επιτοκίων καταθέσεων σε επίπεδο χαμηλότερο από το εκάστοτε επίπεδο πληθωρισμού, οι αποταμιευτές λαμβάνουν αρνητικά πραγματικά επιτόκια για τις καταθέσεις τους.

#### ***Επιβολή υψηλού ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα***

Για την εξασφάλιση των καταθετών και τον έλεγχο της ρευστότητας της οικονομίας, το κράτος ορίζει για τις εμπορικές τράπεζες ένα ελάχιστο ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων με τη μορφή μετρητών ή καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα. Με αυτόν τον τρόπο η Κεντρική Τράπεζα ελέγχει την ροή των χρημάτων και εξασφαλίζει εν μέρει την δυνατότητα των εμπορικών τραπεζών να ανταποκριθούν σε έκτακτες περιπτώσεις απόσυρσης υπερβολικά μεγάλων ποσών καταθέσεων.

Η δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια, και συνεπώς να δημιουργούν κέρδη, επηρεάζεται άμεσα από το ύψος του ποσοστού αυτού. Μια αύξηση του ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων στην κεντρική τράπεζα συνεπάγεται μειωμένη δυνατότητα χορήγησης δανείων για τις εμπορικές τράπεζες. Επιπλέον, δεδομένου ότι η νομισματική βάση

αποτελείται από τα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών και τη νομισματική κυκλοφορία, η αυξομείωση του ποσοστού των υποχρεωτικών διαθεσίμων επηρεάζει την προσφορά χρήματος. Μια αύξηση του ελάχιστου ποσοστού τήρησης αποθεματικών σημαίνει ότι η Κεντρική Τράπεζα ουσιαστικά «αφαιρεί» χρήματα από την προσφορά χρήματος ενώ ταυτόχρονα αυξάνει το κόστος της πίστωσης. Αντίθετα μια μείωση των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών τροφοδοτεί με χρήματα την οικονομία, δίνοντας στις τράπεζες πλεονάζοντα αποθεματικά, με τα οποία αυτές προωθούν την επέκταση των τραπεζικών πιστώσεων και μειώνουν τα επιτόκια.

### ***Κυβερνητική καθοδήγηση του τραπεζικού δανεισμού***

Η κυβέρνηση μπορεί να ελέγξει τον προορισμό των τραπεζικών πιστώσεων, μέσω δύο καναλιών. Όπως αναφέραμε και πιο πάνω, οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να επανακαταθέτουν ένα τμήμα των καταθέσεων τους στην Κεντρική Τράπεζα. Με την σειρά της, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει τα ποσά αυτά για την χρηματοδότηση επενδύσεων και επιχειρήσεων που ορίζει η κυβέρνηση. Το έτερο κανάλι, είναι αυτό των κρατικοποιημένων εμπορικών τραπεζών. Μέσω αυτών η κυβέρνηση μπορεί και πάλι να προχωρήσει στον δανεισμό συγκεκριμένων επιχειρήσεων για την επίτευξη των προσωπικών στόχων των μελών της. Η κατευθυνόμενη πίστωση από την πλευρά της κυβέρνησης συνεπάγεται απορρόφηση ενός μέρους της διαθέσιμης πίστωσης, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση του κόστους δανεισμού μέσω της αύξησης του περιθωρίου (spread).

### ***Κρατική ιδιοκτησία τραπεζών***

Η κατοχή όλων ή των μεγαλύτερων τραπεζών ενός οικονομικού συστήματος από το κράτος, αποτελεί έναν από τους βασικότερους τρόπους χρηματοοικονομικής καταπίεσης. Με αυτό τον τρόπο οι κυβερνήσεις μπορούν να ελέγχουν απόλυτα τα οτιδήποτε σχετίζεται με την λειτουργία των τραπεζών, από τον καθορισμό των μελών της διοίκησης μέχρι την ροή των χορηγήσεων προς συγκεκριμένους τομείς. Αυτός ο έλεγχος μπορεί να αποτελέσει τροχοπέδη για την ανάπτυξη, καθώς οι αποφάσεις για την κατανομή των ροών κεφαλαίων πρέπει να βασίζονται στο ποια επένδυση έχει την μεγαλύτερη απόδοση και να μην επηρεάζεται από τις κυβερνητικές επιδιώξεις.

### *Περιορισμένη λειτουργία ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά*

Στις χώρες με καταπιεσμένο οικονομικό σύστημα συχνά παρατηρείται η απαγόρευση την λειτουργίας ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων στην εγχώρια αγορά. Η απαγόρευση αυτή μπορεί να λάβει είτε την μορφή περιορισμών στην δημιουργία υποκαταστημάτων ξένων τραπεζών στην εγχώρια οικονομία είτε την απαγόρευση εξαγοράς μιας εγχώριας τράπεζας από μια ξένη. Στόχος τέτοιου είδους απαγορεύσεων είναι αποφυγή της ανάληψης του ελέγχου της εγχώριας οικονομίας από τα ξένα τραπεζικά δριμύτατα που μπορεί να προκύψει από μια ενδεχόμενη επικράτησή τους έναντι των εγχώριων. Επιπλέον, το κράτος μπορεί να θέτει περιορισμούς στην είσοδο νέων επιχειρήσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα με αποτέλεσμα την μείωση των ανταγωνιστικών πιέσεων και τη μη εμφάνιση των ωφελειών που αυτές συνεπάγονται.

### *Συναλλαγματικοί περιορισμοί*

Μια κυβέρνηση που έχει στόχο τον περιορισμό του χρηματοοικονομικού συστήματος μπορεί να καταφύγει στον περιορισμό της κίνησης κεφαλαιακών ροών, μέσω της επιβολής φόρων στην εισροή κεφαλαίων. Τέτοια μέτρα παρατηρούνται συνήθως στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή επενδυτική δραστηριότητα. Οι μαζικές ροές κεφαλαίου την δεκαετία του 1990 στις προστατευμένες έως τότε οικονομίες δημιούργησαν έντονους φόβους για την πορεία των εγχώριων νομισμάτων. Ωστόσο η πρόσβαση στις παγκόσμιες αγορές μειώνει τα οικονομικά κόστη με αποτέλεσμα περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων να οδηγούν σε απώλεια επενδυτικών ευκαιριών και την δημιουργία εμποδίων στην σύγκλιση των αναπτυσσόμενων με τις ανεπτυγμένες οικονομίες.

## **2.3 Χρηματοοικονομική απελευθέρωση**

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 με αρχές της δεκαετίας του 1990 δημιουργήθηκε μεταξύ των αναπτυσσομένων χωρών μια τάση απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών τους συστημάτων από τα μέτρα καταστολής και μείωσης του παρεμβατισμού μέσω ιδιωτικοποιήσεων. Οι πολιτικές χρηματοοικονομικής καταπίεσης και κρατικού προστατευτισμού παρόλη την ευρεία εφαρμογή που είχαν μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, δεν έμειναν για πολύ καιρό δίχως κριτική. Σύμφωνα με την σχολή του Chicago για παράδειγμα, οι αναποτελεσματικότητες της αγοράς και η ύπαρξη δημόσιων αγαθών δεν δικαιολογούσαν την κρατική παρέμβαση, η οποία όχι μόνο δεν μπορούσε να εξασφαλίσει

καλύτερη λειτουργία της αγοράς, αλλά ενδεχομένως να προκαλούσε περισσότερες αρνητικές συνέπειες. Οι κυβερνητικές πολιτικές πολλές φορές δεν δρούσαν προς όφελος της κοινωνίας, είτε γιατί οι κυβερνώντες δρούσαν για προσωπικό όφελος, είτε γιατί οι αποφάσεις τους ήταν λανθασμένες λόγω αμέλειας ή έλλειψης γνώσης. Στην Ευρώπη την αρχή έκανε το Ηνωμένο Βασίλειο στο τέλος του 1970 με κύμα ιδιωτικοποιήσεων. Το γεγονός αυτό ώθησε και άλλες ευρωπαϊκές δυνάμεις, όπως η Γαλλία, να εφαρμόσουν παρόμοιες πολιτικές. Η οικονομική κρίση του 1989-1991 και πτώση του κομμουνιστικού καθεστώτος στην Σοβιετική Ένωση σήμαναν την νέα εποχή σε ολόκληρη την Ευρώπη. Ακολούθως, Λατινική Αμερική, ανατολική Ασία και λιγότερο κεντρική Ασία, Μέση Ανατολή και βόρεια Αφρική συνέχισαν τις ιδιωτικοποιήσεις και την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Σε γενικές γραμμές ως χρηματοοικονομική απελευθέρωση, μπορεί να οριστεί η αντιστροφή των περιορισμών που επιβάλλει η χρηματοοικονομική καταστολή. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση χαρακτηρίζεται από την ελαχιστοποίηση των οικονομικών ελέγχων, την ελεύθερη είσοδο στον χρηματοπιστωτικό κλάδο είτε πρόκειται για τον τραπεζικά είτε για άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, την τραπεζική αυτονομία, την ιδιωτικοποίηση των τραπεζών και την απελευθέρωση των διεθνών ροών κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους Abiad και Mody (2003) η χρηματοοικονομική απελευθέρωση λαμβάνει τις κάτωθι τέσσερις διαστάσεις:

### ***Μείωση των πιστωτικών ελέγχων και απελευθέρωση των επιτοκίων.***

Η χαλάρωση των πιστωτικών ελέγχων μέσω της μείωσης των υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα, και συνακόλουθα η απελευθέρωση των επιτοκίων, οδηγούν τις τράπεζες στην μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων και την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων. Οι μεταβολές αυτές στα επιτόκια λειτουργούν ευνοϊκά τόσο για τους αποταμιευτές όσοι και για τους δανειζόμενους. Είναι εμφανές ότι ένα υψηλότερο επιτόκιο καταθέσεων βελτιώνει την θέση των καταθετών καθώς συνεπάγεται αύξηση της αγοραστικής τους δύναμης. Όσον αφορά τους δανειζόμενους, χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού σημαίνουν χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Επίσης λόγω της μείωσης των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών στην Κεντρική Τράπεζα αυξάνονται τα διαθέσιμα κεφάλαια στα οποία οι δανειζόμενοι έχουν εν δυνάμει πρόσβαση. Η μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων είναι ευνοϊκή και για τις ίδιες τις τράπεζες καθώς τα διαθέσιμα που υποχρεωτικά καταθέτουν στις Κεντρικές Τράπεζες έχουν μηδενικό (ή ελάχιστο) επιτόκιο με αποτέλεσμα να μην αποφέρουν

κέρδος. Έτσι, όταν το ύψος των υποχρεωτικών καταθέσεων μειώνεται, οι τράπεζες μπορούν να διαθέσουν τα κεφάλαια αυτά στις χρηματοδοτήσεις.

### ***Ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων και τραπεζική αυτονομία***

Η ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων μεταφράζεται ως παύση της επιρροής που ασκεί πάνω τους η κυβέρνηση. Οι αποφάσεις σχετικά με τον καθορισμό των μελών της διοίκησης, την εσωτερική λειτουργία και την ακολουθούμενη πολιτική για την κατανομή των πόρων, λαμβάνονται από την ίδια την τράπεζα. Ως αποτέλεσμα οι κεφαλαιακές ροές δεν οδηγούνται στα τμήματα της αγοράς που επιδιώκει να ενισχύσει η κυβερνητική πολιτική, αντίθετα κατανέμονται στις αποτελεσματικότερες επενδύσεις. Επιπλέον, το γεγονός ότι δεν βρίσκονται πλέον κάτω από την κρατική επιρροή, οδηγεί σε εντονότερο ανταγωνισμό με στόχο την προσέλκυση όσον το δυνατόν περισσότερων πελατών. Ο ανταγωνισμός αυτός, οδηγεί με την σειρά του, στην δημιουργία νέων προϊόντων για την ικανοποίηση των αναγκών των πελατών και την αύξηση των κερδών, και υπηρεσιών.

### ***Ελεύθερη είσοδος στο χρηματοοικονομικό σύστημα***

Μέσω της εξάλειψης των πιστωτικών περιορισμών και της απελευθέρωσης των επιτοκίων δημιουργούνται κίνητρα σε τραπεζικά και χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού να εισέλθουν στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ταυτόχρονα δίνεται η ευκαιρία διεθνοποίησης των εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων. Η είσοδος των ξένων ιδρυμάτων δημιουργεί νέες πηγές δανεισμού για τους επιχειρηματίες ή ιδιώτες και συμβάλει στην διαφοροποίηση της δανειστικής βάσης. Επιπλέον, η παγκοσμιοποίηση στον τραπεζικό τομέα οδηγεί σε «αντιγραφή» προϊόντων και υπηρεσιών, την υιοθέτηση των καλύτερων πρακτικών διοικητικής λειτουργίας και στην προαγωγή του ανταγωνισμού. Τέλος, σημαντικό όφελος της ελεύθερης εισόδου ξένων ιδρυμάτων αποτελεί η αποδυνάμωση του ελέγχου της εκάστοτε κυβερνήσεως επί των τραπεζών και της χαλιναγώγησης των χρηματοοικονομικών ροών.

### ***Απελευθέρωση των διεθνών χρηματοοικονομικών ροών***

Σύμφωνα με τον διαχωρισμό των Fischer και Reisen (1992) οι κεφαλαιακές ροές μπορούν κατηγοριοποιηθούν με βάση τον χρονικό ορίζοντα (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες), με βάση την προέλευση (εσωτερικές και εξωτερικές) και με βάση το αν γίνονται από τον

τραπεζικό τομέα ή όχι. Στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης καθώς και στα πρώτα στάδια της διαδικασίας της οικονομικής απελευθέρωσης οι μακροχρόνιες εσωτερικές ροές και οι σχετικές με το εμπόριο ροές πρέπει να είναι απελευθερωμένες. Στην συνέχεια και υπό την προϋπόθεση ότι έχουν αρθεί οι περιορισμοί στα επιτόκια και αυτά έχουν εξισωθεί με διεθνή, πρέπει οι κυβερνήσεις να προχωρήσουν σε απελευθέρωση των μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων εσωτερικών και εξωτερικών ροών.

## **2.4 Έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων**

Στην προηγούμενη ενότητα έγινε αναφορά στην άρση των περιορισμών στις χρηματοοικονομικές ροές, ως μέσω απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού τομέα. Μεταξύ των οικονομολόγων υπάρχει σχετική ομοφωνία ότι οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων μειώνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα καθώς δεν επιτρέπουν αξιοποίηση των πόρων στην αποδοτικότερη χρήση τους. Οι ανεπτυγμένες χώρες εξάλειψαν τέτοιου είδους περιορισμούς τις δεκαετίες του 1970 και 1980 ενώ φτάνοντας στο 1990 η τάση αυτή μεταφέρθηκε και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις της δεκαετίας του 1990 (κρίση Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος 1992-1993, μεξικανική κρίση του 1994, ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση του 1997-98) δημιούργησαν ερωτηματικά για την αποτελεσματικότητα της άρσης των περιορισμών.

Οι έλεγχοι κεφαλαίων έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε απαγορεύουν, να περιορίζουν ή να ανακατευθύνουν τις συναλλαγές του ισοζυγίου κεφαλαίων. Κάθε διεθνής συναλλαγή κεφαλαίου, είτε πρόκειται για φυσικά αντικείμενα (π.χ. μονάδες παραγωγής, ακίνητα) είτε για χρηματοοικονομικούς τίτλους, καταγράφεται στο ισοζύγιο κεφαλαίων (capital account) του ισοζυγίου πληρωμών (balance of payments). Μια χώρα λέγεται ότι παρουσιάζει έλλειμμα στο ισοζύγιο κεφαλαίων αν συσσωρεύει καθαρές απαιτήσεις έναντι του υπόλοιπου κόσμου με την αγορά περισσότερων περιουσιακών στοιχείων ή / και δίνοντας περισσότερα δάνεια προς το εξωτερικό από ό, τι λαμβάνει. Στον αντίποδα, μια χώρα έχει πλεόνασμα στο ισοζύγιο κεφαλαίων όταν ο υπόλοιπος κόσμος συσσωρεύει καθαρές απαιτήσεις από αυτή. Η ανταλλαγή αυτή κεφαλαιακών ροών μεταξύ των χωρών, τους δίνει την δυνατότητα να «μεταφέρουν» κατανάλωση από το παρόν στο μέλλον (Eichengreen et al. 1999). Επιπλέον, σε περιόδους που η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση, οι ροές κεφαλαίων βοηθούν στο να αποφευχθεί μια μεγάλη πτώση στην εθνική κατανάλωση. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της πώλησης τίτλων ή μέσω του δανεισμού από άλλες χώρες. Ο δανεισμός μέσω των ροών

κεφαλαίου μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί από την κυβέρνηση για την χρηματοδότηση επενδύσεων που θα βελτιώσουν μελλοντικά τις παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας.

Ωστόσο, η ελευθερία των κεφαλαιακών ροών ειδικότερα και η χρηματοοικονομική απελευθέρωση γενικότερα δεν συνοδεύονται μόνο από πλεονεκτήματα αλλά και από κινδύνους. Εν δυνάμει κίνδυνοι είναι η προσφυγή των χωρών σε εκτεταμένο δανεισμό, η ανάληψη υπερβολικού κινδύνου από τις τράπεζες, η δημιουργία τραπεζικών κρίσεων κι η αύξηση της πολυπλοκότητας στην άσκηση οικονομικής πολιτικής. Για τον περιορισμό αυτών των αρνητικών επιπτώσεων οι κυβερνήσεις πολλές φορές καταφεύγουν στην εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων.

## **2.5 Στόχοι περιορισμών κεφαλαίων**

Εξετάζοντας την βιβλιογραφία γύρω από τους περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων, κάποιος μπορεί εύκολα να διαπιστώσει ότι μια σύγκριση μεταξύ των διάφορων θεωρητικών και εμπειρικών μελετών μόνο εύκολη δεν μπορεί να χαρακτηριστεί. Σύμφωνα με τους Magud et al. (2011) αυτό οφείλεται (i) στην έλλειψη ενός ενοποιημένου θεωρητικού πλαισίου για την ανάλυση των περιορισμών και των μακροοικονομικών συνεπειών τους, (ii) στην ύπαρξη σημαντικής ετερογένειας μεταξύ μέτρων, χωρών και χρόνου εφαρμογής, (iii) στον διαφορετικό ορισμό του τι αποτελεί επιτυχία και (iv) οι εμπειρικές μελέτες δεν έχουν κοινή μεθοδολογία και δίνουν πολύ μεγάλη βάση σε περιπτώσεις όπως αυτές της Χιλής και της Μαλαισίας. Στο ίδιο πλαίσιο και όσον αφορά τα κίνητρα που βρίσκονται πίσω από την εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, έχουν προταθεί διάφορες κατηγορίες μεταξύ των οποίων υπάρχει επικάλυψη. Μια γενική κατηγοριοποίηση των κινήτρων τα ταξινομεί σε αυτά που σχετίζονται με (α) το ισοζύγιο πληρωμών και την μακροοικονομική διαχείριση, (β) τις χρηματοοικονομικές αγορές και την θεσμική εξέλιξη, (γ) την πρόληψη, και (δ) λοιπούς λόγους όπως η διεθνής και εθνική ασφάλεια, τα διαρθρωτικά ζητήματα που σχετίζονται με την οικονομική διάσταση, το άνοιγμα στο εμπόριο, και κοινωνικά και στρατηγικά ζητήματα (Johnston and Tamirisa, 1998). Οι λόγοι αυτοί παρουσιάζονται αναλυτικότερα παρακάτω:

### ***Ισοζύγιο πληρωμών και μακροοικονομική διαχείριση***

Για να δικαιολογήσουν την εφαρμογή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων οι κυβερνήσεις έχουν συχνά χρησιμοποιήσει το επιχείρημα της διαχείρισης του ισοζυγίου πληρωμών και της μακροοικονομικής πορείας μια χώρας. Χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα στο ισοζύγιο

πληρωμών προσπαθούν να αποτρέψουν την εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό μέσω της εφαρμογής περιορισμών στην κίνησή τους. Το επιχείρημα του ισοζυγίου πληρωμών συχνά παρουσιάζεται και σε όρους διατήρησης ενός τμήματος των εγχώριων αποταμιεύσεων για εγχώρια χρήση καθώς και διατήρησης της ικανότητας χρηματοδότησης του εγχώριου δημοσιονομικού ελλείμματος μέσω ενός φόρου πληθωρισμού. Μια χώρα που αντιμετωπίζει προβλήματα με την χρηματοδότηση ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών και στον δημοσιονομικό τομέα, ενδεχομένως να έχει ως στόχο τη μείωση των εγχώριων δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους και τη διαφύλαξη του πληθωρισμού, κρατώντας τα εγχώρια επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα μέσω των ελέγχων στα κεφάλαια (Drazen, 1989). Ωστόσο, μέσω της πίεσης των εγχώριων επιτοκίων, οι έλεγχοι κεφαλαίων κατά μια έννοια τιμωρούν τους κατόχους εγχώριων τίτλων και αποθαρρύνουν την εγχώρια αποταμίευση, περιορίζοντας έτσι τον ρόλο των ελέγχων κεφαλαίου στην χρηματοδότηση του χρέους. Ένα ακόμα κίνητρο για την εφαρμογή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων σχετίζεται με την επιθυμία για απόκτηση ή διατήρηση ενός βαθμού αυτονομίας στην νομισματική και συναλλαγματική πολιτική. Σε αυτή την περίπτωση οι έλεγχοι κεφαλαίων χρησιμοποιούνται για την επίτευξη μερικώς ασυνεπών μεταξύ τους επιδιώξεων. Σε γενικές γραμμές ο έλεγχος στις εκροές έχει ως στόχο την αποφυγή των πιέσεων υποτίμησης του νομίσματος χωρίς να καταφύγει σε πιο δύσκολα μέτρα και πολιτικές όπως για παράδειγμα την νομισματική σύσφιξη. Αντίθετα, οι έλεγχοι στις εισροές χρησιμοποιούνται ως μέσο ελαχιστοποίησης των πιέσεων για ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας που μπορεί να προκληθούν λόγω αυξημένων εισροών κεφαλαίου, δίχως να θυσιαστεί ο έλεγχος επί των εγχώριων νομισματικών συνθηκών. Έλεγχοι κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν και σε περιπτώσεις σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε τέτοιου είδους καθεστώτα η ελεύθερη βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ των χωρών δύναται να οδηγήσει σε σημαντικές διακυμάνσεις στα αποθεματικά (international reserves), στα επιτόκια, ή ακόμα και σε κατάρρευση του ίδιου του συστήματος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε αυτές τις περιπτώσεις, σύμφωνα με τις μελέτες των Krugman (1979), Flood και Garber (1984), Grilli (1986), και Obstfeld (1986) οι έλεγχοι στα κεφάλαια μπορούν να αποτελέσουν μια βραχυπρόθεσμη μορφή άμυνας.

Μακροοικονομικοί λόγοι για την επιβολή ελέγχων κεφαλαίου δημιουργούνται και λόγω ύπαρξης των προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης και της συμπεριφοράς αγέλης (herding behavior) που παρατηρείται στις αγορές κεφαλαίων. Τα προβλήματα αυτά



δημιουργούν μεταβλητότητα στις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων γεγονός που με την σειρά του οδηγεί σε μεταβλητότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Τέλος, το γενικότερο μακροοικονομικό πλαίσιο και οι πολιτικές διαχείρισης του ισοζυγίου πληρωμών σε χρηματοοικονομικά καταπιεσμένες οικονομίες συνδέεται όχι μόνο με την εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων αλλά και με περιορισμούς στα επιτόκια, στις πιστώσεις, την υποχρέωση τήρησης υψηλών ελάχιστων αποθεματικών, κυβερνητικά καθοδηγούμενες πιστώσεις και χαμηλό ανταγωνισμό στον χρηματοοικονομικό τομέα.

### ***Εξέλιξη θεσμών και αγορών***

Πέρα από τα θέματα που σχετίζονται με το ισοζύγιο πληρωμών και την συναλλαγματική ισοτιμία, οι οικονομολόγοι έχουν αναδείξει ως λόγο επιβολής περιορισμών κεφαλαίου, το ανεπαρκές επίπεδο ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών και των θεσμών. Ένας γενικά αποδεκτός «κανόνας» είναι ότι όλοι οι περιορισμοί στο εμπόριο και την επένδυση συνεπάγονται κόστη για την οικονομία. Για ποιον λόγο τότε να προχωρήσει μια χώρα στην επιβολή ενός περιορισμού; Σύμφωνα με την θεωρία της «δεύτερης καλύτερης λύσης» (second best solution) που συναντάμε στα οικονομικά της ευημερίας (welfare economics), αν μια οικονομία ταλανίζεται από μια στρέβλωση η οποία δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί ευθέως, η εισαγωγή μια άλλης «συμψηφιστικής» (off-setting) στρέβλωσης μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ευημερίας (Dooley, 1996). Για παράδειγμα, οι εγχώριοι επενδυτές επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τους στο εξωτερικό, λόγω του πολιτικού κινδύνου ή για την αποφυγή της φορολογίας. Σε αυτή την περίπτωση ένας περιορισμός ή φορολόγηση της επένδυσης στο εξωτερικό από τους εγχώριους επενδυτές μπορεί να βελτιώσει την οικονομία ως σύνολο.

Στην κατηγορία της «δεύτερης καλύτερης λύσης» ανήκει και το επιχείρημα της προστασίας των νεοσύστατων βιομηχανιών (infant industries) και των μη ανεπτυγμένων χρηματοοικονομικών αγορών. Στην βιβλιογραφία απαντώνται δύο εκδοχές σχετικά με την επιβολή δασμών με στόχο την προστασία των νεοσύστατων βιομηχανιών. Πρώτον, όταν προστατεύονται με δασμούς οι νεοσύστατες βιομηχανίες μπορούν να πετύχουν οικονομίες κλίμακας και συνεπώς να αυξήσουν το παραγόμενο προϊόν. Δεύτερον, μπορούν να πετύχουν μείωση του κόστους παραγωγής μέσω του learning-by-doing. Ωστόσο, οι λόγοι αυτοί δεν είναι αρκετοί για να αιτιολογήσουν την προστασία καθώς το αρχικό υψηλό κόστος παραγωγής θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί από την επιχείρηση μέσω των αγορών

κεφαλαίου, ως μια επένδυση. Οι απευθείας επιδοτήσεις, η ανάπτυξη της αγοράς, ακόμα και τα κρατικά δάνεια προς την επιχείρηση, αποτελούν προτιμότερες επιλογές καθώς αντιμετωπίζουν άμεσα την αρχική στρέβλωση και αποφεύγουν τις αρνητικές επιπτώσεις της προστασίας στην κατανάλωση και τις υπόλοιπες βιομηχανίες της χώρας. Η εφαρμογή στις χρηματοοικονομικές αγορές των επιχειρημάτων για την προστασία νεοσύστατων επιχειρήσεων οδηγεί σε παρόμοια προβλήματα. Περιορίζοντας την εισαγωγή νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και τον περιορισμό του ανταγωνισμού στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι περιορισμοί στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μπορεί να εμποδίσουν αντί να διευκολύνουν την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών και ιδρυμάτων (Johnston και Tamirisa, 1998).

### *Λόγοι πρόληψης*

Τρίτο γενικό κίνητρο για την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων αποτελεί η χρήση τους ως μέτρα πρόληψης έναντι των διάφορων τύπων ρίσκου που συνοδεύουν τις διεθνείς συναλλαγές σε σύγκριση με τις εγχώριες (π.χ. κίνδυνο μεταφοράς, κίνδυνο χώρας). Επιπλέον, η χρήση των ελέγχων των κεφαλαίων δικαιολογείται από την ανάγκη να διατηρηθεί η συστημική σταθερότητα. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί στο βαθμό που οι έλεγχοι κεφαλαίου συμβάλουν στον περιορισμό της υπερβολικής έκθεσης σε συνάλλαγμα των εγχώριων ιδρυμάτων, ή στην επιμήκυνση τη διάρκειας των υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, ο προληπτικός αυτός ρόλος μπορεί να είναι περιορισμένος καθώς οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίου, με το να μην επιτρέπουν την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου αυξάνουν τον κίνδυνο ρευστότητας ενώ με το να καθυστερούν την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών μειώνουν την ρευστότητα και συνεπώς την ποιότητα των χρηματοοικονομικών τίτλων. Συν τοις άλλοις, η προσπάθεια των ατόμων να παρακάμψουν τους περιορισμούς μπορεί να τους οδηγήσει στην χρήση μεθόδων και οργάνων με μεγαλύτερο ρίσκο και χαμηλότερη εποπτεία με αποτέλεσμα την αύξηση του συστημικού κινδύνου. Παρ' όλα αυτά, στις χώρες που βρίσκονται στη διαδικασία της ανάπτυξης προληπτικών και εποπτικών μηχανισμών, καθώς και στις περιπτώσεις που υπάρχει περιορισμένη ικανότητα επαρκούς σχεδιασμού, εφαρμογής και επιβολής μέτρων προληπτικής εποπτείας, οι αρχές μπορεί να χρειαστεί να βασίζονται στους ελέγχους κεφαλαίων.

### *Λοιποί λόγοι*

Εκτός από τους λόγους που αναφέρονται παραπάνω, η χρήση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων μπορεί να παρακινηθεί από μια ποικιλία άλλων παραγόντων. Αυτοί μπορεί να είναι το μέγεθος της οικονομίας και ο βαθμός ανοίγματος, τα γενικά χαρακτηριστικά του κανονιστικού συστήματος, καθώς και κοινωνικές και στρατηγικές ανησυχίες ειδικότερα σχετικά με τις άμεσες εισερχόμενες επενδύσεις.

Χώρες με ισχυρότερες οικονομίες έχουν περισσότερες ευκαιρίες διαφοροποίησης των επενδύσεων συνεπώς δεν έχουν τα ίδια κίνητρα με τις μικρότερες χώρες για απελευθέρωση του ισοζυγίου κεφαλαίων. Το πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία επηρεάζει την ένταση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

## **2.6 Τύποι ελέγχων κεφαλαίων**

Όπως έχουμε αναφέρει, οι λόγοι για τους οποίους μια χώρα μπορεί να καταφύγει στην θέσπιση ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων είναι διάφοροι. Για να επιτευχθούν οι ποικίλοι στόχοι υπάρχουν πολλοί τύποι περιορισμών οι οποίοι διαχωρίζονται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής που επηρεάζουν και ανάλογα με τον αν προβλέπουν φορολόγηση, περιορισμό ή απαγόρευση της συναλλαγής.

### *Έλεγχοι στις εισροές και στις εκροές*

Οι έλεγχοι στις εισροές χρησιμοποιούνται συνήθως από τις αναδυόμενες χώρες για να προστατευθούν από τη διεθνή κερδοσκοπία και την ίδια στιγμή να μπορέσουν να ακολουθήσουν μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Οι λόγοι για την επιβολή ελέγχων στις μακροπρόθεσμες εισροές (άμεσες επενδύσεις και ίδια κεφάλαια) διαφέρουν από του λόγους ελέγχου των βραχυπρόθεσμων εισροών (τραπεζικές καταθέσεις και μέσα της χρηματαγοράς). Αμφότεροι οι έλεγχοι στις εισροές και στις εκροές δίνουν ευχέρεια για την άσκηση νομισματικής πολιτικής κάτω από καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά σε διαφορετικές κατευθύνσεις. Οι έλεγχοι των εισροών κεφαλαίου επιτρέπουν την διατήρηση υψηλότερων επιτοκίων με αποτέλεσμα να έχουν χρησιμοποιηθεί στην προσπάθεια αποτροπής της επέκτασης της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού που την συνοδεύει. Ορισμένες από τις χώρες που έχουν καταφύγει σε ελέγχους στις εισροές κεφαλαίων κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων δεκαετιών περιλαμβάνουν τη Βραζιλία, τη Χιλή, την Κολομβία και την Τσεχική Δημοκρατία.

Στον αντίποδα, οι έλεγχοι των εκροών κεφαλαίου έχουν χρησιμοποιηθεί συχνότερα σε περιπτώσεις που οι χώρες επιθυμούν να αναβάλουν την επιλογή μεταξύ υποτίμησης ή αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής (π.χ. Μαλαισία). Οι έλεγχοι στις εκροές κεφαλαίων έχουν υποστηριχθεί ως ένα μέσω αντιμετώπισης χρηματοοικονομικών και νομισματικών κρίσεων. Στο πλαίσιο αυτό οι έλεγχοι στις εκροές μπορούν να διαχωριστούν σε δύο τύπους. Ο πρώτος αφορά «προληπτικούς περιορισμούς» (preventive controls) που εφαρμόζονται (ή γίνονται αυστηρότερα αν υφίστανται ήδη) σε περιπτώσεις που υπάρχει έντονο πρόβλημα ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών, το οποίο όμως δεν έχει οδηγήσει ακόμα σε κρίση υποτίμησης. Τα μέτρα μπορεί να λάβουν την μορφή φόρων στα κεφάλαια που μεταφέρονται στο εξωτερικό, διπλές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ακόμα και ολοκληρωτική απαγόρευση της μεταφοράς κεφαλαίων. Στόχος είναι τα μέτρα αυτά να επιβραδύνουν την διαρροή πόρων προς το εξωτερικό ώστε να εξασφαλιστεί χρόνος για την εφαρμογή διορθωτικών πολιτικών. Ο δεύτερος τύπος αφορά «θεραπευτικούς ελέγχους» (curative controls) οι οποίοι εφαρμόζονται μεταγενέστερα από την εκδήλωση μιας κρίσης. Έπειτα από την εφαρμογή του, η ευρισκόμενη σε κρίση χώρα μπορεί να προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων, στην αναδιάρθρωση του χρηματοοικονομικού τομέα και στην εφαρμογή πολιτικών που προωθούν την ανάπτυξη. Στην συνέχεια, εφόσον η οικονομία επανέλθει, τα μέτρα αυτά θα πρέπει να αποσύρονται. Αυτός ο τύπος μέτρων έχει αποκτήσει υποστηρικτές τόσο στον ακαδημαϊκό κύκλο όσο και σε αυτόν των διαμορφωτών πολιτικής, με χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτό του νομπελίστα οικονομολόγου Paul Krugman. Σύμφωνα με τον Krugman (1998) οι χώρες που αντιμετωπίζουν ήδη μια μεγάλη κρίση θα μπορούσαν να επωφεληθούν από μια προσωρινή επιβολή ελέγχων στις εκροές.

### ***Έλεγχοι στην τιμή και στην ποσότητα***

Μια άλλη κατηγοριοποίηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων μπορεί να γίνει με βάση το αν γίνεται μέσω μηχανισμών που αφορούν την τιμή ή μέσω του ελέγχου της ποσότητας.

Οι έλεγχοι μέσω της τιμής λαμβάνουν την μορφή φόρων επί των αποδόσεων των διεθνών επενδύσεων, φόρων επί ορισμένων τύπων συναλλαγών ή ακόμα και απαίτησης για διατήρηση ενός υποχρεωτικού αποθεματικού. Ένας τύπος φόρου είναι ο ονομαζόμενος «Φόρος Tobin», ο οποίος προβλέπει την χρέωση ενός μικρού ποσοστού σε όλες τις συναλλαγές που συναλλάγματος. Οι υποστηρικτές αυτού του φόρου ισχυρίζονται ότι μειώνει την

μεταβλητότητα των αγορών συναλλάγματος καθώς περιορίζει τα κίνητρα για βραχυπρόθεσμες αλλαγές της θέσης των επενδυτών. Από την άλλη, ένας τέτοιος φόρος μπορεί να μειώσει την ρευστότητα στις αγορές ξένου συναλλάγματος ενώ μπορεί να παρακαμφθεί εύκολα μέσω της επένδυσης σε παράγωγα. Επιπλέον, για να μπορέσει ένας τέτοιος φόρος να είναι επιτυχής θα πρέπει να εφαρμοστεί από μια διεθνή συμφωνία, ωστόσο είναι αβέβαιο το ποιος θα αναλάβει την συλλογή του φόρου και που θα χρησιμοποιηθούν τα έσοδα που δημιουργεί.

Άλλος ένας βασιζόμενος στην τιμή μηχανισμός είναι η απαίτηση για υποχρεωτικά αποθεματικά στην Κεντρική Τράπεζα. Σύμφωνα με αυτόν το περιορισμό, οι ξένοι επενδυτές που επιθυμούν να μεταφέρουν χρήματα στο εσωτερικό μια χώρας μέσω κατάθεσης σε ένα εγχώριο τραπεζικό ίδρυμα ή μέσω άλλων μορφών εισροών, είναι υποχρεωμένοι να καταθέσουν ένα ποσοστό της εισροής, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, στην Κεντρική Τράπεζα. Αυτές οι καταθέσεις δεν τοκίζονται και επιτρέπουν στη Κεντρική Τράπεζα να προβεί σε αγορές στην ξένες αγορές χρήματος. Έτσι τα υποχρεωτικά αποθεματικά λειτουργούν ως ένας φόρος στις βραχυχρόνιες εισροές κεφαλαίων (Edwards, 1998b).

Όσον αφορά του ποσοτικούς περιορισμούς στην μεταφορά κεφαλαίων, αυτοί περιλαμβάνουν κανόνες που θέτουν μέγιστο όριο ή την ανάγκη λήψης ειδικής άδειας για νέο ή υπάρχον δανεισμό από ξένους κατοίκους. Έτσι, μπορεί να υπάρχουν διοικητικοί έλεγχοι στις διασυνοριακές συναλλαγές όπου οι αρχές εγκρίνουν συναλλαγές μόνο για συγκεκριμένα είδη τίτλων. Επιπλέον είναι πιθανό να υπάρχουν περιορισμοί σε ορισμένους τύπους επένδυσης καθώς και στον επαναπατρισμό των κερδών ξένων επιχειρήσεων που λειτουργούν στην εγχώρια αγορά. Τέλος, ως μια μορφή ελέγχου στα κεφάλαια μπορεί να αποτελέσει η θέσπιση εγχώριων κανονισμών για την κατανομή του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών, όπως έχει συμβεί κατά το παρελθόν σε Ιταλία και Νότιο Κορέα (Bakker, 1996; Park και Song, 1996).

## **2.8 Ανακεφαλαίωση**

Στο κεφάλαιο αυτό αναφερθήκαμε στις έννοιες της χρηματοοικονομικής καταπίεσης και απελευθέρωσης και στην μετάβαση από το ένα καθεστώς στο άλλο. Επιπλέον, έγινε αναφορά στο ζήτημα των ελέγχων/περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων.

Όπως είδαμε, η καταπίεση του οικονομικού συστήματος από την πλευρά του κράτους γίνεται κυρίως μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ο κρατική παρέμβαση μπορεί να αφορά περιορισμούς στα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων, επιβολή τήρησης ενός υψηλού ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα, άμεση παρέμβαση και καθοδήγηση του τραπεζικού δανεισμού από την κυβέρνηση, κρατική ιδιοκτησία των τραπεζών και τέλος περιορισμένη λειτουργία ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων στην εγχώρια αγορά. Κατά την διαδικασία την αντίθετης περίπτωσης, αυτής δηλαδή της απελευθέρωσης του συστήματος, έχουμε κατά βάση την άρση των περιορισμών που επιβάλλει η χρηματοοικονομική καταπίεση. Όσον αφορά τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων, η επιβολή τους γίνεται κυρίως με στόχο την πλήρη απαγόρευση ή τον περιορισμό των συναλλαγών εκείνων που επιφέρουν μεταβολές στο ισοζύγιο πληρωμών. Ο διαχωρισμός μεταξύ των διαφόρων τύπων ελέγχων γίνεται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής που επηρεάζουν και ανάλογα με τον αν αφορούν φορολόγηση, περιορισμό ή απαγόρευση της συναλλαγής. Έτσι λοιπόν έχουμε ελέγχους που βασίζονται στο αν έχουμε εισροή ή εκροή κεφαλαίων και ελέγχους που γίνονται με βάση την τιμή ή την ποσότητα.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, προχωράμε σε μια ανασκόπηση σε επιλεγμένα τμήματα της μέχρι σήμερα βιβλιογραφίας που σχετίζεται με το μοντέλο που θέλουμε να εκτιμήσουμε.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

#### 3.1 Εισαγωγή

Στο κομμάτι της οικονομικής επιστήμης που ονομάζεται χρηματοοικονομικά, ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας επικεντρώνεται γύρω από την σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης. Αντίθετα, η βιβλιογραφία σχετικά με την σύνδεση μεταξύ των κεφαλαιακών περιορισμών με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη είναι πιο περιορισμένη. Στα κεφάλαια ένα και δύο δόθηκε μια συνοπτική εικόνα, μέσω αναφορών στη συναφή βιβλιογραφία, σχετικά με τι εννοούμε όταν μιλάμε για χρηματοοικονομική και οικονομική ανάπτυξη, για την μεταξύ τους σχέση, για τις μορφές χρηματαγορών, για τους θεσμούς, την χρηματοοικονομική καταπίεση και απελευθέρωση καθώς και τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων. Η παρουσίαση αυτών των όρων και των μεταξύ τους σχέσεων κρίθηκε απαραίτητη, για να μπορέσουμε στο κεφάλαιο αυτό να προχωρήσουμε στην ανάπτυξη των προγενέστερων εμπειρικών μελετών γύρω από την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, την χρηματοοικονομική απελευθέρωση και το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης.

Το μοντέλο το οποίο χρησιμοποιούμε στην εμπειρική μας ανάλυση βασίζεται σε αυτό που αναπτύχθηκε από τους Chinn και Ito (2005) και προσπαθεί να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη βασιζόμενο σε παράγοντες όπως το πόσο «ανοιχτές» είναι οι χρηματοοικονομικές αγορές (financial openness), το επίπεδο ανάπτυξης των θεσμών και ορισμένους μακροοικονομικούς δείκτες. Στο τρέχον κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση της μελέτης των Chinn και Ito αλλά και επιλεγμένων προγενέστερων και μεταγενέστερων μελετών.

Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες των De Gregorio (1998), Klein και Olivei (2008), Chinn και Ito (2002 και 2005), Calderon και Kubota (2008) ενώ δίνεται και μια σύνοψη των αποτελεσμάτων της κάθε μίας.

#### 3.2 Παρουσίαση επιλεγμένης βιβλιογραφίας

Ο De Gregorio (1998) εξέτασε την σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης (financial integration) και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Ισχυρίστηκε ότι αν αυτή η σχέση υφίσταται, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση έχει έμμεσες επιπτώσεις στην οικονομική

ανάπτυξη, μέσω της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ως έννοια αναφέρεται στο φαινόμενο κατά το οποίο χρηματοοικονομικές αγορές γειτονικών, περιφερειακών ή παγκόσμιων οικονομιών, συνδέονται στενά μεταξύ τους. Η σύνδεση αυτή μπορεί λάβει την μορφή του διαμοιρασμού πληροφόρησης, της μεταφοράς των αποτελεσματικότερων πρακτικών και νέων τεχνολογιών μεταξύ χρηματοοικονομικών οργανισμών, της χρηματοδότησης των εταιρειών απευθείας από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίων και αντίστοιχα της επένδυσης σε αυτές, της δημιουργίας προϊόντων στις εγχώριες αγορές ίδιων με αντίστοιχα στις αγορές του εξωτερικού. Ο De Gregorio, για να προσεγγίσει την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση χρησιμοποίησε τέσσερεις δείκτες, μεταξύ των οποίων ο IAPM των Levine και Zervos (1995) και ο ICAPM των Levine και Zervos (1998). Ο δείκτης IAPM βασίζεται στο μοντέλο αποτίμησης διεθνούς αρμπιτράζ (international arbitrage pricing model) και υπολογίζεται παλινδρομώντας την επιπλέον απόδοση ενός τίτλου (asset) έναντι της απόδοσης ενός τίτλου χωρίς κίνδυνο (risk free asset) σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, με την επιπλέον απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς (benchmark portfolio). Αν οι διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές είναι τέλεια ολοκληρωμένες (fully integrated) θα πρέπει να παρατηρείται σταθερή αναλογία ανάμεσα στην επιπλέον απόδοση ενός τίτλου και στην επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Αυτό συνεπάγεται ότι η γραμμή παλινδρόμησης δεν πρέπει να διακόπτεται και όταν αυτό συμβαίνει, όσο μεγαλύτερη η διακοπή τόσο λιγότερο ολοκληρωμένες είναι οι αγορές. Ο δείκτης ICAPM βασίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM). Προσομοιάζει με τον δείκτη IAMP, με την διαφορά ότι το χαρτοφυλάκιο αναφοράς αποτελείται από κοινές μετοχές σταθμισμένες ανάλογα με την αξία τους. Για την μέτρηση του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης χρησιμοποίησε του εξής δείκτες, όπως είχαν αναπτυχθεί από τους Levine και Zervos (1995):

- CREDIT: δείχνει είναι το σύνολο των δανείων που χορηγήθηκαν από το τραπεζικό σύστημα προς τον ιδιωτικό τομέα. Η μεταβλητή αυτή αποτελεί έναν καλό δείκτη της διαμεσολάβησης από το τραπεζικό σύστημα.
- MCAP: είναι η αξία των εισηγμένων μετοχών ως ποσοστό του ΑΕΠ και αντικατοπτρίζει το μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο, δεν παρουσιάζει την πλήρη εικόνα της αγοράς καθώς αγνοεί το επίπεδο ρευστότητας.



- TVT: είναι η συνολική αξία των μετοχών που διαπραγματεύονται σε ένα χρόνο προς το ΑΕΠ. Αποτελεί ένα μέτρο της ρευστότητας της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας.
- VOL: είναι ένα μέτρο της μεταβλητότητας της αγοράς. Εκτός της διαμεσολάβησης που παρέχουν οι χρηματιστηριακές αγορές, ένα σημαντικό χαρακτηριστικό τους είναι και η αστάθεια τους, την οποία πολλοί θεωρούν ως υπερβολική.

Για ένα δείγμα αναπτυσσόμενων και βιομηχανοποιημένων χωρών και ελέγχοντας για τον ρυθμό πληθωρισμού και το εμπορικό άνοιγμα, ο De Gregorio βρίσκει ότι ο δείκτης χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης IAPM έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη όταν αυτή μετριέται από τον δανεισμό, την κεφαλαιοποίηση και την μεταβλητότητα στην αγορά μετοχών. Το μοναδικό μέτρο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης που φαίνεται να εξαρτάται από τον δείκτη ολοκλήρωσης ICAPM είναι η συνολική αξία μετοχών που διαπραγματεύτηκαν κάθε έτος. Όσον αφορά άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές, ο πληθωρισμός παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση με την μεταβλητότητα στις αγορές αλλά αρνητική συσχέτιση με την πίστωση από το τραπεζικό σύστημα προς τον ιδιωτικό τομέα. Παρόλα αυτά, ως ένα σημείο παρατηρείται ότι η κεφαλαιοποίηση της αγοράς είναι υψηλότερη σε χώρες με υψηλό πληθωρισμό. Μια εξήγηση για αυτό θα μπορούσε να είναι ότι λόγω της μειωμένης χορήγησης πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα από τις τράπεζες, γίνεται στροφή προς βραχυχρόνια συμβόλαια και πιο ρευστούς τίτλους. Επίσης, το εμπορικό άνοιγμα, ως ανεξάρτητη μεταβλητή είναι θετικά συσχετισμένο με τους δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης CREDIT, MCAP και TVT πράγμα που ενδεχομένως σημαίνει ότι εκτός από την διεθνοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζεται και από την διεθνοποίηση των εμπορικών συναλλαγών. Τέλος, παρατηρήθηκε ότι χώρες με υψηλότερο αρχικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ έχουν περισσότερο ανεπτυγμένα χρηματοοικονομικά συστήματα.

Μια μεταγενέστερη σχετική έρευνα έγινε από τους Klein και Olivei (2008), οι οποίοι εξέτασαν το κατά πόσο υπάρχει σχέση ανάμεσα στην απελευθέρωση του ισοζυγίου κεφαλαίων (capital account liberalization) και της ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας. Στην ίδια έρευνα, εξετάζεται και το κατά πόσο αυτή η απελευθέρωση επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη, μέσω του καναλιού της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Σε σύγκριση με το προαναφερθέν έργο του De Gregorio, η μελέτη των Klein και Olivei διαφέρει ως προς τον αριθμό των χωρών που χρησιμοποιεί, τους

διαφορετικούς δείκτες χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και το διαφορετικό εμπειρικό μοντέλο που αναπτύσσει. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούν διαστρωματικά δεδομένα για βιομηχανοποιημένες και λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, για τις χρονικές περιόδους 1976 – 1995 και 1986 – 1995. Ως μέτρο της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης επιλέγουν δύο δείκτες χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, καθένας από τους οποίους έχει κατασκευαστεί έτσι ώστε μια αύξηση να αντικατοπτρίζει μεγαλύτερη χρηματοοικονομική εμβάθυνση. Ένα μέτρο είναι ο δείκτης ρευστών υποχρεώσεων (liquid liabilities- LLY), οποίος δείχνει τον λόγο των ρευστών υποχρεώσεων προς το ΑΕΠ. Ως ρευστές υποχρεώσεις λογίζεται το χρήμα που βρίσκεται εκτός τραπεζικού συστήματος συν τις απαιτήσεις και τις τοκίζόμενες υποχρεώσεις των τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Ο δείκτης αυτός αντικατοπτρίζει το συνολικό μέγεθος του τομέα των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Ωστόσο, έχει το μειονέκτημα ότι δεν κάνει διάκριση μεταξύ κεφαλαίων που κατανέμονται σε οντότητες του ιδιωτικού τομέα και σε κεφάλαια που κατανέμονται προς οντότητες του δημοσίου τομέα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται παραπλανητικές εντυπώσεις σχετικά με το πόσο ανεπτυγμένο είναι το χρηματοοικονομικό σύστημα μιας χώρας, καθώς για παράδειγμα μια χώρα με υψηλό δανεισμό προς κρατικές επιχειρήσεις θα παρουσίαζε ένα ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα, ενώ στην ουσία το σύστημα αυτό θα αποτύγχανε στον ρόλο του να επιλέξει τα αποδοτικότερα επενδυτικά σχέδιά. Για τον λόγο αυτό και με στόχο την απομόνωση της πίστωσης προς τον ιδιωτικό τομέα από την πίστωση προς την κυβέρνηση, τις κυβερνητικές υπηρεσίες και τις δημόσιες επιχειρήσεις, οι Klein και Oliveί χρησιμοποίησαν και τον δείκτη PRIVY. Ο δείκτης αυτός ισούται με τον λόγο των απαιτήσεων που έχουν οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές από τον ιδιωτικό τομέα προς το ΑΕΠ και προσομοιάζει με τον αντίστοιχο δείκτη που είχε χρησιμοποιήσει και ο De Gregorio. Όσον αφορά την απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίων, ως δείκτη δημιούργησαν την μεταβλητή KALIB. Η μεταβλητή αυτή βασίζεται, όπως και η πλειοψηφία τέτοιων δεικτών αντίστοιχων μελετών, στην χρήση ετήσιων στοιχείων από τον δείκτη *Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Ο δείκτης αυτός που αποτελεί το πιο κοινό μέτρο απελευθέρωσης του λογαριασμού κεφαλαίων έχει τόσο πλεονεκτήματα, όσο και μειονεκτήματα. Στα πλεονεκτήματα συγκαταλέγεται το ότι παρέχει ένα συνεπές μέτρο για ένα μεγάλο εύρος χωρών και ότι τα δεδομένα αυτά είναι σε ετήσια βάση. Από την πλευρά των μειονεκτημάτων, έχουμε ότι μέχρι το έτος 1996, ο δείκτης AREAER μας δείχνει υπό μια ευρεία έννοια την γενικότερη στάση

κάθε χώρας προς την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων χωρίς να κάνει κάποια διάκριση μεταξύ των διαφόρων μορφών περιορισμών. Με βάση αυτόν τον δείκτη οι Klein και Olivei δημιουργούν μια μεταβλητή που παίρνει τιμές μηδέν (όταν η χώρα δεν έχει κεφαλαιακούς περιορισμούς) και ένα (όταν η χώρα έχει κεφαλαιακούς περιορισμούς) για κάθε χώρα και κάθε έτος. Στην συνέχεια δημιουργούν την μεταβλητή KALIB η οποία αντιπροσωπεύει την αναλογία των ετών κατά τα οποία η χώρα επιτρέπει την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων σε σχέση με το σύνολο των ετών του δείγματος.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης των Klein και Olivei δείχνουν μια στατιστικά σημαντική επιρροή των απελευθερωμένων ισοζυγίων κεφαλαίου επί της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Οι χώρες που για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο, ή τουλάχιστον για ένα τμήμα της, είχαν ανοιχτούς λογαριασμούς κεφαλαίων παρουσίασαν μεγαλύτερη χρηματοοικονομική εμβάθυνση εν συγκρίσει με τις χώρες που διέθεταν συνεχιζόμενους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων. Σχεδόν όλες οι χώρες του δείγματος που ανήκουν στο ΟΟΣΑ παρουσίασαν κάποιας μορφής απελευθέρωση στον λογαριασμό κεφαλαίων για την εξεταζόμενη περίοδο. Αντίθετα, μόνο ένας μικρός αριθμός χωρών μη μελών του ΟΟΣΑ απελευθέρωσε τον λογαριασμό κεφαλαίων πριν το 1995. Το γεγονός αυτό, δημιουργεί ερωτηματικά για το κατά πόσο η συσχέτιση μεταξύ απελευθέρωσης και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης οφείλεται κατά κύριο λόγο σε ένα σει κρατών ή πρόκειται για μια γενικευμένη σχέση. Με βάση τους ελέγχους που άσκησαν, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όντως το αποτέλεσμα της θετικής συσχέτισης απελευθέρωσης στις κινήσεις κεφαλαίων και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης οδηγείται κυρίως από τις διαδικασίες που ακολούθησαν οι χώρες του δείγματος που αποτελούν μέλη του ΟΟΣΑ. Συνεπώς, μια απελευθέρωση των λογαριασμών κεφαλαίων ενδέχεται να μην έχει τα ίδια θετικά αποτελέσματα για όλες τις χώρες.

Βασιζόμενοι σε ένα προσχέδιο του 2001 της μελέτης των Klein και Olivei, οι Chinn και Ito (2002) επεκτείνουν την υπάρχουσα βιβλιογραφία και επικεντρώνουν την προσοχή τους στο κατά πόσο η ύπαρξη ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων είναι «συμβατή» με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Κεντρική θέση στην μελέτη τους κατέχει μια οικονομετρική ανάλυση για ένα ευρύ δείγμα χωρών για την χρονική περίοδο 1977-1997. Για την απεικόνιση του επιπέδου της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης χρησιμοποιούν όχι μόνο τους δείκτες που χρησιμοποιούνται συχνότερα αλλά και δείκτες των αγορών μετοχών. Σύμφωνα με τους Chinn και Ito το επίπεδο ανάπτυξης των αγορών μετοχών ενδεχομένως αποτελεί ένα

καλύτερο μέτρο της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της ικανότητας μιας οικονομίας να κινητοποιεί κεφάλαια με αποδοτικό τρόπο σε σύγκριση με τα συνήθως χρησιμοποιούμενα μέτρα που δείχνουν τον δανεισμό. Το επιχείρημα αυτό το βασίζουν στο ότι τα μέτρα δανεισμού δεν είναι εύκολο να διαχωρίσουν την δανειοδοτική δραστηριότητα που προκαλείται από την κυβέρνηση (government directed lending) από αυτή που προκαλείται από τις λειτουργίες της αγοράς (market directed lending), παρουσιάζοντας ενδεχομένως αλλοιωμένη εικόνα για το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Οι χρησιμοποιούμενοι δείκτες προέρχονται από το έργο των Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2000) και οι συνηθέστεροι από αυτούς είναι ο λόγος ρευστών υποχρεώσεων προς το ΑΕΠ και ο λόγος πιστώσεων από τον τραπεζικό προς τον ιδιωτικό τομέα προς το ΑΕΠ. Λιγότερο συνηθισμένοι δείκτες, οι οποίοι αναφέρονται στις αγορές μετοχών είναι: ο λόγος κεφαλαιοποίησης της αγοράς μετοχών προς το ΑΕΠ, ο λόγος της συνολικής αξίας των μετοχών που έγιναν αντικείμενο συναλλαγής προς το ΑΕΠ, η αναλογία του κύκλου εργασιών της αγοράς μετοχών και ο λόγος εκδόσεων μετοχών προς ΑΕΠ.

Για την μέτρηση του εύρους και της έντασης των περιορισμών αυτών έχουν δημιουργηθεί διάφοροι δείκτες, ωστόσο επικρατέστερη εντύπωση είναι ότι δεν αντικατοπτρίζουν την πολυπλοκότητα της εφαρμογής τους στην πράξη. Οι περισσότερες αναλύσεις χρησιμοποιούν τον δείκτη AREAER του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ο οποίος παρέχει στοιχεία για το εύρος και την φύση των περιορισμών στους εξωτερικούς λογαριασμούς (external accounts). Ο δείκτης αυτός όμως, έχει το μειονέκτημα ότι δεν μετράει την ένταση των περιορισμών ούτε αποδίδει την αποτελεσματικότητά τους στην επίτευξη των στόχων για τους οποίους επιβλήθηκαν. Μια μέθοδος αντιμετώπισης των μειονεκτημάτων αυτών, είναι εκείνη που χρησιμοποίησαν οι Klein και Olivei (2008) η οποία όπως αναφέρθηκε παραπάνω δημιουργεί μεταβλητές με βάση τον δείκτη AREAER και την αναλογία των ετών με φιλελευθεροποιημένους λογαριασμούς κεφαλαίου. Και αυτού του είδους οι δείκτες όμως, παρουσιάζουν μειονεκτήματα. Όπως επισημαίνουν οι Edison et al (2002) οι δείκτες που κατασκευάζονται με αυτή τη μέθοδο δεν παρέχουν πληροφόρηση για την κατεύθυνση προς την οποία κινείται μια χώρα, δηλαδή αν βρίσκεται σε διαδικασία απελευθέρωσης ή περιορισμού.<sup>9</sup> Γι' αυτό το λόγο οι Chinn και Ito προχώρησαν στην κατασκευή ενός νέου δείκτη με στόχο αυτός να συμπεριλαμβάνει το βαθμό έντασης των περιορισμών κεφαλαίου. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει τις δυαδικές μεταβλητές (binary variables)  $k_1$   $k_2$   $k_3$   $k_4$  που

<sup>9</sup> Παραδείγματος χάριν μια τιμή 0,5 μπορεί να σημαίνει είτε ότι οι λογαριασμοί κεφαλαίων ήταν κλειστοί για το πρώτο μισό της εξεταζόμενης περιόδου και ανοιχτοί για το δεύτερο, είτε το αντίστροφο.

αποτελούν τον δείκτη AREAER και δείχνουν κατά σειρά την ύπαρξη πολλαπλών συναλλαγματικών ισοτιμιών, την ύπαρξη περιορισμών στις τρέχουσες συναλλαγές (current account), την ύπαρξη περιορισμών στις συναλλαγές λογαριασμών κεφαλαίου (capital account) και τέλος τις απαιτούμενες για τις εξαγωγές διαδικασίες. Η χρήση των μεταβλητών αυτών αποσκοπεί στο να αποτελέσουν ένδειξη την έντασης των κεφαλαιακών περιορισμών.<sup>10</sup>

Στην συνέχεια της μελέτης, οι Chinn και Ito επεκτείνουν το εμπειρικό τους μοντέλο ώστε να συμπεριλάβουν και τις επιπτώσεις που έχουν στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη οι νομικοί και θεσμικοί παράγοντες κάθε χώρας. Η μεταβλητές που χρησιμοποιούν για την απεικόνιση της ανάπτυξης του νομικού και θεσμικού επιπέδου προέρχονται από το έργο των La Porta et al. (1998) και αναφέρονται στο επίπεδο της προστασίας των δανειστών, την αποτελεσματικότητα του νομικού συστήματος στην εφαρμογή των συμβολαίων, το εύρος της προστασίας των μετόχων και τέλος στην περιεκτικότητα των εκθέσεων των εταιριών.

Τα αποτελέσματα και των δύο μορφών του μοντέλου μπορούν να συνοψιστούν στα κάτωθι σημεία:

- Στο συνολικό δείγμα χωρών, όταν η μέτρηση του επιπέδου της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης γίνεται με βάση την δημιουργία πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα και την αξία των συναλλαγών στην αγορά μετοχών, φαίνεται να υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ τους εύρους των ελέγχων στα κεφάλαια και της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.
- Για το σετ των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών, το χρηματοοικονομικό άνοιγμα δεν φαίνεται να επηρεάζει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη όταν αυτή μετριέται με βάση τους δείκτες τραπεζικών πιστώσεων. Αντίθετα, όταν χρησιμοποιείται ως δείκτης η αξία των συναλλαγών στην αγορά μετοχών η συσχέτιση ανοίγματος και ανάπτυξης που παρατηρείται στο συνολικό δείγμα συνεχίζει να υφίσταται.
- Στην περίπτωση των χωρών με αναδυόμενες αγορές (emerging market countries), όταν η μέτρηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης γίνεται με βάση τις τραπεζικές πιστώσεις φαίνεται να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικού ανοίγματος και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης (σε αντίθεση με το σετ των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών). Επιπλέον, όλοι οι δείκτες ανάπτυξης της αγοράς μετοχών

---

<sup>10</sup> Για παράδειγμα μια χώρα μπορεί να έχει ανοιχτό λογαριασμό κεφαλαίων αλλά ταυτόχρονα να ασκεί μιας μορφής περιορισμό στην ροή του κεφαλαίου μέσω της επιβολής περιορισμών στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών.

(εκτός από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς) είναι στατιστικά σημαντικοί όσον αφορά το κεφαλαιακό άνοιγμα ενώ στην περίπτωση του συνολικού δείγματος και των αναπτυσσόμενων χωρών μόνο ο δείκτης της αξίας των συναλλαγών στην αγορά μετοχών φαινόταν στατιστικά σημαντικός.

- Επιβεβαιώνεται οικονομετρικά ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα που συνοδεύονται από έναν υψηλότερο βαθμό νομικής και θεσμικής ανάπτυξης επωφελούνται κατά μέσο όρο περισσότερο από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση. Ωστόσο πρέπει να σημειωθεί ότι αυτή η θετική επίδραση προέρχεται κυρίως από τον δείκτη του βαθμού προστασίας των μετόχων και από τον δείκτη των λογιστικών προτύπων.

Σε μια μεταγενέστερη μελέτη τους οι Chinn και Ito (2005) επεκτείνουν το έργο τους και δίνοντας βάση στους συνδέσμους μεταξύ φιλελευθεροποίησης του λογαριασμού κεφαλαίων, νομικής/θεσμικής ανάπτυξης και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης ειδικότερα στις αγορές μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, ερευνούν το κατά πόσο ένα χρηματοοικονομικό άνοιγμα οδηγεί σε ανάπτυξη στις αγορές μετοχών όταν ελέγχουμε για το επίπεδο νομικής και θεσμικής ανάπτυξης. Στην συνέχεια, εξετάζουν αν ένα άνοιγμα στον εμπορικό τομέα αποτελεί προϋπόθεση για να προβεί μια χώρα σε άνοιγμα στον χρηματοοικονομικό τομέα. Τέλος, ερευνούν αν ένας καλά ανεπτυγμένος τραπεζικός τομέας αποτελεί προϋπόθεση ώστε η χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση να οδηγήσει σε ανάπτυξη της αγοράς μετοχών και κατά πόσο η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος είναι συμπληρώνει ή υποκαθιστά την ανάπτυξη της αγοράς μετοχών. Το εμπειρικό μοντέλο που χρησιμοποιούν είναι το ίδιο με αυτό της προηγούμενης μελέτης συνεπώς οι δείκτες και οι πηγές παραμένουν ίδιοι. Το δείγμα περιλαμβάνει 108 χώρες και αφορά την χρονική περίοδο 1980 έως 2000.

Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων του εμπειρικού μοντέλου καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα χρηματοοικονομικό άνοιγμα όντως συνεισφέρει στην ανάπτυξη των αγορών μετοχών αρκεί να έχει επιτευχθεί ένα συγκεκριμένο ελάχιστο επίπεδο ανάπτυξης του νομικού συστήματος και των θεσμών. Όσον αφορά το επίπεδο αυτό, διαπιστώθηκε ότι οι θεσμοί που αφορούν συγκεκριμένα το χρηματοοικονομικό σύστημα έχουν μικρότερη σημασία για την επίτευξή του σε σχέση με το επίπεδο του γενικότερου θεσμικού και νομικού συστήματος. Καταλήγουν έτσι στο συμπέρασμα ότι το επίπεδο ανάπτυξης του γενικότερου νομικού συστήματος και των θεσμών είναι σημαντικότερο για την επίτευξη του ελαχίστου επιπέδου ανάπτυξης νόμων και θεσμών. Για το ζήτημα της αλληλουχίας μεταξύ

χρηματοοικονομικής και εμπορικής απελευθέρωσης, η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το εμπορικά άνοιγμα φαίνεται να συνεισφέρει στο επίπεδο του χρηματοοικονομικού ανοίγματος τόσο για το συνολικό δείγμα όσο και για το δείγμα των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ότι μια απελευθέρωση των εμπορικών συναλλαγών αποτελεί προϋπόθεση για να προβεί μια χώρα σε χρηματοοικονομική φιλελευθεροποίηση.

Μια πιο πρόσφατη χρονικά μελέτη διεξήχθη από τους Calderon και Kubota (2009). Ο βασικός στόχος αυτής της μελέτης είναι διττός. Πρώτων η αποτύπωση της σχέσης μεταξύ ανάπτυξης των εσωτερικών χρηματοοικονομικών αγορών και κεφαλαιακού ανοίγματος (capital openness) και δεύτερον, ο έλεγχος του κατά πόσο η ανωτέρω σχέση επηρεάζεται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Τέτοιου είδους χαρακτηριστικά περιλαμβάνουν την ποιότητα των θεσμών, την νομική προστασία των επενδυτών και το εμπορικό άνοιγμα. Για την εξέταση των ανωτέρω, συγκέντρωσαν ετήσια δεδομένα σχετικά με την χρηματοοικονομική εμβάθυνση, το χρηματοοικονομικό άνοιγμα, τους θεσμούς και άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός, το κατά κεφαλήν εισόδημα, για την περίοδο 1974 – 2007. Όσον αφορά την ανάπτυξη των εσωτερικών χρηματοοικονομικών αγορών οι Calderon και Kubota χρησιμοποιούν τους δείκτες που αναπτύχθηκαν από τους Beck, Demirgüç-Kunt and Levine (2000) τους οποίους ομαδοποιούν στις εξής έξι κατηγορίες:

- Δείκτες απόλυτου και σχετικού μεγέθους των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών: οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν τα περιουσιακά στοιχεία των καταθετικών και των άλλων φορέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Επίπεδο δραστηριότητας των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών: όπως μετριέται από τις πιστώσεις του τραπεζικού τομέα προς τον ιδιωτικό τομέα (bank credit) και τις πιστώσεις ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού τομέα προς τους ιδιώτες (financial credit), αμφότερα ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Αποδοτικότητα και διάρθρωση του εμπορικού τραπεζικού τομέα: δείκτες των οποίων είναι (α) γενικά κόστη (overhead costs), (β) το περιθώριο επιτοκίου, (γ) ο βαθμός συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος.
- Μέγεθος λοιπών χρηματοοικονομικών οργανισμών: όπως αυτό προσεγγίζεται από το μέγεθος της δραστηριότητας των ασφαλιστικών εταιριών ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η δραστηριότητα αυτή διακρίνεται σε ασφάλειες ζωής και λοιπές ασφάλειες.

- Ανάπτυξη του χρηματιστηρίου: για την οποία χρησιμοποιούνται ως δείκτες η κεφαλαιοποίηση, η συνολική αξία των μετοχών που διαπραγματεύτηκαν, ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών και το stock market turnover ratio.
- Ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων: για την μέτρηση της οποίας χρησιμοποιούνται δείκτες δραστηριότητας όπως η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ιδιωτικών ομολόγων και η κεφαλαιοποίηση της αγοράς δημόσιων ομολόγων.

Σχετικά με το χρηματοοικονομικό άνοιγμα, χρησιμοποιούν τρεις δείκτες, την κατοχή ξένων περιουσιακών στοιχείων προς το ΑΕΠ, τον λόγο υποχρεώσεων προς ξένους προς το ΑΕΠ και το άθροισμα των δύο προς το ΑΕΠ. Στο υπόδειγμα περιλαμβάνονται και λοιπές μεταβλητές ελέγχου που αναφέρονται στο πραγματικό προϊόν, τον πληθωρισμό, το εμπορικό άνοιγμα και το επίπεδο των θεσμών. Η μελέτη αυτή των Calderon και Kubota αποτελεί, σύμφωνα με τους ίδιους, μια βελτίωση επί των αποτελεσμάτων των προγενέστερων χρονικά ερευνών των Chinn και Ito (2006) και Ito (2006). Ο ισχυρισμός τους αυτός βασίζεται στα εξής σημεία: (α) χρησιμοποιούν δεδομένα για χρονικά μεγαλύτερη περίοδο, (β) οι δείκτες που χρησιμοποιούν για την αποτύπωση του χρηματοοικονομικού ανοίγματος συλλαμβάνουν τον βαθμό του χρηματοοικονομικού ανοίγματος και όχι την απουσία περιορισμών στο διασυνοριακό εμπόριο τίτλων, (γ) «ελέγχουν» τα αποτελέσματα τους με την χρήση προτεινόμενων από την βιβλιογραφία εξωγενών δεικτών που μετρούν το χρηματοοικονομικό και (δ) εξετάζουν από κοινού κατά πόσο το θεσμικό πλαίσιο, η προστασία των επενδυτών και το εμπορικό άνοιγμα έχουν ρόλο στην ενίσχυση της επίδρασης του χρηματοοικονομικού ανοίγματος στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Τα αποτελέσματα της έρευνας μπορούν να συγκεντρωθούν στα εξής σημεία:

- Μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί να οδηγήσει στην ανάπτυξη της εγχώριας χρηματοοικονομικής αγοράς μέσω της αύξησης της τραπεζικής πίστωσης και του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών, της μείωσης των περιθωρίων επιτοκίου και της αυξημένης κεφαλαιοποίησης στην χρηματιστηριακή αγορά και την αγορά ομολόγων.
- Η δομή των χρηματοοικονομικών προϊόντων από το εξωτερικό που κατέχει η χώρα φαίνεται ότι παίζει ρόλο στην επίδραση του χρηματοοικονομικού ανοίγματος. Η συσσώρευση προϊόντων με περισσότερο κίνδυνο (π.χ. άμεσες ξένες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου) οδηγεί σε ανάπτυξη της τραπεζικής πίστωσης και των



τραπεζικών καταθέσεων ενώ τα περισσότερα ασφαλή χρηματοοικονομικά προϊόντα (π.χ. χρέος και αποθεματικών) αυξάνουν την τραπεζική πίστωση, όχι όμως τις τραπεζικές καταθέσεις.

- Ο τραπεζικός τομέας αναπτύσσεται τόσο από άποψη μεγέθους και δραστηριοτήτων όσο και αποδοτικότητας έπειτα από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση σε χώρες με σχετικά υψηλά επίπεδα θεσμικής ποιότητας και προστασίας των επενδυτών, καθώς και σε χώρες με υψηλό εμπορικό άνοιγμα, αποδεικνύοντας τη συμπληρωματική σχέση που υπάρχει μεταξύ θεσμών και χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης.

### 3.3 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο που ολοκληρώθηκε, δόθηκαν ορισμένα δείγματα της βιβλιογραφίας πάνω στην οποία έχει αναπτυχθεί η προσέγγιση που ακολουθήσαμε κατά την επιλογή του εμπειρικού μας μοντέλου.

Όπως είδαμε από την μελέτη του De Gregorio (1998) υπάρχει θετική σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης όταν αυτή μετράται μέσω συγκεκριμένων δεικτών. Μεταξύ των ευρημάτων του είναι και μια ισχυρά θετική συσχέτιση ανάμεσα στον πληθωρισμό και την μεταβλητότητα στις αγορές καθώς και του επιπέδου του εμπορικής δραστηριότητας με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Σε μια άλλη μελέτη, οι Klein και Olivei (2008) εξέτασαν κατά πόσο μια απελευθέρωση στο ισοζύγιο κεφαλαίων επηρεάζει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη και μέσω αυτής την οικονομική μεγέθυνση. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής έδειξαν ότι η απελευθέρωση του ισοζυγίου κεφαλαίων συνδέεται θετικά με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη και ότι οι χώρες που είχαν ανοιχτούς λογαριασμούς κεφαλαίων παρουσίασαν μεγαλύτερη ανάπτυξη. Στην συνέχεια οι Chinn και Ito (2002, 2005) εξετάζουν αρχικά κατά πόσο η ύπαρξη ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων μπορεί να συμβαδίζει με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη και στην συνέχεια επεκτείνουν την το υπόδειγμά τους ώστε να εξετάσουν τις σχέσεις ανάμεσα στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη, την απελευθέρωση του ισοζυγίου κεφαλαίων και την θεσμική και νομική ανάπτυξη. Στα πλαίσια της έρευνας τους δημιούργησαν τον δείκτη Chinn-Ito Index για την μέτρηση του έντασης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν μια ισχυρή σχέση μεταξύ ελέγχων και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Ωστόσο τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται να διαφοροποιούνται ανάλογα με τον δείκτη χρηματοοικονομικής ανάπτυξης που

χρησιμοποιείται κάθε φορά και ανάλογα με το αν η χώρα κατατάσσεται στις ανεπτυγμένες ή αναπτυσσόμενες. Όσον αφορά την επίδραση του επιπέδου νομικής/θεσμικής ανάπτυξης, φαίνεται ότι τα χρηματοοικονομικά συστήματα με υψηλότερο βαθμό θεσμικής ανάπτυξης απολαμβάνουν περισσότερα οφέλη της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης συγκριτικά με τις χώρες που χαρακτηρίζονται από χαμηλότερου επιπέδου θεσμούς.

Σε μια μεταγενέστερη μελέτη, οι Calderon και Kubota (2009) διερευνούν πως οι εσωτερικές χρηματοοικονομικές αγορές επηρεάζονται από ένα κεφαλαιακό άνοιγμα και σε ποιο βαθμό η σχέση αυτή επηρεάζεται από τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Τα ευρήματα της έρευνας αυτής συμφωνούν με αυτά των προγενέστερων ερευνών στο ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί να οδηγήσει σε ανάπτυξη των εγχώριων χρηματοοικονομικών αγορών. Επιπλέον εντοπίστηκε μια συμπληρωματική σχέση μεταξύ θεσμών και χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης της αγοράς αγαθών σχετικά με την επιρροή της στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Στο επόμενο κεφάλαιο προχωράμε στην αναλυτική παρουσίαση των δεικτών και του εμπειρικού μοντέλου που χρησιμοποιούμε στην εργασίας μας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

#### 4.1 Εισαγωγή

Μετά την παρουσίαση του θεωρητικού πλαισίου και της βιβλιογραφίας στα οποία βασίζεται η εργασία μας, φτάνουμε στο κεφάλαιο τέσσερα, στο οποίο θα γίνει παρουσίαση των μεταβλητών και του μοντέλου που χρησιμοποιούμε για την επίτευξη του στόχου μας.

Το εμπειρικό μας μοντέλο εξετάζει κατά πόσο το επίπεδο της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας μπορεί να ερμηνευθεί από το πόσο χρηματοοικονομικά απελευθερωμένη ή μη είναι η χώρα αυτή καθώς και από το πόσο ανεπτυγμένη είναι θεσμικά και εμπορικά. Επιπλέον, εξετάζουμε πως μακροοικονομικά χαρακτηριστικά όπως το κατά κεφαλήν εισόδημα και ο πληθωρισμός μπορούν να επηρεάσουν το επίπεδο αυτό. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την κάθε μεταβλητή έχουν αντληθεί από διάφορες πηγές και αφορούν 70 χώρες για 19 έτη.

Πιο συγκεκριμένα, στο κεφάλαιο αυτό αρχικά παρουσιάζονται οι πηγές και ο τρόπος κατασκευής των δεικτών που χρησιμοποιούμε για την προσέγγιση του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και της θεσμικής ανάπτυξης ενώ γίνεται και μια ανάλυση περιγραφικής στατιστικής για αυτές. Στην συνέχεια προχωράμε περιγραφή του εμπειρικού μας μοντέλου και στην ανάλυση της μεθόδου που ακολουθήθηκε για την επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου εκτίμησης. Τέλος, γίνεται έλεγχος για την παρουσία «ασθενειών» που μπορούν να επηρεάσουν την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων μας.

#### 4.2 Μεταβλητές - Δεδομένα

Τα δεδομένα που απαιτήθηκαν για την πραγματοποίηση της ανάλυσής μας, αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων World Development Indicators και World Governance Indicators της Παγκόσμιας Τράπεζας, καθώς και τις βάσεις δεδομένων που σχετίζονται με τις μελέτες των Andrés Fernández, Michael W. Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, Martín Uribe (2015) και της Katsiaryna Svirydzenka (2016). Τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν είναι σε ετήσια βάση, καλύπτουν την χρονική περίοδο 1995 έως 2013 και αφορούν 70 χώρες

Αναλυτικότερα οι χώρες που περιλαμβάνονται παρουσιάζονται στον πίνακα Π1 του παραρτήματος.

#### 4.2.1. Μέτρηση Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης

Για την μέτρηση της του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας έγινε χρήση των δεικτών που κατασκευάστηκαν στα πλαίσια της μελέτης “Introducing a New Broad-based Index Of Financial Development (2016).<sup>11</sup>

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες από το 1970 και έπειτα, προσεγγίζουν την χρηματοοικονομική ανάπτυξη μέσω δύο δεικτών χρηματοοικονομικής εμβάθυνσης (financial depth): τον λόγο πιστώσεων με κατεύθυνση τον ιδιωτικό τομέα προς το Α.Ε.Π. και τον λόγο κεφαλαιοποίησης της αγοράς μετοχών προς το Α.Ε.Π.. Παραλλαγές αυτών των δύο δεικτών έχουν επίσης χρησιμοποιηθεί για να προσεγγισθεί ο ρόλος του χρηματοοικονομικού συστήματος στην οικονομική ανάπτυξη. Με την πάροδο του χρόνου, ο χρηματοοικονομικός τομέας εξελίχθηκε παγκοσμίως ώστε να φτάσουμε στα σημερινά πολύπλευρα χρηματοοικονομικά συστήματα. Στα συστήματα αυτά, πέρα από τις τράπεζες που κατείχαν και κατέχουν τον σημαντικότερο ρόλο, εξέχουσα σημασία έχουν αποκτήσει χρηματοοικονομικοί οργανισμοί όπως ασφαλιστικές εταιρίες, εταιρίες επιχειρηματικών κεφαλαίων (venture capital), επενδυτικές τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία και λοιποί μη τραπεζικοί οργανισμοί. Επιπλέον, οι αγορές χρήματος έχουν εξελιχθεί ώστε να επιτρέπουν στους ιδιώτες να διαφοροποιούν τις αποταμιεύσεις τους και στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση σε εναλλακτικές μορφές δανεισμού, παρακάμπτοντας την τραπεζική χρηματοδότηση. Ωστόσο, τα μεγάλα αυτά χρηματοοικονομικά συστήματα δεν μπορούν να γίνουν επωφελή για την χρηματοοικονομική ανάπτυξη αν δεν χαρακτηρίζονται από προσβασιμότητα και αποδοτικότητα. Συνεπώς, είναι εύλογο ότι η πολυπλοκότητα που χαρακτηρίζει τα σύγχρονα χρηματοοικονομικά συστήματα και η ποικιλομορφία τους από χώρα σε χώρα, δεν μπορεί να αποδοθεί σε ικανοποιητικό βαθμό μέσω της χρησιμοποίησης ενός μεμονωμένου δείκτη.

Ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης που χρησιμοποιούμε προσπαθεί να ενσωματώσει όσο το δυνατόν περισσότερους από τους παράγοντες που επηρεάζουν την

---

<sup>11</sup> Svirydzenka, K. (2016). ‘ Introducing a New Broad-based Index of Financial Development ’. *IMF Working Paper No. 16/5*

ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών οργανισμών και αγορών. Για να καταστεί αυτό δυνατό, ο τελικός δείκτης απαρτίζεται από πιο συγκεκριμένους δείκτες που «συλλαμβάνουν» το πόσο ανεπτυγμένοι είναι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και οι αγορές από άποψη «εμβάθυνσης», προσβασιμότητας και αποδοτικότητας. Η «εμβάθυνση» εξαρτάται από το μέγεθος και την ρευστότητα των αγορών. Η προσβασιμότητα χαρακτηρίζεται από την δυνατότητα που έχουν τα άτομα και οι εταιρίες να χρησιμοποιήσουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Η αποδοτικότητα εξαρτάται από το κατά πόσο οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί προσφέρουν υπηρεσίες με χαμηλό κόστος και διατηρήσιμα κέρδη καθώς και από το επίπεδο δραστηριότητας των αγορών κεφαλαίου. Στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς περιλαμβάνονται τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια και συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds) και στις χρηματαγορές περιλαμβάνονται οι αγορές μετοχών και ομολόγων.

Συνολικά χρησιμοποιούνται εννέα δείκτες σε τρία διαφορετικά επίπεδα, τα οποία φαίνονται στον Πίνακα Π2 του παραρτήματος. Στο χαμηλότερο επίπεδο έχουμε έξι υπο-δείκτες που μετρούν τον βαθμό εμβάθυνσης, προσβασιμότητας και αποδοτικότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών και αγορών αντίστοιχα. Στο δεύτερο (ενδιάμεσο) επίπεδο αυτοί οι έξι υπο-δείκτες αθροίζονται σε δύο υπο-δείκτες οι οποίοι μετρούν την γενικότερη ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών οργανισμών και των αγορών. Τέλος, στο υψηλότερο επίπεδο έχουμε τον τελικό δείκτη που μετρά των συνολικό επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης της οικονομίας.

#### **4.2.2. Δείκτες ελέγχων κίνησης κεφαλαίων**

Όλες οι εμπειρικές έρευνες που έχουν ως αντικείμενο μελέτης τους ελέγχους επί των κινήσεων κεφαλαίων έρχονται αντιμέτωπες με ζητήματα σχετικά με την διαθεσιμότητα δεικτών που να ποσοτικοποιούν τους ελέγχους αυτούς. Για την αντιμετώπιση αυτών των ζητημάτων ορισμένες μελέτες κατέφυγαν στην επιλογή και εξέταση μιας μεμονωμένης περίπτωσης-χώρας ανά μελέτη. Ωστόσο, η ταυτόχρονη ανάλυση πολλών χωρών απαιτεί δεδομένα τύπου panel που να αντικατοπτρίζουν την εμπειρία των χωρών του δείγματος με τους ελέγχους κεφαλαίων. Ένας αριθμός τέτοιων σετ δεδομένων έχουν συγκεντρωθεί στα πλαίσια διάφορων ερευνών. Ακόμα και σε αυτές τις περιπτώσεις όμως ανακύπτουν ζητήματα. Από την μία πλευρά, τα σετ δεδομένων που διαθέτουν ευρεία κάλυψη όσον αφορά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και των αριθμό των χωρών χαρακτηρίζονται από έλλειψη

διακριτότητας, με αποτέλεσμα να παρέχουν λίγη πληροφόρηση πέρα από ένα γενικό δείκτη του «ανοίγματος» στον λογαριασμό κεφαλαίων. Από την άλλη, σετ δεδομένων με μεγαλύτερη διακριτότητα είναι πιο περιορισμένα από την άποψη του εύρους των χωρών και του χρονικού ορίζοντα που καλύπτουν.

Στην εργασία αυτή, τα απαραίτητα δεδομένα γύρω από τους ελέγχους στις κινήσεις κεφαλαίων αντλήθηκαν από το σετ δεδομένων που συνοδεύει την μελέτη των Andrés Fernández, Michael W. Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, Martín Uribe (2015). Η επιλογή για την χρησιμοποίηση αυτού του σετ δεδομένων έναντι των εναλλακτικών έγινε λαμβάνοντας υπόψη ότι αποτελεί μια από τις πιο πρόσφατες και ταυτόχρονα εκτεταμένες βάσεις, καθώς συγκεντρώνει δεδομένα για ένα μεγάλο αριθμό χωρών, ετών και κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων.

Πιο συγκεκριμένα, βασικό χαρακτηριστικό αυτής της βάσης δεδομένων είναι ότι παρέχει δείκτες για τους περιορισμούς τόσο στις εισροές όσο και στις εκροές για συνολικά δέκα κατηγορίες τίτλων-περιουσιακών στοιχείων. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι εξής :

1. Εργαλεία της αγοράς χρήματος (mm): περιλαμβάνει βραχυπρόθεσμα εργαλεία όπως πιστοποιητικά καταθέσεων, συναλλαγματικές και χρεόγραφα με αρχική ληκτότητα ενός έτους ή λιγότερο.
2. Ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα με αρχική διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους. (bo)
3. Ίδια κεφάλαια, μετοχές και άλλες κινητές αξίες με συμμετοχικό χαρακτήρα εξαιρουμένων των επενδύσεων που έχουν ως σκοπό την απόκτηση διαρκούς οικονομικού οφέλους.(eq)
4. Συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες, όπως αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων. (ci)
5. Χρηματοοικονομικές πιστώσεις και άλλες πιστώσεις, εκτός από τις εμπορικές, που χορηγούνται από όλους κατοίκους, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, προς μη κατοίκους, και το αντίστροφο. (fc)
6. Παράγωγα: περιλαμβάνουν δραστηριότητες σε δικαιώματα, τίτλους, δικαιώματα προαίρεσης (options) και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), δραστηριότητες σε δευτερογενής αγορές, ανταλλαγές ομολόγων και άλλων χρεογράφων, που δεν σχετίζονται με καμία άλλη υποκείμενη συναλλαγή. (de)
7. Εμπορικές πιστώσεις για τις εργασίες που συνδέονται άμεσα με το διεθνές εμπόριο και την παροχή διεθνών υπηρεσιών. (cc)

8. Εγγυήσεις, ασφάλειες και εγκαταστάσεις που χρησιμοποιούνται ως υπέγγυα ακίνητα και παρέχονται από κατοίκους σε μη κατοίκους (και αντίστροφα) για την πληρωμή ή την εξασφάλιση της απόδοσης ενός συμβολαίου. (gs)

9. Συναλλαγές real estate: αντιπροσωπεύουν την απόκτηση ακίνητης περιουσίας για προσωπική χρήση ή αμιγώς οικονομικής φύσης επένδυση σε ακίνητη περιουσία. Δεν συμπεριλαμβάνεται η απόκτηση ακίνητης περιουσία που σχετίζεται με την άμεση ξένη επένδυση. (re)

10. Άμεσες επενδύσεις που αντιπροσωπεύουν συναλλαγές που γίνονται με στόχο την εξασφάλιση και καθιέρωση διαρκών οικονομικών σχέσεων τόσο στο εξωτερικό από εγχώριους κατοίκους όσο και στο εσωτερικό από μη κατοίκους. (di)

Σε όλες τις παραπάνω κατηγορίες, θεωρούμε ότι υπάρχει έλεγχος/περιορισμός όταν κάποια συναλλαγή απαγορεύεται εξολοκλήρου ή για την διενέργειά της απαιτείται εξουσιοδότηση, έγκριση, άδεια από κάποια δημόσια αρχή. Επιπλέον, οποιοσδήποτε περιορισμός στο ύψος μια επένδυσης με την μορφή «πλαφόν», λογίζεται ως έλεγχος. Αντίθετα, περιορισμοί που βασίζονται σε λόγους εθνικής ασφάλειας και τίθενται σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία με στόχο την αποτροπή εισροών και εκροών από και προς συγκεκριμένες χώρες, δεν μετριοούνται ως έλεγχοι. Τέλος, όταν υφίσταται περιορισμός σε κάποιο τομέα της οικονομίας (εκτός του χρηματοοικονομικού τομέα και τον ασφαλιστικών ταμείων) και/ή ο περιορισμός αυτός είναι για ένα τμήμα στο οποίο είναι επιθυμητή η κρατική διαχείριση (π.χ. άμυνα, ασφάλεια) τότε οι περιορισμοί αυτοί δεν λογίζονται ως έλεγχοι. Αντίθετα, αν οι περιορισμοί αφορούν έναν ή περισσότερους τομείς οι οποίοι χαρακτηρίζονται από την παρουσία ιδιωτικής πρωτοβουλίας, τότε οι περιορισμοί αυτοί αποτελούν ελέγχους κεφαλαίων.

Στην συνέχεια οι κινήσεις των κεφαλαίων κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον αν αποτελούν πώληση, αγορά ή έκδοση και ανάλογα με το τον τόπο διαμονής/έδρας του πωλητή ή του αγοραστή. Έτσι στην πιο αναλυτική της μορφή η βάση δεδομένων που αφορά τους ελέγχους κεφαλαίων αποτελείται από 32 κατηγορίες συναλλαγών. Οι κατηγορίες αυτές φαίνονται αναλυτικά στον Πίνακα Π3 του παραρτήματος.

Στην παρούσα εργασία έχουμε επικεντρωθεί στους περισσότερο αθροιστικούς δείκτες της βάσης δεδομένων. Ο γενικότερος δείκτης (ΚΑ) αντιπροσωπεύει το συνολικό επίπεδο των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων που επικρατεί σε κάθε χώρα και κατασκευάζεται ως ο μέσος όρος του δείκτη των ελέγχων στην εισροή κεφαλαίων (ΚΑΙ) και του δείκτη ελέγχων στην

εκροή κεφαλαίων (ΚΑΟ). Οι δύο αυτοί δείκτες αποτελούν με την σειρά τους τον μέσο όρο των δεικτών που μετρούν τους περιορισμούς σε εισροές και εκροές αντίστοιχα, για κάθε μία από τις δέκα κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά την μέτρησή τους, όσο υψηλότερη είναι η τιμή κάθε μεταβλητής-δείκτη τόσο μεγαλύτεροι είναι και οι περιορισμοί-έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων.

### **4.2.3. Μέτρηση Θεσμικής Ανάπτυξης**

Τα δεδομένα για το επίπεδο της θεσμικής ανάπτυξης κάθε χώρας που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα μας, αντλήθηκαν από το «The Worldwide Governance Indicators (WGI) project» της Παγκόσμιας Τράπεζας.

Στα πλαίσια της ανωτέρω μελέτης έχουν κατασκευαστεί έξι σύνθετοι δείκτες οι οποίοι έχουν στόχο να αποδώσουν το ευρύ φάσμα των διάφορων διαστάσεων της διακυβέρνησης. Με βάση αυτούς του έξι δείκτες προχωρήσαμε σε μια Ανάλυση Κύριων Συνιστωσών (Principal Component Analysis) ώστε να καταλήξουμε σε έναν γενικό δείκτη που μετράει το συνολικό επίπεδο των θεσμών μιας χώρας (μεταβλητή INSTITUTIONS).

Οι έξι αθροιστικοί δείκτες του WGI καλύπτουν τρεις «διαστάσεις» των θεσμών μιας χώρας. Οι «διαστάσεις» αυτές περιλαμβάνουν (α) την διαδικασία με την οποία οι κυβερνήσεις εκλέγονται, ελέγχονται και αντικαθίστανται, (β) την ικανότητα των κυβερνήσεων να χαράσσουν και να εφαρμόζουν αποτελεσματικά υγιείς πολιτικές, (γ) τον σεβασμό των πολιτών και του κράτους απέναντι στους θεσμούς που διέπουν τις οικονομικές και κοινωνικές αλληλεπιδράσεις.

Για κάθε μία από αυτές τις προαναφερθείσες εκφάνσεις, έχουν δημιουργηθεί δύο δείκτες, με αποτέλεσμα να έχουμε συνολικά τους ακόλουθους έξι δείκτες: (1) Φωνή και λογοδοσία: «συλλαμβάνει» τις αντιλήψεις για τον βαθμό κατά τον οποίο οι πολίτες μιας χώρας έχουν την δυνατότητα να συμμετέχουν στην διαδικασία εκλογής κυβέρνησης, την ελευθερία της έκφρασης, την ελευθερία του συνεταιρίζεσθαι και την ελευθερία του τύπου. (2) Πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας/τρομοκρατίας: «συλλαμβάνει» τις αντιλήψεις σχετικά με την πιθανότητα αποσταθεροποίησης ή ανατροπής της κυβέρνησης μέσω αντισυνταγματικών ή βίαιων μεθόδων, συμπεριλαμβανομένης της από πολιτικά κίνητρα υποκινούμενης τρομοκρατίας. (3) Αποτελεσματικότητα Κυβέρνησης: «συλλαμβάνει» αντιλήψεις σχετικά με την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών, την ποιότητα και τον βαθμό ανεξαρτησίας από πολιτικές πιέσεις της δημόσιας διοίκησης, την ποιότητα σχεδιασμού και υλοποίησης



πολιτικών και την αξιοπιστία της δέσμευσης της κυβέρνησης για την εφαρμογή τους. (4) Κανονιστική/ρυθμιστική ποιότητα: αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις σχετικά με την ικανότητα της κυβέρνησης να χαράσσει και να εφαρμόζει πολιτικές και νόμους που επιτρέπουν και προωθούν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα. (5) Κράτος δικαίου: αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις για τον βαθμό κατά τον οποίο οι κοινωνικές μονάδες δείχνουν εμπιστοσύνη και συμμορφώνονται με τους νόμους της κοινωνίας (ιδιαίτερα στους σχετικούς με την εφαρμογή των συμβολαίων και των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας), την αστυνομία, τις δικαστικές αποφάσεις καθώς και την πιθανότητα διάπραξης εγκλημάτων και άσκησης βίας. (6) Έλεγχος διαφθοράς: «συλλαμβάνει» αντιλήψεις σχετικά με τον βαθμό κατά τον οποίο η δημόσια/πολιτική εξουσία ασκείται με σκοπό την επίτευξη ιδιωτικού οφέλους, καθώς και το κατά πόσο το κράτος βρίσκεται υπό τον «έλεγχο» των ελίτ και των ιδιωτικών συμφερόντων. Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, μέσω των έξι αυτών δεικτών και με την χρήση της μεθόδου Ανάλυσης Κυρίων Συνιστωσών κατασκευάσαμε μια μεταβλητή που αντικατοπτρίζει το επίπεδο της θεσμικής ανάπτυξης σε μια χώρα.

### 4.3 Περιγραφική στατιστική μεταβλητών

Στην ενότητα αυτή γίνεται περιγραφή των βασικών χαρακτηριστικών των μεταβλητών που χρησιμοποιούμε με στόχο να αποκτήσουμε μια εικόνα για τον τρόπο που αυτές συμπεριφέρονται πριν προχωρήσουμε στην χρήση τους για την εκτίμηση του μοντέλου. Σε αυτά τα πλαίσια παρατίθεται ο Πίνακας 4.1 ο οποίος μας δίνει τα απαραίτητα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.

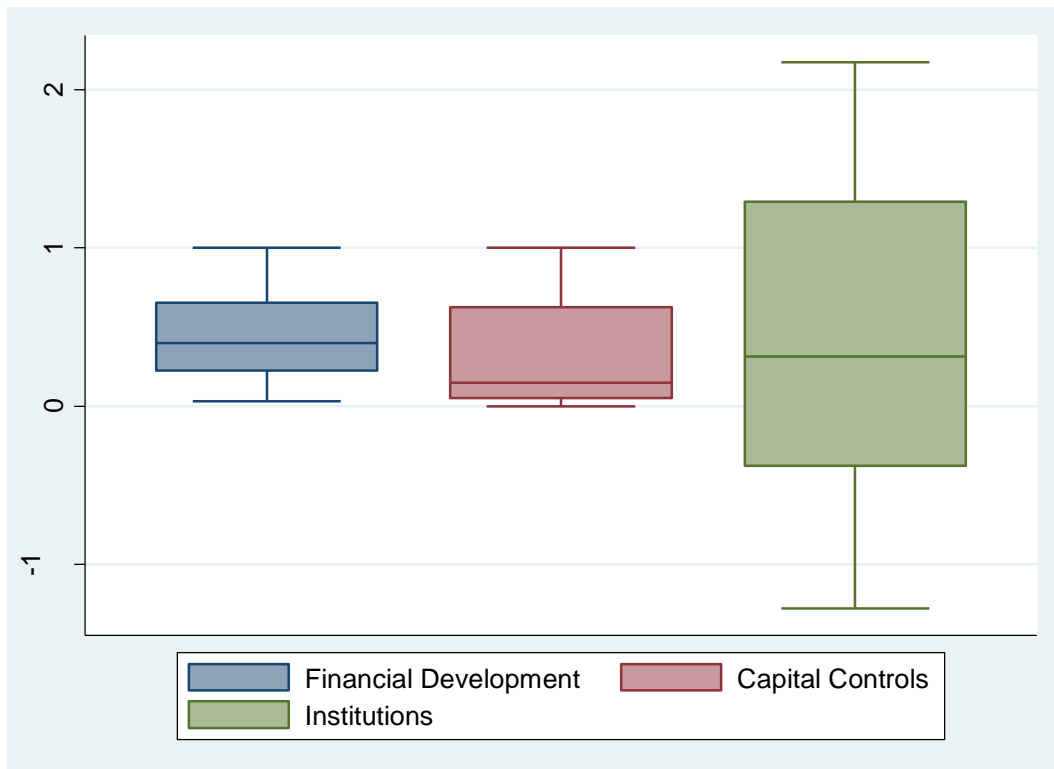
**Πίνακας 4.1**  
**Περιγραφική στατιστική μεταβλητών**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FD_index	1330	.4444538	.2498322	.0330682	1
ka	1330	.3243766	.3312904	0	1
institutions	1260	.4401708	.9507833	-1.277759	2.173018
trade	1189	77.97314	49.79315	15.63556	439.6567
inflation	1189	8.690724	35.34894	-4.479938	1058.374
income_pc	1129	12087.82	13045.21	191.5968	51963.06

Η μεταβλητή «FD\_index» αποτελεί τον δείκτη του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας και είναι προσαρμοσμένη ώστε να λαμβάνει τιμές από μηδέν έως ένα. Μια κίνηση από το μηδέν προς την μονάδα αντιπροσωπεύει αύξηση του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Η μέση τιμή του δείκτη για το σύνολο των χωρών του δείγματος λαμβάνει την τιμή 0,44 πράγμα που σημαίνει ότι το κατά μέσο όρο οι χώρες του δείγματος χαρακτηρίζονται από μέτριο επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

Η μεταβλητή «KA» αντιπροσωπεύει το ύψος των ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων. Λαμβάνει τιμές από μηδέν έως ένα, όπου μια τιμή ίση με μηδέν δείχνει ότι χώρα είναι «ανοιχτή» σε ότι αφορά την κίνηση κεφαλαίων, είτε πρόκειται για εισροές είτε για εκροές. Αντίθετα, μια τιμή ίση με την μονάδα δείχνει ότι η χώρα έχει ισχυρούς περιορισμούς σε ότι έχει να κάνει με συναλλαγές που προκαλούν μεταβολές στο ισοζύγιο κεφαλαίων. Η μέση τιμή για την μεταβλητή είναι 0,32 συνεπώς κατά μέσο όρο οι χώρες του δείγματος δεν περιορίζουν σε εκτεταμένο βαθμό την κίνηση κεφαλαίων. Εξετάζοντας την διαχρονική εξέλιξη των περιορισμών για κάθε χώρα του δείγματος (Διάγραμμα Π1 παραρτήματος) δεν μπορούμε να πούμε ότι υπάρχει ένα γενικό συμπέρασμα για την συνολική πορεία καθώς άλλες χώρες αύξησαν τους περιορισμούς μέσα στον χρόνο και άλλες όχι. Μια γενική παρατήρηση αφορά τις χώρες που στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου ξεκινούν με υψηλούς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων. Για τις χώρες αυτές μπορούμε να πούμε ότι παρατηρείται μια τάση μείωσης του επιπέδου των περιορισμών. Στο παράρτημα παρατίθενται δύο χάρτες που αποτελούν απεικόνιση του μέσου επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και του μέσου επιπέδου ελέγχων κεφαλαίων για κάθε χώρα και για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο (Χάρτης 1 και Χάρτης 2 αντίστοιχα).

Όσον αφορά την μεταβλητή που μετράει το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης (μεταβλητή «institutions») που όπως έχουμε πει αποτελεί το αποτέλεσμα ανάλυσης κυρίων συνιστωσών έξι μεταβλητών, παρατηρούμε μέση τιμή ίση με 0,44. Λαμβάνοντας υπόψη την μέγιστη και την ελάχιστη τιμή που εμφανίζεται στο δείγμα συμπεραίνουμε ότι κατά μέσο όρο οι εξεταζόμενες χώρες παρουσιάζουν μια μεσαίου επιπέδου θεσμική ανάπτυξη. Για κάθε μια από τις παραπάνω μεταβλητές φτιάχνουμε ένα θηκόγραμμα (box-plot) ώστε να εξετάσουμε και γραφικά την διασπορά και την παρουσία ακραίων τιμών. Στο Διάγραμμα 4.1 παρουσιάζεται το θηκόγραμμα για κάθε μια από τις παραπάνω μεταβλητές. Όπως φαίνεται, καμία από τις τρεις αυτές μεταβλητές δεν παρουσιάζει ακραίες τιμές,



**Διάγραμμα 4.1**

**Θηκογράμματα μεταβλητών FD\_index, KA, Institutions**

Στην συνέχεια εξετάσουμε τις μακροοικονομικές μεταβλητές που συμπεριλήφθηκαν στο εμπειρικό μας υπόδειγμα. Η μεταβλητή «Trade» υποδηλώνει το «εμπορικό άνοιγμα» κάθε χώρας και αποτελεί το άθροισμα της των εισαγωγών και των εξαγωγών εκφρασμένο ως ποσοστό του Α.Ε.Π.. Εξετάζοντας την μέγιστη και ελάχιστη τιμή που λαμβάνει η μεταβλητή αυτή παρατηρούμε ότι χαρακτηρίζεται από μεγάλο εύρος τιμών ενώ από το θηκόγραμμα (βλ. Παράρτημα) παρατηρούμε ότι παρουσιάζονται μερικές ακραίες τιμές. Αιτία αυτού του αποτελέσματος αποτελεί το γεγονός ότι στο δείγμα μας συμπεριλαμβάνονται χώρες οι οικονομίες των οποίων βασίζονται στην εξειδίκευση στην παραγωγή και εξαγωγή υψηλής αξίας αγαθών/υπηρεσιών, η παραγωγή των οποίων απαιτεί την εισροή πολλών ενδιάμεσων αγαθών (π.χ. Σιγκαπούρη). Αντίστοιχα μεγάλο εύρος τιμών διακρίνουμε και για την μεταβλητή «Inflation» που αντιπροσωπεύει τον πληθωρισμό, όπως μετρείται με την χρήση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Η παρουσία πολύ υψηλών τιμών στο δείγμα οφείλεται σε περιόδους υπερπληθωρισμού που γνώρισαν μερικές από τις συμπεριλαμβανόμενες χώρες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Βουλγαρία, στην οποία αποδίδεται και η μέγιστη

τιμή πληθωρισμού.<sup>12</sup> Στα τέλη του 1996 η Βουλγαρία αντιμετώπισε μια βαθιά μακροοικονομική και τραπεζική κρίση με συνέπεια πολιτικές αναταραχές ,κλείσιμο τραπεζών, αύξηση φορολογίας και πτώση του Α.ΕΠ.. Τα μακροοικονομικά και δομικά προβλήματα της οικονομίας της σε συνδυασμό με τις ανεπιτυχής προσπάθειες στήριξης της οικονομίας οδήγησαν, μεταξύ άλλων, στην εμφάνιση φαινομένων υπερπληθωρισμού το 1997.<sup>13</sup> Όσον αφορά την το κατά κεφαλήν εισόδημα (μεταβλητή *incomerc*), είναι εκφρασμένη σε δολάρια Η.Π.Α.σε σταθερές τιμές 2005. Μεγάλο εύρος τιμών παρατηρείται και για αυτή την μεταβλητή, γεγονός όμως που είναι λογικό καθώς στο δείγμα μας συμπεριλαμβάνονται χώρες με μεγάλες διαφορές σχετικά με το μέγεθος των οικονομιών τους.

Τέλος στο παράρτημα παρουσιάζονται τα θηκογράμματα για τις μακροοικονομικές μεταβλητές καθώς ιστογράμματα για κάθε μια από τις χρησιμοποιούμενες μεταβλητές.

#### 4.4 Εμπειρικό υπόδειγμα

Το οικονομετρικό μοντέλο που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη έχει ως βάση το μοντέλο που έχει αναπτυχθεί από τους Chinn και Ito (2005), με ορισμένες όμως σημαντικές διαφοροποιήσεις. Συγκεκριμένα, το μοντέλο που θέλουμε να εκτιμήσουμε είναι το κάτωθι:

$$FD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 KA_{it} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 TRADE_{it} + \beta_4 INFLATION_{it} + \beta_5 INCOMEPC_{it} + \varepsilon_t \quad (1)$$

όπου η εξαρτημένη μεταβλητή *FD* αποτελεί ένα μέτρο της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, η μεταβλητή «*KA*» αντιπροσωπεύει τον βαθμό ύπαρξης ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, η μεταβλητή «*INST*» το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης, η μεταβλητή «*TRADE*» μετράει το εμπορικό «άνοιγμα», η μεταβλητή «*INFLATION*» τον πληθωρισμό και τέλος η μεταβλητή «*INCOMEPC*» μας δίνει το κατά κεφαλή εισόδημα κάθε χώρας.

Λεπτομερής ανάλυση σχετικά με τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ως δείκτες για την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, τους ελέγχους στις κινήσεις κεφαλαίων και τους θεσμούς δίνονται στην αμέσως προηγούμενη ενότητα. Εκτός από τις μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν του ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων και του θεσμούς, στις ερμηνευτικές μεταβλητές του μοντέλου, έχουμε εισάγει και τέσσερις μακροοικονομικές μεταβλητές. Όσον

<sup>12</sup> Παρόμοια φαινόμενα υψηλού πληθωρισμού εντοπίζονται και για τις Ρωσία, Ουκρανία, Καζακστάν, Γεωργία για το έτος 1995.

<sup>13</sup> Gulde, M. A. M. (1999). The role of the currency board in Bulgaria's stabilization. International Monetary Fund.

αφορά τον πληθωρισμό, συμπεριλαμβάνεται ως μια από τις ερμηνευτικές μεταβλητές καθώς, όπως αναφέρθηκε και κατά την παρουσίαση του θεωρητικού υποβάθρου, μπορεί να προκαλέσει στρεβλώσεις κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ένα μεσαίο ή υψηλό επίπεδο πληθωρισμού μπορεί να αποθαρρύνει την χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση και να ενθαρρύνει την αποταμίευση σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία.<sup>14</sup> Το κατά κεφαλή εισόδημα συμπεριλαμβάνεται στο υπόδειγμα καθώς υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία που αποδίδει την χρηματοοικονομική εμβάθυνση όχι μόνο στον ρόλο των κανονισμών αλλά και στην αυξανόμενη πολυπλοκότητα των οικονομικών δομών που συνδέονται με την αύξηση του εισοδήματος. Αντίστοιχα, για την τρίτη μακροοικονομική μεταβλητή του υποδείγματος, το εμπορικό άνοιγμα, η υφιστάμενη βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι με το άνοιγμα στην αγορά αγαθών, ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στο εμπόριο μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση στην ζήτηση για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και εξωτερική χρηματοδότηση και κατά συνέπεια στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Όταν έχουμε δεδομένα τύπου panel η εκτίμηση του υποδείγματος γίνεται είτε με την Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων (Pooled OLS), είτε με την Μέθοδο των Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects) είτε με τη Μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects). Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων βασίζεται στην ελαχιστοποίηση των τετραγώνων των αποκλίσεων μεταξύ των τιμών του δείγματος και των τιμών της τυχαίας μεταβλητής που έχουν εκτιμηθεί. Πλεονέκτημά της είναι το γεγονός ότι μας δίνει αμερόληπτους και αποδοτικούς εκτιμητές. Εάν το υπόδειγμα είναι σωστά ορισμένο και οι εκτιμητές δε συσχετίζονται με το τυχαίο σφάλμα, τότε το μοντέλο μπορεί να εκτιμηθεί με τη μέθοδο Pooled OLS. Στα δεδομένα τύπου panel, προκειμένου να εκτιμηθεί το υπόδειγμα είναι απαραίτητος ο καθορισμός της μη παρατηρούμενης ετερογένειας, για την οποία στη θεωρία ανάλυσης δεδομένων panel γίνεται διάκριση ανάμεσα σε σταθερή επίδραση και σε τυχαία επίδραση. Στην πρώτη περίπτωση η ετερογένεια θεωρείται ως μία μεταβλητή που συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος και λογίζεται ως μία επιπλέον παράμετρος προς εκτίμηση για κάθε μονάδα, ενώ στη δεύτερη περίπτωση θεωρείται ως μία τυχαία μεταβλητή που δε συσχετίζεται με τις παρατηρούμενες ερμηνευτικές μεταβλητές.

---

<sup>14</sup> Πραγματικά περιουσιακά στοιχεία είναι τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία που έχουν αξία λόγω της φυσικής τους υπόστασης των ιδιοτήτων τους (π.χ. πολύτιμα μέταλλα, ακίνητα). Η επένδυση σε αυτά θεωρείται καταλληλότερη σε περιόδους πληθωρισμού, λόγω της τάσης τους να ξεπεράσουν σε απόδοση τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων.

Στην μέθοδο εκτίμησης των Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects, εφεξής FE) υποθέτουμε ότι κάτι μέσα στη χώρα μπορεί να επηρεάσει τις μεταβλητές της πρόβλεψης ή του αποτελέσματος και πρέπει να το ελέγξουμε. Η μέθοδος των Σταθερών Επιδράσεων αφαιρεί την επίδραση των εν λόγω χρονικά αμετάβλητων χαρακτηριστικών από τις μεταβλητές πρόγνωσης, ώστε να μπορέσουμε να αξιολογήσουμε το καθαρό αποτέλεσμα των προγνωστικών παραγόντων. Μία άλλη σημαντική υπόθεση της μεθόδου Σταθερών Επιδράσεων είναι ότι τα εν λόγω χρονικά αναλλοίωτα χαρακτηριστικά είναι μοναδικά για τη χώρα και δεν πρέπει να συσχετίζονται με άλλα χαρακτηριστικά άλλων χωρών. Κάθε χώρα (οντότητα) είναι διαφορετική και επομένως ο διαταρακτικός όρος της οντότητας και η σταθερά, η οποία συμπεριλαμβάνει τα ατομικά χαρακτηριστικά, δεν πρέπει να συσχετίζονται με τις άλλες χώρες. Η μέθοδος αυτή επομένως ελέγχει όλες τις χρονικά αμετάβλητες διαφορές μεταξύ των χωρών έτσι ώστε οι εκτιμώμενοι συντελεστές του μοντέλου να μην είναι μεροληπτικοί (biased) λόγω παράλειψης των χρονικά αμετάβλητων χαρακτηριστικών.

Σύμφωνα με την μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects Model, εφεξής RE), η μη παρατηρούμενη ετερογένεια εκλαμβάνεται ως τυχαία επίδραση οπότε και θεωρείται ότι δε συσχετίζεται με τις παρατηρούμενες ερμηνευτικές μεταβλητές. Η προσέγγιση προς το πραγματικό υπόδειγμα γίνεται με την ενσωμάτωση της τυχαίας επίδρασης στο διαταρακτικό όρο. Η τυχαία επίδραση αποτελεί συστατικό μέρος του διαταρακτικού όρου και αυτός είναι ο λόγος που το υπόδειγμα που προκύπτει είναι γνωστό και ως error components model.

Η απόφαση σχετικά με το ποιο από τα της δύο μεθόδους είναι καταλληλότερη εξαρτάται από την υπόθεση που γίνεται αναφορικά με την πιθανή συσχέτιση του διαταρακτικού όρου και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Εάν υποθεθεί ότι ο διαταρακτικός όρος και οι ανεξάρτητες μεταβλητές δε σχετίζονται μεταξύ τους, η μέθοδος Τυχαίων Επιδράσεων ίσως είναι καταλληλότερη, ενώ αν ο διαταρακτικός όρος και οι ανεξάρτητες μεταβλητές συσχετίζονται τότε η μέθοδος Σταθερών Επιδράσεων ίσως δίνει περισσότερο αξιόπιστα αποτελέσματα.

### ***Έλεγχος Hausman***

Για να καταλήξουμε στο ποια μέθοδος εκτίμησης είναι καταλληλότερη για το δικό μας σετ δεδομένων πρέπει να προχωρήσουμε σε ελέγχους μεταξύ τους. Για των ελέγχων είναι απαραίτητο να τρέξουμε τις παλινδρομήσεις τόσο με την μέθοδο OLS όσο και με τις μεθόδους FE και RE. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων απεικονίζονται στον Πίνακα 4.2.

**Πίνακας 4.2**  
**Αποτελέσματα παλινδρόμησης με μεθόδους OLS, FE, RE**

VARIABLES	OLS	Fixed Effects	Random Effects
KA	0.132*** (0.0130)	-0.0663*** (0.0130)	-0.0539*** (0.0127)
INST	0.0846*** (0.00803)	0.00312 (0.0128)	0.000703 (0.0105)
TRADE	7.09e-05 (7.63e-05)	0.000941*** (0.000144)	0.000827*** (0.000128)
INFLATION	-0.000262** (0.000111)	-8.02e-05* (4.84e-05)	-9.44e-05* (4.90e-05)
INCOMEPC	1.26e-05*** (5.78e-07)	1.79e-05*** (9.93e-07)	1.69e-05*** (7.95e-07)
CONSTANT	0.214*** (0.0100)	0.181*** (0.0171)	0.197*** (0.0191)
Observations	1,066	1,066	1,066
Number of countries		70	70
R-squared	0.773	0.364	
Country FE		YES	

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Για να αποφασίσουμε μεταξύ FE και RE εκτελούμε τον έλεγχο Hausman. Στον έλεγχο αυτό η μηδενική υπόθεση ( $H_0$ ) υποστηρίζει ότι η μέθοδος RE δίνει συνεπείς εκτιμητές ενώ η εναλλακτική υπόθεση ( $H_1$ ) υποστηρίζει ότι η μέθοδος RE δεν δίνει συνεπείς εκτιμητές. Τα αποτελέσματα του ελέγχου αυτού παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.3.

### Πίνακας 4.3

#### Αποτελέσματα Hausman test FE vs RE

	Coefficients			
	(b) FE_estimator	(B) RE_estimator	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ka	-.0662722	-.0539203	-.0123519	.0025449
institutions	.003123	.000703	.00242	.0073633
trade	.0009414	.000827	.0001144	.0000654
inflation	-.0000802	-.0000944	.0000143	.
income_pc	.0000179	.0000169	9.85e-07	5.96e-07

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 35.79  
 Prob>chi2 = 0.0000  
 (V\_b-V\_B is not positive definite)

Η χαμηλή τιμή του p-value μας οδηγεί στον να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση και να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι μεταξύ FE και RE εκτιμητή επιλέγουμε τον εκτιμητή που προέρχεται από την μέθοδο Σταθερών Επιδράσεων (FE). Εξετάζοντας τον Πίνακα 4.2 με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με την μέθοδο FE βλέπουμε ότι οι συντελεστές όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 , εκτός από τους συντελεστές των μεταβλητών των θεσμών και του πληθωρισμού.

Στην συνέχεια εξετάζουμε την μέθοδο που προκρίθηκε από τον παραπάνω έλεγχο, έναντι της μεθόδου OLS. Εφόσον έχουμε επιλέξει FE, ο έλεγχος μεταξύ FE και OLS γίνεται με την χρήση του F-test. Η μηδενική υπόθεση είναι υπέρ της αποδοχής της μεθόδου OLS, ενώ η εναλλακτική προτείνει την απόρριψη της μεθόδου OLS (και επιλογή της μεθόδου FE). Μετά την εκτέλεση του ελέγχου, τα αποτελέσματα του οποίου φαίνονται στον Πίνακα 4.4, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι η καταλληλότερη μέθοδος για την εκτίμηση του εμπειρικού μας υποδείγματος είναι αυτή των Σταθερών Επιδράσεων (FE) καθώς έχουμε ότι Prob > F = 0.0000. Για το υπόδειγμά μας η επιλογή αυτή πρακτικά σημαίνει ότι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας, όπως για παράδειγμα οι θεσμοί, επηρεάζουν τα αποτελέσματά



μας για την κάθε χώρα, χωρίς όμως να συσχετίζονται με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των άλλων χωρών.

**Πίνακας 4.4**  
**Αποτελέσματα F-test για OLS vs FE**

```
( 1)  ka = 0
( 2)  institutions = 0
( 3)  trade = 0
( 4)  inflation = 0
( 5)  income_pc = 0

F( 5, 991) = 113.59
Prob > F = 0.0000
```

Αφού καταλήξαμε στην μέθοδο των Σταθερών Επιδράσεων (FE), για την αποφυγή προβλημάτων ενδογένειας που μπορεί να προκύψουν από την σχέση μεταξύ εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών και από βραχυπρόθεσμες κυκλικές επιδράσεις, χρησιμοποιούμε παρελθοντικές τιμές στις ανεξάρτητες μεταβλητές.<sup>15</sup> Από την επιλογή αυτή εξαιρείται η μεταβλητή των θεσμών, καθώς οι θεσμοί από την φύση τους, έχουν χαρακτηριστικά που δεν μεταβάλλονται σημαντικά από χρονιά σε χρονιά. Η επίτευξη μεγάλων διαφοροποιήσεων στο επίπεδο των θεσμών απαιτεί μια μακροπρόθεσμη διαδικασία, τα αποτελέσματα της οποίας γίνονται εμφανή με την πάροδο αρκετού χρονικού διαστήματος. Όσον αφορά τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκε η παρελθοντική τιμή τριών περιόδων (t-3). Έτσι μοντέλο λαμβάνει την εξής μορφή:

$$FD_{it} = \alpha_i + \beta_1 KA_{it-3} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 TRADE_{it-3} + \beta_4 INFLATION_{it-3} + \beta_5 INCOMEPC_{it-3} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

<sup>15</sup> Μια αντίστοιχη προσπάθεια γίνεται και από του Chinn και Ito, οι οποίοι στο εμπειρικό τους μοντέλο χρησιμοποιούν ως εξαρτημένη μεταβλητή τον μέσο όρο πενταετίας της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και τις «αρχικές συνθήκες» τις πενταετίας στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

## 4.5 Έλεγχος Ασθενειών

Μετά την παρουσίαση του εμπειρικού μοντέλου, στην ενότητα αυτή γίνεται ανάλυση των ελέγχων που διεξήχθησαν για πιθανή ύπαρξη «ασθενειών» η ύπαρξη των οποίων μπορεί να υπονομεύσει την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εκτίμηση.

### *Πολυσυγγραμμικότητα*

Σε ένα υπόδειγμα πολλαπλής παλινδρόμησης το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας κάνει την εμφάνισή του όταν δύο ή περισσότερες από τις ερμηνευτικές μεταβλητές συσχετίζονται μεταξύ τους. Η συσχέτιση αυτή μπορεί να είναι είτε θετική είτε αρνητική. Ισχυρή συσχέτιση υπάρχει όταν ο συντελεστής συσχέτισης λαμβάνει τιμές κοντά στο -1 και στο 1. Όταν υπάρχουν έντονες συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να αξιολογηθεί η ουσιαστική προσφορά μιας συγκεκριμένης ανεξάρτητης μεταβλητής επί της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον υπάρχει το ενδεχόμενο οι εκτιμούμενοι συντελεστές παλινδρόμησης να είναι εξαιρετικά ασταθείς και οι τιμές τους να υφίστανται δραματικές αλλαγές όταν προστίθεται ή απομακρύνεται κάποια νέα μεταβλητή ή όταν συμβαίνουν μικρές μεταβολές στα δεδομένα του προβλήματος. Σε περιπτώσεις τέλει πολυσυγγραμμικότητας σε ένα γραμμικό υπόδειγμα οι εκτιμητές OLS απλώς δεν υπάρχουν. Στις περιπτώσεις της ατελούς πολυσυγγραμμικότητας, οι εκτιμητές OLS μπορούν να ληφθούν και να είναι επίσης BLUE καθώς ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης με εκτιμητές που συσχετίζονται, μπορεί να δείξουν πόσο καλά το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών ερμηνεύει την εξαρτημένη μεταβλητή, αλλά δεν μπορεί να δώσει έγκυρα αποτελέσματα για κάθε επιμέρους ανεξάρτητη μεταβλητή, ή για το ποια ανεξάρτητη μεταβλητή είναι περιττή σε σχέση με τις άλλες.

Στον Πίνακα 4.5 παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Παρατηρούμε ότι οι μοναδικές μεταβλητές που παρουσιάζουν ισχυρή συσχέτιση μεταξύ τους είναι θεσμοί και το κατά κεφαλήν εισόδημα για τις οποίες ο συντελεστής συσχέτισης φτάνει το 0,86.

**Πίνακας 4.5**

**Συντελεστές συσχέτισης ανεξάρτητων μεταβλητών**

	ka	institutions	trade	inflation	income_pc
ka	1.0000				
institutions	-0.4684*	1.0000			
trade	-0.0721*	0.2222*	1.0000		
inflation	0.1110*	-0.1245*	-0.0249	1.0000	
income_pc	-0.4680*	0.8630*	0.1073*	-0.1306*	1.0000

Ένας ακόμα τρόπος για το έλεγχο της πολυσυγγραμμικότητας είναι ο υπολογισμός του Συντελεστή Διόγκωσης Διακύμανσης (Variance Inflation Factor –vif) ο οποίος δείχνει την ταχύτητα με την οποία αυξάνεται η διακύμανση ενός εκτιμητή όταν υπάρχει πολυσυγγραμμικότητα. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του συντελεστή τόσο πιο έντονο είναι το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας, με τον πρακτικό κανόνα να απαιτεί η τιμή του (v) να μην υπερβαίνει το 10. Τα αποτελέσματα της διαδικασίας αυτής φαίνονται στον Πίνακα 4.6.

**Πίνακας 4.6**

**Συντελεστής Διόγκωσης Διακύμανσης**

Variable	VIF	1/VIF
institutions	4.26	0.234973
income_pc	4.14	0.241683
ka	1.30	0.772091
trade	1.08	0.923478
inflation	1.02	0.982686
Mean VIF	2.36	

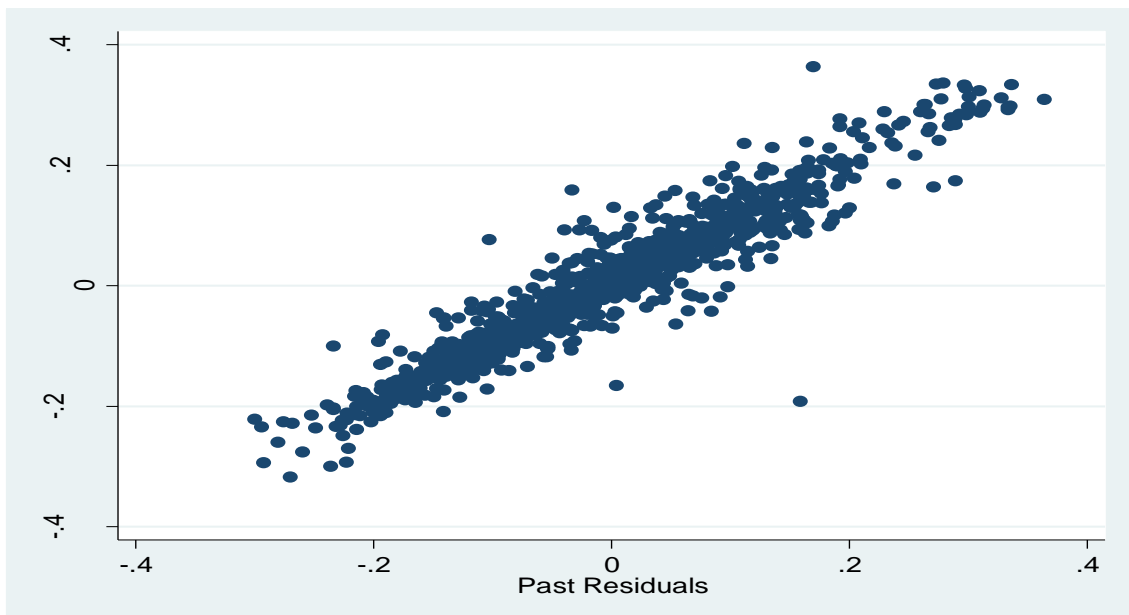
Όπως βλέπουμε, τόσο ο συντελεστής διόγκωσης διακύμανσης για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή όσο και ο μέσος συντελεστής διόγκωσης διακύμανσης είναι μικρότερος του 10

πράγμα που σημαίνει ότι το μοντέλο μας δεν παρουσιάζει ισχυρά σημάδια πολυσυγγραμικότητας

### **Αυτοσυσχέτιση**

Δύο από τις υποθέσεις του κλασικού μοντέλου γραμμικής παλινδρόμησης αναφέρουν ότι η διακύμανση του διαταρακτικού όρου είναι σταθερή και ότι η συνδιακύμανση των διαταρακτικών όρων είναι μηδέν. Αν οι υποθέσεις αυτές δεν ικανοποιούνται, οι διαταραχές δεν είναι ανεξάρτητες κατά ζεύγη, αλλά αυτοσυσχετιζόμενες κατά ζεύγη (ή σειριακά συσχετιζόμενες) και έχουμε το φαινόμενο της αυτοσυσχέτισης ή αυτοπαλινδρόμησης. Αυτό σημαίνει ότι ένα σφάλμα που συμβαίνει την περίοδο  $t$  μπορεί να μεταφερθεί στην επόμενη περίοδο  $t+1$ .

Για να προχωρήσουμε στην διάγνωση του κατά πόσο στο μοντέλο μας συναντάμε το φαινόμενο της αυτοσυσχέτισης τρέχουμε παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τα κατάλοιπα του παρόντος και ανεξάρτητη τα κατάλοιπα του παρελθόντος, προκειμένου να βρούμε την τιμή που λαμβάνει ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής. Αρχικά ελέγχουμε γραφικά την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης μέσω κάτωθι διαγράμματος και παρατηρούμε μια ισχυρή θετική συσχέτιση.



**Διάγραμμα 4.2**

**Διαγραμματική απεικόνιση σχέσης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος**

Στην συνέχεια προχωρούμε στην εξέταση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης, όπως αυτά παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.7 Όπως φαίνεται, ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής λαμβάνει μια πάρα πολύ υψηλή τιμή (0,96), η οποία είναι ταυτόχρονα και στατιστικά σημαντική. Έτσι καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο μας παρουσιάζει αυτοσυσχέτιση.

**Πίνακας 4.7**

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος**

VARIABLES	□ OLS Residuals Past Residuals
Past Residuals	0.958*** (0.00990)
Constant	0.00625*** (0.00120)
Observations	996
R-squared	0.904

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Για να διορθώσουμε μιας τέτοιας μορφής βαριά αυτοσυσχέτιση κατασκευάζουμε ένα μοντέλο πρώτων διαφορών των μεταβλητών μας το οποίο παλινδρομούμε. Στην συνέχεια υπολογίζουμε τα κατάλοιπα του παρόντος και της προηγούμενης περιόδου και τρέχουμε την μεταξύ τους παλινδρόμηση. Τα αποτελέσματα αυτής της παλινδρόμησης παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.8.

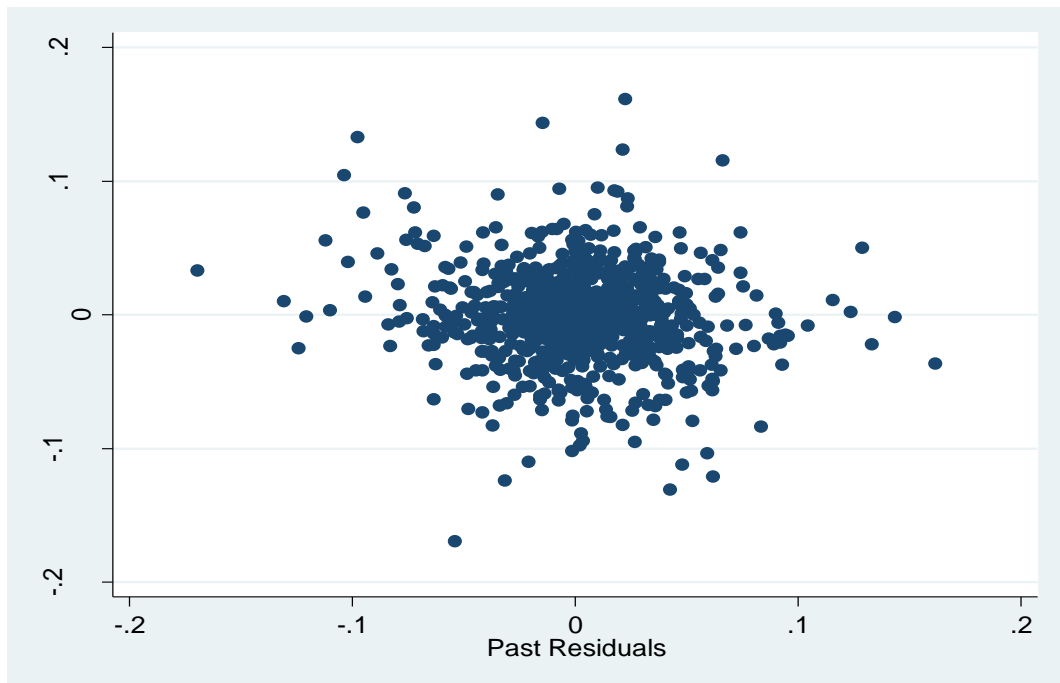
**Πίνακας 4.8**

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος μοντέλου πρώτων διαφορών**

VARIABLES	□ OLS First Differences
upast_from_dif	-0.103*** (0.0318)
Constant	-0.00123 (0.00108)
Observations	929
R-squared	0.011

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Όπως φαίνεται από τον συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής ο οποίος λαμβάνει χαμηλή και αρνητική τιμή (0,10) πλέον δεν υφίσταται το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης. Το αποτέλεσμα αυτό απεικονίζεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί:



**Διάγραμμα 4.3**

**Διαγραμματική απεικόνιση σχέσης καταλοίπων παρόντος με κατάλοιπα παρελθόντος μοντέλου πρώτων διαφορών**

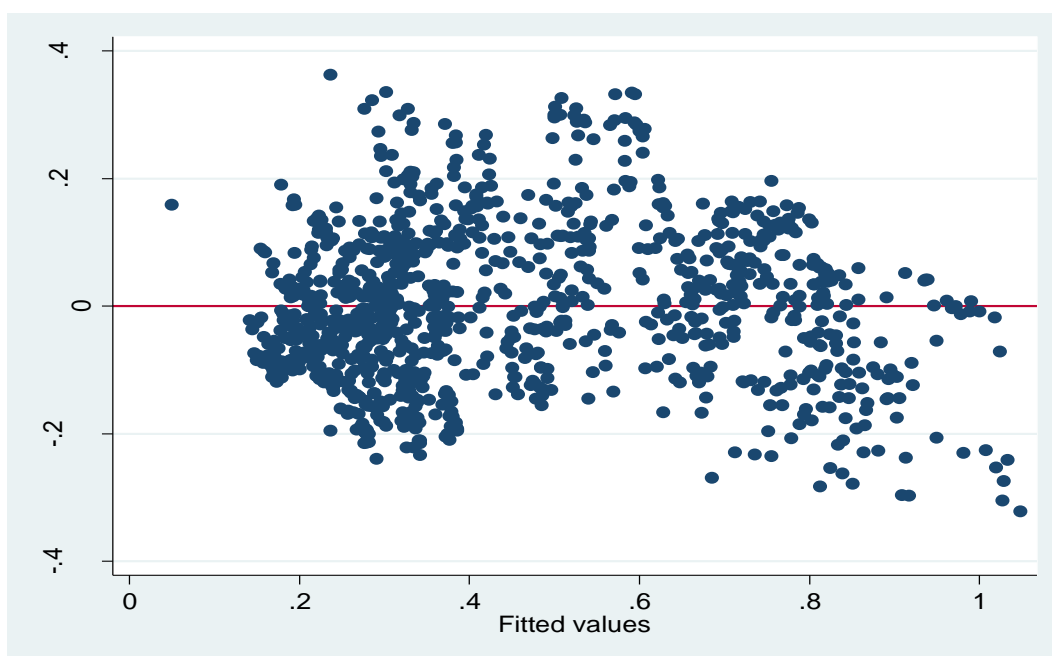
Όπως διαπιστώνουμε λοιπόν και από το διάγραμμα, με την χρήση των πρώτων διαφορών εξαλείφεται το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης καθώς το σφάλμα που συμβαίνει την περίοδο  $t$  δεν συνδέεται με το σφάλμα της προηγούμενης περιόδου.

### ***Ετεροσκεδαστικότητα***

Στις υποθέσεις του γραμμικού υποδείγματος έχουμε ότι οι διαταραχές θα πρέπει να έχουν μια σταθερή διακύμανση η οποία είναι ανεξάρτητη του χρόνου. Σε αυτή την περίπτωση λέμε ότι οι διακυμάνσεις είναι ομοσκεδαστικές. Η ετεροσκεδαστικότητα αποτελεί ακόμα μία παθογένεια που μπορεί να εμφανίσει το μοντέλο μας και αναφέρεται στη διακύμανση της στοχαστικής μεταβλητής. Η παρουσία ετεροσκεδαστικότητας έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζεται η κατανομή των εκτιμημένων συντελεστών αυξάνοντας τις διακυμάνσεις των κατανομών με αποτέλεσμα οι εκτιμητές OLS να είναι αναποτελεσματικοί. Επιπλέον η

ετεροσκεδαστικότητα οδηγεί στο να υποεκτιμώνται οι διακυμάνσεις των εκτιμητών, οδηγώντας σε υψηλότερες τιμές των στατιστικών  $t$  και  $F$ . Ωστόσο οι εκτιμητές OLS εξακολουθούν να είναι αμερόληπτοι και συνεπείς. Αυτό συμβαίνει γιατί καμία από τις ερμηνευτικές μεταβλητές δεν συσχετίζεται με τον όρο του σφάλματος. Έτσι, μια σωστά προσδιορισμένη εξίσωση θα μας δώσει τιμές των εκτιμημένων συντελεστών που είναι πολύ κοντά στις πραγματικές παραμέτρους.

Η διάγνωση της ετεροσκεδαστικότητας γίνεται μέσω διαγραμμάτων και με την χρήση διαφόρων ελέγχων όπως το Breusch – Pagan test. Το αποτέλεσμα του διαγραμματικού ελέγχου απεικονίζονται στο Διάγραμμα 4.4.



**Διάγραμμα 4.4**

**Διαγραμματικός έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας**

Στην συνέχεια προχωρούμε στον έλεγχο μέσω του Breusch – Pagan test τα αποτελέσματα του οποίου δίνονται στον Πίνακα 4.9. Η μηδενική υπόθεση  $H_0$  είναι υπέρ της ύπαρξης σταθερής διακύμανσης (ομοσκεδαστικότητα). Το  $p$ -value του ελέγχου είναι αρκετά μικρό ώστε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση και να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι στο υπόδειγμά μας υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα.

**Πίνακας 4.9**  
**Αποτελέσματα Breusch-Pagan Test**

```

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Ho: Constant variance
Variables: fitted values of FD_index

chi2(1)      =    14.47
Prob > chi2   =    0.0001
    
```

Εφόσον εντοπίσαμε την παρουσία ετεροσκεδαστικότητας, μπορούμε να διερευνήσουμε ποιες από τις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι «υπεύθυνες» για αυτή. Από τον Πίνακα 4.10 διαπιστώνουμε ότι μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τους ελέγχους κεφαλαίων, το εμπορικό άνοιγμα και το κατά κεφαλήν εισόδημα έχουν αρκετά χαμηλό p-value ώστε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση. Έτσι καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι στις μεταβλητές αυτές οφείλεται η ετεροσκεδαστικότητα.

**Πίνακας 4.10**  
**Μεταβλητές που προκαλούν ετεροσκεδαστικότητα**

Variable	chi2	df	p
ka	7.93	1	0.0049
institutions	6.36	1	0.0116
trade	8.71	1	0.0032
inflation	0.01	1	0.9114
income_pc	10.51	1	0.0012
simultaneous	45.65	5	0.0000

Για να διορθώσουμε την ετεροσκεδαστικότητα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τυπικά σφάλματα που να είναι συνεπή με την παρουσία ετεροσκεδαστικότητας. Για τον λόγο αυτό καταφεύγουμε στην χρήση των White-Huber standard errors με τα αποτελέσματα να φαίνονται στον Πίνακα Π4 του παραρτήματος.



## 4.6 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο που ολοκληρώθηκε έγινε μετάβαση από το θεωρητικό τμήμα της εργασίας στο περισσότερο εμπειρικό, καθώς ασχοληθήκαμε με ζητήματα που αφορούν την συλλογή των δεδομένων και τον καθορισμό του εμπειρικού μοντέλου.

Στην αρχή του κεφαλαίου αναφερθήκαμε στους δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για την μέτρηση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και του επιπέδου των θεσμών. Παρουσιάστηκαν οι πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν και έγινε και σύντομη ανάλυση του τρόπου κατασκευής τους και των βασικών μέτρων περιγραφικής στατιστικής. Στην συνέχεια, δόθηκε το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε στην ανάλυση μας, το οποίο όπως έχει αναφερθεί είναι βασισμένο σε αυτό που αναπτύχθηκε από τους Chinn και Ito (2006). Στο μοντέλο αυτό έγιναν οι απαραίτητοι έλεγχοι ώστε να επιλέξουμε την καταλληλότερη μέθοδο εκτίμησης, τα αποτελέσματα των οποίων οδήγησαν στην επιλογή της μεθόδου των Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects). Τέλος, στην τελευταία ενότητα του κεφαλαίου έγινε έλεγχος για την πιθανή παρουσία των «ασθενειών» της πολυσυγγραμμικότητας, της αυτοσυσχέτισης και της ετεροσκεδαστικότητας, ακολουθώντας όπου ήταν απαραίτητο την κατάλληλη διαδικασία για την εξάλειψή τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 5.1 Εισαγωγή

Μετά το θεωρητικό υπόβαθρο, την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και την παρουσίαση του εμπειρικού μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε, στο κεφάλαιο αυτό προχωράμε στην εξέταση των αποτελεσμάτων και των συμπερασμάτων στα οποία καταλήξαμε.

Για μπορέσουμε να επιτύχουμε τον σκοπό της διπλωματικής αυτής εργασίας σχετικά με την διερεύνηση της σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, ελέγχων κεφαλαίου και θεσμών, έπρεπε πρώτα να προσδιορίσουμε όσο το δυνατόν καλύτερα το εμπειρικό μας υπόδειγμα και να χρησιμοποιήσουμε την καταλληλότερη μέθοδο εκτίμησης. Στην ενότητα τέσσερα του προηγούμενου κεφαλαίου παρουσιάστηκε αναλυτικά η διαδικασία βάσει της οποίας καταλήξαμε στο εμπειρικό υπόδειγμα και στην μέθοδο εκτίμησης, ώστε να προχωρήσουμε στο τρέχων κεφάλαιο να εξετάσουμε τα αποτελέσματα για την σχέση χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

Πιο συγκεκριμένα, προχωρούμε σε ερμηνεία και σχολιασμό των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων σχετικά με ερώτημα που διερευνάμε και έχει να κάνει με το πώς η παρουσία ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων επηρεάζει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Στην συνέχεια εξετάζουμε κατά πόσο τα αποτελέσματά μας μεταβάλλονται όταν υπάρχει διαφοροποίηση στην μεταβλητή που χρησιμοποιούμε ως δείκτη για τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων.

## 5.2 Αποτελέσματα παλινδρόμησης

Παλινδρομώντας το μοντέλο της εξίσωσης ( 2 ) λαμβάνουμε τα αποτελέσματα του Πίνακα 5.1..

**Πίνακας 5.1**  
**Αποτελέσματα παλινδρόμησης μοντέλου με τρία lag**

VARIABLES	Fixed Effects
L3.KA	-0.0881*** (0.0122)
INST	0.0284** (0.0127)
L3.TRADE	0.000777*** (0.000141)
L3.INFLATION	-0.000175*** (4.39e-05)
L3.INCOMEPC	8.40e-06*** (9.14e-07)
CONSTANT	0.323*** (0.0163)
Observations	1,062
Number of countries	70
R-squared	0.230
Country FE	YES

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 ο έλεγχος για τον συντελεστή κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής μας δίνει ότι  $p < 0,05$ . Συνεπώς οι συντελεστές όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί, πράγμα που σημαίνει ότι επηρεάζουν (η κάθε μια σε διαφορετικό βαθμό) την εξαρτημένη μεταβλητή. Η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, όπως φαίνεται από το πρόσημο του συντελεστή της μεταβλητής «KA» είναι αρνητική. Όσο χαμηλότεροι είναι οι περιορισμοί τόσο υψηλότερο το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Συγκεκριμένα, μια αύξηση κατά μια μονάδα στο επίπεδο των περιορισμών αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κατά 0,088, διατηρώντας τις υπόλοιπες μεταβλητές σταθερές. Από την άλλη, το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης φαίνεται ότι συνδέεται θετικά με

την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Κρατώντας τους υπόλοιπους παράγοντες σταθερούς, μια μεταβολή κατά μία μονάδα στο επίπεδο των θεσμών προκαλεί μεταβολή κατά 0,0284 στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Τα αποτελέσματα αυτά για συνάδουν τόσο με το θεωρητικό πλαίσιο γύρω από την σχέση περιορισμών κεφαλαίου με χρηματοοικονομική ανάπτυξη και θεσμικής με χρηματοοικονομική ανάπτυξη, όσο και με τα αποτελέσματα υφιστάμενων εμπειρικών προσεγγίσεων. Σχετικά με τις υπόλοιπες τρεις ανεξάρτητες μεταβλητές, εξετάζοντας τα πρόσημα των συντελεστών στους συμπεραίνουμε ότι και αυτές κινούνται όπως προβλέπει η θεωρία που έχει παρουσιασθεί. Πιο συγκεκριμένα, το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κινείται προς την ίδια κατεύθυνση με το κατά κεφαλήν εισόδημα και το επίπεδο του εμπορίου ενώ παρουσιάζει αρνητική σχέση με τον πληθωρισμό. Όσον αφορά την συνολική ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου, εξετάζουμε τον συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2$ ), ο οποίος μας δείχνει το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από το μοντέλο. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης έχουμε υψηλό συντελεστή προσδιορισμού που ισούται με 0,230, πράγμα που σημαίνει ότι κατά περίπου 23% η μεταβλητότητα του επιπέδου της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα.. Επιπλέον από το αποτέλεσμα για τον έλεγχο συνολικής σημαντικότητας ( $F(5,987)=58.86$  και  $Prob>F=0.000$ ) καταλήγουμε στο ότι από κοινού κανείς από τους συντελεστές δεν είναι ίσος με μηδέν και συνεπώς η σχέση που περιγράφει ο συντελεστής προσδιορισμού είναι στατιστικά σημαντική.

### **5.3 Ανάλυση με υπο-δείκτες περιορισμών**

Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 4.2.1. ο δείκτης που χρησιμοποιήσαμε για την μέτρηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων αποτελείται από μια σειρά υπο-δεικτών που ποσοτικοποιούν τους περιορισμούς στις επιμέρους αγορές. Στην ενότητα αυτή έχοντας ως στόχο να ελέγξουμε στην σταθερότητα των αποτελεσμάτων του μοντέλου εξετάζουμε αν αυτά μεταβάλλονται σε μεγάλο βαθμό όταν αντί για τον αθροιστικό δείκτη χρησιμοποιούμε τις υποδιαίρεσεις του. Για τον σκοπό αυτό, προχωρούμε σε μια σειρά παλινδρομήσεων αντικαθιστώντας κάθε φορά τον δείκτη των περιορισμών. Στον Πίνακα 5.2 που ακολουθεί απεικονίζονται τα αποτελέσματα όταν χρησιμοποιούμε τον δείκτη περιορισμών στις εισροές κεφαλαίων (ΚΑΙ) και τον δείκτη περιορισμών στις εκροές (ΚΑΟ).

## Πίνακας 5.2

### Αποτελέσματα παλινδρόμησης με υπο-δείκτες περιορισμών εισροών και εκροών

VARIABLES	Fixed Effects (KA)	Fixed Effects (KAI)	Fixed Effects (KAO)
INST	0.0284** (0.0127)	0.0305** (0.0127)	0.0321** (0.0128)
L3.TRADE	0.000777*** (0.000141)	0.000732*** (0.000142)	0.000820*** (0.000142)
L3.INFLATION	-0.000175*** (4.39e-05)	-0.000185*** (4.36e-05)	-0.000182*** (4.43e-05)
L3.INCOMEPC	8.40e-06*** (9.14e-07)	8.42e-06*** (9.12e-07)	8.69e-06*** (9.19e-07)
CONSTANT	0.323*** (0.0163)	0.323*** (0.0162)	0.307*** (0.0160)
L3.KA	-0.0881*** (0.0122)		
L3.KAI		-0.0894*** (0.0120)	
L3.KAO			-0.0594*** (0.0105)
Observations	1,062	1,062	1,061
Number of countries	70	70	70
R-squared	0.230	0.232	0.214
Country FE	YES	YES	YES

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Τα αποτελέσματα όταν χρησιμοποιούμε τον αθροιστικό δείκτη (KA) έχουν ήδη αναλυθεί, συνεπώς στο τμήμα αυτό επικεντρωνόμαστε στην εξέταση και σύγκριση των αποτελεσμάτων με τους δείκτες «KAI» και «KAO». Παρατηρούμε ότι η αρνητική συσχέτιση μεταξύ περιορισμών και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης διατηρείται όταν «σπάμε» τους περιορισμούς σε περιορισμούς σε εισροές και περιορισμούς σε εκροές. Το μέγεθος του συντελεστή δείχνει ότι όταν χρησιμοποιούμε τον δείκτη περιορισμών στις εισροές οι περιορισμοί επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό την χρηματοοικονομική ανάπτυξη σε σχέση με όταν χρησιμοποιούμε τον δείκτη περιορισμών στις εκροές. Συγκεκριμένα, μια αύξηση των περιορισμών στις εισροές κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κατά 0,894, κρατώντας τους άλλου παράγοντες σταθερούς. Η μεταβολή αυτή είναι

-0.059, όταν χρησιμοποιούμε τον δείκτη περιορισμών στις εκροές. Τα αποτελέσματα και για τις δύο περιπτώσεις είναι στατιστικά σημαντικά. Η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου μας, όπως δίνεται από τον συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2$ ) παραμένει στα σχεδόν στα ίδια επίπεδα και για τους τρεις δείκτες. Όσον αφορά τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου, τα αποτελέσματα δεν παρουσιάζουν κάποια σημαντική διαφορά όταν χρησιμοποιούμε κάποιον από τους τρεις δείκτες περιορισμών, με εξαίρεση τον ρόλο του επιπέδου των θεσμών, ο συντελεστής του οποίου παρουσιάζει μια μικρή αύξηση στην παλινδρόμηση με την χρήση του δείκτη περιορισμών στις εκροές.

Στην συνέχεια, ακολουθούμε την ίδια διαδικασία χρησιμοποιώντας του υπόλοιπους 10 υπο-δείκτες που μετρούν τους περιορισμούς σε κάθε αγορά ξεχωριστά. Οι πίνακες με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων αυτών παρατίθενται για λόγους διαχείρισης χώρου στο παράρτημα ( Πίνακας Π5 και Πίνακας Π6). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και περιορισμών των κινήσεων κεφαλαίων που εντοπίστηκε με την χρήση των πιο αθροιστικών δεικτών, συνεχίζει να υφίσταται και όταν εξετάζουμε οποιονδήποτε από τους 10 υπο-δείκτες. Επιπλέον τα αποτελέσματα για τους συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικά για όλες τις κατηγορίες περιορισμών, εκτός από εκείνη που μετρά τους περιορισμούς στην αγορά παραγωγών (δείκτης  $de$ ). Μεταξύ των περιορισμών στις διάφορες αγορές, η υψηλότερη επιρροή στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη, όπως μετράται από τον συντελεστή κάθε μεταβλητής, εντοπίζεται στις αγορές για εμπορικές πιστώσεις (commercial credit-cc), για ίδια κεφάλαια, μετοχές και άλλες κινητές αξίες (eq), για ακίνητη περιουσία (real estate-re) και στις αγορές εγγυήσεων και ασφαλειών. Τα ανωτέρω αποτελέσματα προσδίδουν περαιτέρω αξιοπιστία στα αρχικά μας συμπεράσματα για την σχέση χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και μπορούν ενδεχομένως να χρησιμοποιηθούν για επιλογή της πιο αποτελεσματικής ακολουθίας άρσης τυχών υφιστάμενων περιορισμών.

#### **5.4 Ανάλυση με χρήση του δείκτη Chinn – Ito**

Στην ενότητα αυτή αντικαθιστούμε ακόμα μια φορά τον δείκτη των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων, χρησιμοποιώντας αυτή την φορά τον δείκτη «KA\_OPEN» που κατασκευάστηκε από τους Chinn και Ito (2006) . Στόχος μας είναι να εξετάσουμε πως συμπεριφέρεται η δική μας τροποποίηση του μοντέλου με την χρήση του προαναφερθέντος δείκτη και χρησιμοποιούμενου δείγματος χωρών. Όσον αφορά τον δείκτη Chinn-Ito, πρέπει

να σημειωθεί ότι είναι κατασκευασμένος ώστε υψηλότερες τιμές του ερμηνεύονται ως απουσία περιορισμών ενώ χαμηλότερες τιμές του ως έντονη παρουσία περιορισμών. Αποτελεί δηλαδή κατά κάποιο τρόπο δείκτη του πόσο χρηματοοικονομικά «ανοιχτή» είναι μια οικονομία.

**Πίνακας 5.3**  
**Αποτελέσματα παλινδρόμησης με δείκτη Chinn-Ito**

VARIABLES	Fixed Effects KA_OPEN
L3.KA_OPEN	0.0745*** (0.00982)
INST	0.0370*** (0.0125)
L3.TRADE	0.000654*** (0.000143)
L3.INFLATION	-0.000147*** (4.60e-05)
L3.INCOMEPC	8.15e-06*** (9.13e-07)
CONSTANT	0.253*** (0.0149)
Observations	1,056
Number of countries	70
R-squared	0.228
Country FE	YES

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Η παλινδρόμηση με την χρήση της μεταβλητής «KA\_OPEN» μας δίνει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Η σχέση μεταξύ του δείκτη χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και του δείκτη των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων παρουσιάζεται θετική. Το αποτέλεσμα αυτό αν και φαίνεται να αντικρούει την αρνητική συσχέτιση που εντοπίσαμε στις παλινδρομήσεις που προηγήθηκαν, στην ουσία αποτελεί επιβεβαίωση των προηγούμενων αποτελεσμάτων. Αυτό συμβαίνει γιατί όπως αναφέρθηκε παραπάνω ο δείκτης «KA\_OPEN» είναι αντεστραμμένος ώστε να λαμβάνει υψηλότερες τιμές όταν δεν παρουσιάζονται περιορισμοί και χαμηλότερες όταν υφίστανται περιορισμοί. Αντίθετα οι δείκτες που χρησιμοποιούσαμε μέχρι τώρα, μετρούσαν τους περιορισμούς με

αντίστροφη κλίμακα. Συνεπώς, η θετική συσχέτιση που παρουσιάζουν τα αποτελέσματα αυτής της παλινδρόμησης είναι αναμενόμενη και οδηγεί στο ίδιο συμπέρασμα με πριν, ότι η παρουσία περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων δεν ευνοεί την χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Όσον αφορά τον συντελεστή της μεταβλητής των περιορισμών, παρουσιάζεται μειωμένος σε σύγκριση με τον συντελεστή που έχουμε όταν χρησιμοποιούμε των δείκτη «ΚΑ». Συγκεκριμένα, λαμβάνει τιμή 0,075 πράγμα που σημαίνει ότι κρατώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς μια αύξηση κατά μία μονάδα στο επίπεδο των περιορισμών οδηγεί πτώση στο επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κατά 0,075. Αντίθετα, το επίπεδο της θεσμικής ανάπτυξης φαίνεται να επηρεάζει σε υψηλότερο βαθμό την χρηματοοικονομική ανάπτυξη καθώς ο συντελεστής της μεταβλητής των θεσμών παρουσιάζεται αυξημένος λαμβάνοντας τιμή 0,037. Τέλος, η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου, όπως φαίνεται από τον συντελεστή προσδιορισμού, παραμένει στα ίδια επίπεδα λαμβάνοντας τιμή 0,228.

## **5.5 Ανάλυση με βάση το επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης**

Μετά την ανάλυση των αποτελεσμάτων του εμπειρικού μας μοντέλου, στην ενότητα αυτή εξετάζουμε κατά πόσο χώρες με υψηλότερο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης επηρεάζονται περισσότερο από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση συγκριτικά με χώρες με χαμηλότερο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης.

Για να επιτευχθεί ο διαχωρισμός των χωρών του δείγματος σε θεσμικά ανεπτυγμένες και λιγότερο θεσμικά ανεπτυγμένες υπολογίσαμε το μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης κάθε χώρας για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα και το μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης όλων των χωρών μαζί.<sup>16</sup> Αν το μέσο επίπεδο θεσμών μιας χώρας είναι μεγαλύτερο από το μέσο επίπεδο θεσμών ολόκληρου του δείγματος, τότε θεωρούμε την χώρα αυτή περισσότερο θεσμικά ανεπτυγμένη και το αντίστροφο. Στην συνέχεια τρέχουμε μια παλινδρόμηση για το σετ των περισσότερο ανεπτυγμένων χωρών και μία για το σετ των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών. Στόχος μας είναι να δούμε σε ποιο από τα δύο σετ είναι υψηλότερος ο συντελεστής της μεταβλητής των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για κάθε σετ χωρών απεικονίζονται στον Πίνακα 5.4

---

<sup>16</sup> Σημειώνεται ο διαχωρισμός σε περισσότερο θεσμικά ανεπτυγμένες και λιγότερο θεσμικά ανεπτυγμένες χώρες αφορά μόνο τις συγκεκριμένες χώρες που αποτελούν το δείγμα μας. Το μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης επηρεάζεται από το ποιες χώρες συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα. Μια αλλαγή στο ποιες χώρες αποτελούν το δείγμα θα προκαλέσει και αλλαγή στο μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης. Συνεπώς η κατάταξη μιας χώρας σε μια από τις δύο κατηγορίες δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η χώρα αυτή είναι θεσμικά ανεπτυγμένη συγκριτικά με όλες τις χώρες του κόσμου.



### Πίνακας 5.4

#### Αποτελέσματα παλινδρόμησης με βάση την θεσμική ανάπτυξη

VARIABLES	Above average institutional level	Below average institutional level
L3.KA	-0.0728*** (0.0146)	-0.0326* (0.0191)
INST	0.0550*** (0.0206)	0.0157 (0.0145)
L3.TRADE	0.000267 (0.000179)	0.00116*** (0.000192)
L3.INFLATION	-0.00194*** (0.000658)	-8.92e-05** (4.28e-05)
L3.INCOMEPC	7.51e-06*** (8.68e-07)	6.17e-05*** (4.33e-06)
CONSTANT	0.407*** (0.0371)	0.0910*** (0.0198)
Observations	524	538
Number of countries	33	37
R-squared	0.278	0.412
Country FE	YES	YES

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Εξετάζοντας τα παραπάνω αποτελέσματα, παρατηρούμε ότι ο συντελεστής της μεταβλητής «KA» που αντιπροσωπεύει το ύψος των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων είναι κατά πολύ υψηλότερος στο σετ των χωρών που παρουσιάζουν μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης μεγαλύτερο από το δειγματικό μέσο επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι χώρες που διαθέτουν καλά ανεπτυγμένους θεσμούς είναι πιθανό να επωφελούνται περισσότερο από μια διαδικασία χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης συγκριτικά με χώρες στις οποίες το επίπεδο των θεσμών είναι χαμηλό. Το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει με τα ευρήματα των Chinn και Ito, οι οποίοι επίσης ισχυρίζονται ότι τα αποτελέσματα της άρσης των περιορισμών εξαρτώνται από την θεσμική ανάπτυξη κάθε χώρας.

### 5.6 Ανάλυση με βάση την κατηγορία εισοδήματος

Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε κατά πόσο τα αποτελέσματα του μοντέλου μας επηρεάζονται από την εισοδηματική κατηγορία που ανήκει κάθε χώρα. Η κατηγοριοποίηση των χωρών έγινε με βάση τον χαρακτηρισμό τους από την Παγκόσμια Τράπεζα, η οποία της διαχωρίζει σε χώρες υψηλού, μεσαίου και χαμηλού εισοδήματος. Οι χώρες μεσαίου εισοδήματος χωρίζονται σε χώρες ανωτέρου μεσαίου εισοδήματος και σε κατώτερου μεσαίου εισοδήματος. Ωστόσο, στην ανάλυση μας θα χρησιμοποιήσουμε την πιο αθροιστική κατηγοριοποίηση σε χώρες μεσαίου εισοδήματος. Επιπλέον, λόγω του ότι ο αριθμός των χωρών του δείγματος μας που ανήκει στην κατηγορία του χαμηλού εισοδήματος δεν είναι αρκετός για την εξαγωγή συμπερασμάτων, οι χώρες που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία εξαιρέθηκαν από την ανάλυση. Κατ' αυτό τον τρόπο στην ανάλυση χρησιμοποιούμε τελικά δύο κατηγορίες χωρών, εκείνες με υψηλό και εκείνες με μεσαίο εισόδημα.

Για κάθε μία από τις δύο ομάδες χωρών διεξάγουμε μια παλινδρόμηση ώστε να μπορέσουμε να καταλήξουμε αν κάποια από αυτές επηρεάζεται περισσότερο από την παρουσία των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων φαίνονται στον Πίνακα 5.5

**Πίνακας 5.5**

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης για χώρες υψηλού και μεσαίου εισοδήματος**

VARIABLES	High Income Countries	Medium Income Countries
L3.KA	-0.0638*** (0.0143)	-0.0189 (0.0242)
INST	0.0472** (0.0200)	0.0162 (0.0149)
L3.TRADE	0.000492*** (0.000182)	0.00106*** (0.000192)
L3.INFLATION	-0.00108* (0.000634)	-8.35e-05* (4.30e-05)
L3.INCOMEP	6.99e-06*** (8.86e-07)	6.55e-05*** (4.66e-06)
CONSTANT	0.409*** (0.0353)	0.0804*** (0.0229)
Observations	526	495
Number of countries	35	33
R-squared	0.254	0.421
Country FE	YES	YES

Standard errors in parentheses  
\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Όπως βλέπουμε οι χώρες του δείγματος είναι σχεδόν ίσα μοιρασμένες στις δύο εισοδηματικές ομάδες. Για τις χώρες υψηλού εισοδήματος παρατηρούμε ότι η παρουσία περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων επηρεάζει κατά πολύ περισσότερο την χρηματοοικονομική ανάπτυξη σε σύγκριση με τις χώρες μεσαίου εισοδήματος. Για την ακρίβεια στις χώρες με υψηλό εισόδημα μια αύξηση των περιορισμών κατά μία μονάδα οδηγεί σε 0,064 μείωση στην χρηματοοικονομική. Επιπλέον, ο συντελεστής για τις χώρες μεσαίου εισοδήματος είναι στατιστικά μη σημαντικός. Αντίστοιχα αποτελέσματα έχουμε και για την μεταβλητή των θεσμών. Τα αποτελέσματα που αφορούν τους κεφαλαιακούς περιορισμούς προσομοιάζουν σε ένα βαθμό με τα ευρήματα των Chinn και Ito, καθώς στην δική τους ανάλυση η χρησιμοποίηση διαφορετικών κατηγοριών χωρών με συγκεκριμένους δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης είχε ως αποτέλεσμα να μην εντοπίζεται η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικού ανοίγματος και χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

## 5.7 Συμπεράσματα

Η εξέταση των αποτελεσμάτων του οικονομετρικού μας μοντέλου, έδειξε μια σαφή σχέση μεταξύ της ύπαρξης περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων, του επιπέδου χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και του επιπέδου των θεσμών. Το σύνολο των ελέγχων που διενεργήθηκαν συνάγει στο ότι ο βαθμός χρηματοοικονομικής ανάπτυξης που μπορεί να πετύχει μια χώρα επηρεάζεται αρνητικά από τα εμπόδια στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων.

Δεδομένων των σχέσεων αυτών, μια κυβέρνηση που σχεδιάζει να ασκήσει πολιτικές με στόχο την χρηματοοικονομική ανάπτυξη και οικονομική μεγέθυνση πρέπει να προσμετρά ότι τέτοιου είδους πολιτικές δεν αποδίδουν πλήρως αν συμβαδίζουν με την ταυτόχρονη παρουσία περιορισμών στις συναλλαγές κεφαλαίων. Αντίθετα, τα αποτελέσματα μιας πολιτικής ανάπτυξης ενισχύονται όταν η κίνηση κεφαλαίων από και προς το εσωτερικό της χώρας είναι ελεύθερη και το ισοζύγιο κεφαλαίων πιο «ανοιχτό». Το συμπέρασμα αυτό συμβαδίζει τόσο με το θεωρητικό υπόβαθρο που έχει αναπτυχθεί γύρω από την χρηματοοικονομική ανάπτυξη και την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, όσο και με τα αποτελέσματα που έχουν παρουσιάσει οι μέχρι τώρα εμπειρικές μελέτες.

Σχετικά με τον ρόλο των θεσμών, συμπεραίνουμε ότι ένα υψηλό επίπεδο θεσμικής ανάπτυξης λειτουργεί προς όφελος του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας. Το γεγονός

αυτό σε συνδυασμό με το ότι η επίδραση των κεφαλαιακών περιορισμών στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη εντοπίσαμε ότι είναι υψηλότερη για τις χώρες που διαθέτουν περισσότερο ανεπτυγμένο θεσμικό επίπεδο, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι για την επίτευξη υψηλότερου βαθμού χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μια κατάλληλη πρόταση είναι η άσκηση ενός «μείγματος» πολιτικών. Το σετ αυτών των πολιτικών αποφάσεων δεν θα πρέπει να αποσκοπεί μεμονωμένα στην άρση τυχών περιορισμών των συναλλαγών κεφαλαίων, αλλά και στην βελτίωση των θεσμικών βάσεων που χαρακτηρίζουν το σύνολο των εκφάνσεων της οικονομικής και κοινωνικής ζωής. Μια ακόμα ερμηνεία των αποτελεσμάτων σχετικά με την θεσμική ανάπτυξη είναι ότι οι χώρες που διαθέτουν θεσμούς που δεν είναι ακόμα αρκετά ανεπτυγμένοι, θα ήταν ενδεχομένως προτιμότερο να επικεντρωθούν σε προσπάθειες βελτίωσης της ποιότητας των θεσμών πριν προβούν σε χρηματοοικονομική απελευθέρωση μέσω της άρσης των περιορισμών σε συναλλαγές κεφαλαίων από και προς το εσωτερικό.

Όσον αφορά την διάκριση των χωρών σε υψηλού και μεσαίου εισοδήματος, όπως είδαμε παραπάνω οι χώρες που υπάγονται στην κατηγορία του υψηλού εισοδήματος «απολαμβάνουν» περισσότερα οφέλη από μια μείωση των ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί ενδεχομένως να αποδοθεί στο ότι ένα αυξημένο εισόδημα υπερκαλύπτει τις ελάχιστες βιοποριστικές ανάγκες και δίνει στα άτομα δυνατότητες διενέργειας επενδύσεων και άλλων συναλλαγών. Οι συναλλαγές αυτές δημιουργούν την ανάγκη για ένα σύστημα δίχως περιορισμούς που μπορεί να ανταποκριθεί αποδοτικά και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος στην κάλυψή τους.

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι παρόλο που τα αποτελέσματα υπόκεινται στους περιορισμούς του δείγματος, η παρούσα εργασία αποτελεί μια ουσιαστική προσπάθεια εντοπισμού της επίδρασης των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων επί της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης με την χρήση των πλέον πρόσφατων δεικτών που έχουν αναπτυχθεί στην βιβλιογραφία. Επιπλέον έγινε προσπάθεια για την συγκέντρωση του αντιπροσωπευτικότερου μέρους της θεωρίας που αφορά τόσο την χρηματοοικονομική ανάπτυξη όσο και τους ελέγχους κεφαλαίων. Περαιτέρω έρευνα μπορεί να αφορά την κατασκευή ακόμα πιο ολοκληρωμένων δεικτών μέτρησης, την εκτενέστερη οικονομετρική μελέτη γύρω τις σχέσεις των εξεταζόμενων μεταβλητών με την χρήση περισσότερων ερμηνευτικών μεταβλητών καθώς και τον εντοπισμό της αποδοτικότερης ακολουθίας απελευθέρωσης των αγορών.

## 5.8 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό, το οποίο ήταν και το τελευταίο της διπλωματικής αυτής εργασίας, ασχοληθήκαμε με την παρουσίαση, τον σχολιασμό και την ερμηνεία των ευρημάτων που εξήχθησαν από τον οικονομετρικό μας υπόδειγμα.

Αρχικά εξετάσαμε τα αποτελέσματα του μοντέλου μέσω της μεθόδου εκτίμησης των Σταθερών Επιδράσεων (FE) και την χρήση παρελθοντικών τιμών τριών περιόδων στις ανεξάρτητες μεταβλητές. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήξαμε δείχνει μια αρνητική συσχέτιση της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης με την επιβολή περιορισμών στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και μια θετική συσχέτιση με το επίπεδο της θεσμικής ανάπτυξης.

Στην συνέχεια, έχοντας ως στόχο να ελέγχουμε την συμπεριφορά του μοντέλου όταν γίνεται χρήση διαφορετικών μεταβλητών, προχωρήσαμε σε αντικατάσταση της βασικής μεταβλητής που μετράει τους ελέγχους κεφαλαίου με τους υπο-δείκτες από τους οποίους είναι δομημένη και με τον δείκτη που κατασκευάστηκε στα πλαίσια της έρευνας των Chinn και Ito. Ακολούθησαν επιπλέον έλεγχοι που περιελάμβαναν τον διαχωρισμό των χωρών του δείγματος με βάση το επίπεδο της θεσμικής ανάπτυξης και την εισοδηματική κατηγορία στην οποία ανήκουν.

Τα αποτελέσματα των ελέγχων αυτών επιβεβαιώνουν την αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και περιορισμών εντοπίσαμε μέσω του βασικού μοντέλου και παρέχουν μια βάση πάνω στην οποία μπορεί να στηριχθεί η διαμόρφωση πολιτικής σχετικά με την χρηματοοικονομική απελευθέρωση μέσω της άρσης των περιορισμών.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Πίνακας Π 1

#### Χώρες που συμπεριλαμβάνονται στην μελέτη

Algeria	Guatemala	Peru
Argentina	Hungary	Poland
Australia	India	Portugal
Austria	Iran	Romania
Bolivia	Ireland	Russia
Brazil	Israel	Saudi Arabia
Bulgaria	Italy	Singapore
Burkina Faso	Japan	Slovenia
Canada	Kazakhstan	South Africa
Chile	Korea, South	Spain
China	Kuwait	Sri Lanka
Colombia	Kyrgyzstan	Sweden
Costa Rica	Latvia	Switzerland
Cyprus	Malaysia	Thailand
Czech Republic	Mauritius	Tunisia
Denmark	Mexico	Turkey
Ecuador	Moldova	Uganda
Egypt	Morocco	Ukraine
El Salvador	Netherlands	United Kingdom
Finland	New Zealand	United States
France	Norway	Uruguay
Georgia	Pakistan	Zambia
Germany	Panama	
Greece	Paraguay	

## Πίνακας Π 2

### Επίπεδα κατασκευής Δείκτη Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης



Πηγή: Cihak et al (2012)

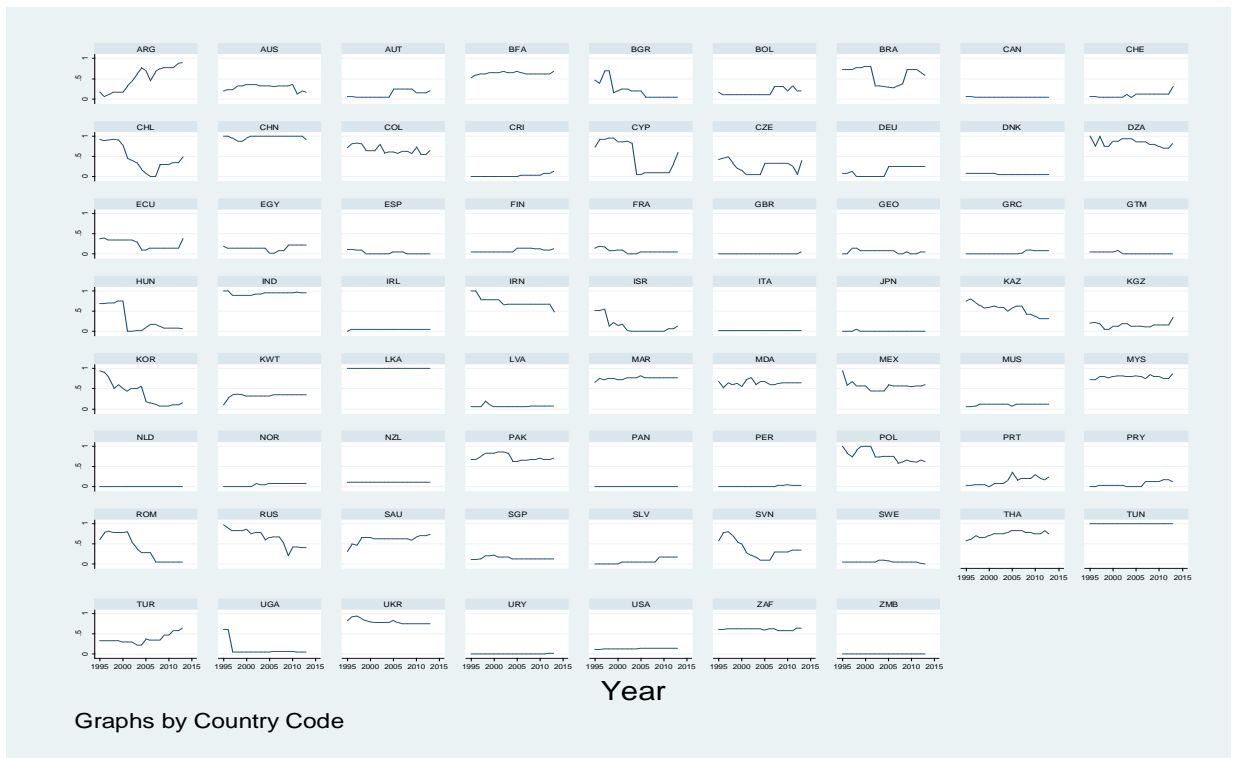


### Πίνακας Π 3

#### Κατηγορίες τίτλων και συναλλαγών για τους δείκτες ελέγχων κεφαλαίων

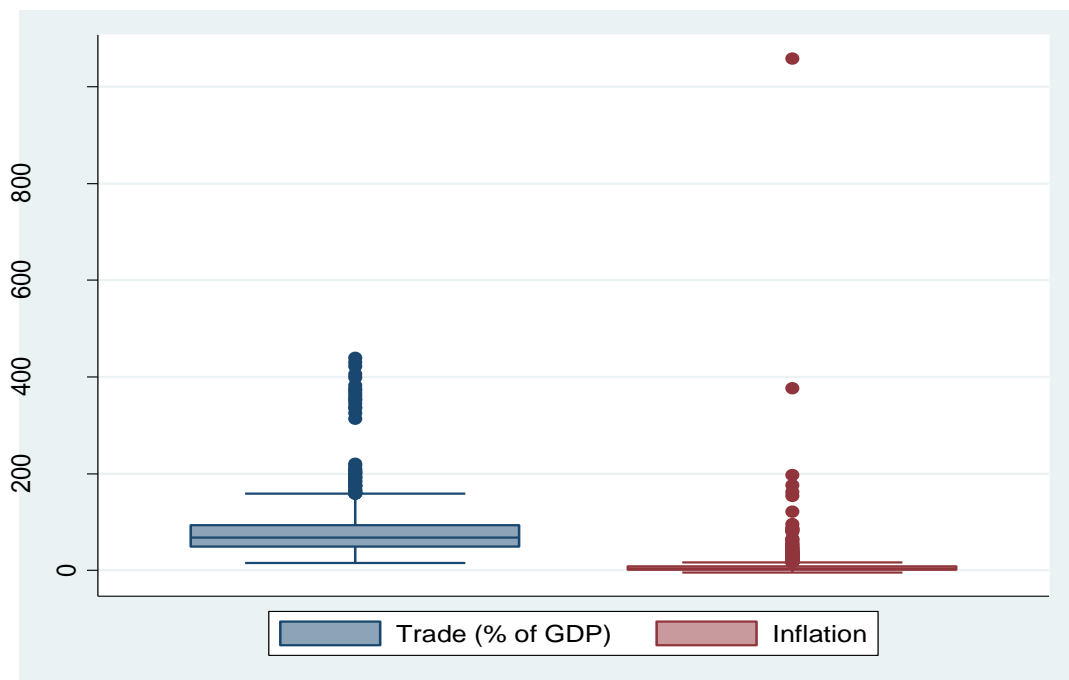
<b>Assets that Each Include Four Transaction Categories</b> mm Money Market (Bonds with Maturity of 1 year or less) bo Bonds (Bonds with Maturity of greater than 1 year) eq Equities ci Collective Investments de Derivatives <u>Categories</u> <u>Inflow Controls:</u> _plbn Purchase Locally By Non-Residents _siar Sale or Issue Abroad By Residents <u>Outflow Controls:</u> _pabr Purchase Abroad By Residents _siln Sale or Issue Locally By Non-Residents	
<b>Assets that Include Only Inflow (i) or Outflow (o) Categories</b> gsi & gso Guarantees, Sureties & Financial Backup Facilities fci & fco Financial Credits cci & cco Commercial Credits	
<b>Real Estate</b> Re Real Estate <u>Categories</u> <u>Outflow</u> _pabr Real Estate Purchase Abroad By Residents _slbn Sale Locally By Non-Residents <u>Inflow</u> _plbn Real Estate Purchase Locally By Non-Residents	
<b>Direct Investment</b> dii Direct Investment Controls on Inflows dio Direct Investment Controls on Outflows ldi Direct Investment Controls on Liquidation	
The four series for each of the five categories of assets mm, bo, eq, ci, and de have the suffixes _plbn, _siar, _pabr or _siln. Real Estate is represented by the three series re_pabr, re_slbn and re_plbn. The suffixes for the three series gs, fc, and cc represent inflow or outflow controls (e.g., gsi and gso, respectively).	

Πηγή: Andrés Fernández, Michael W. Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, Martín Uribe (2015).



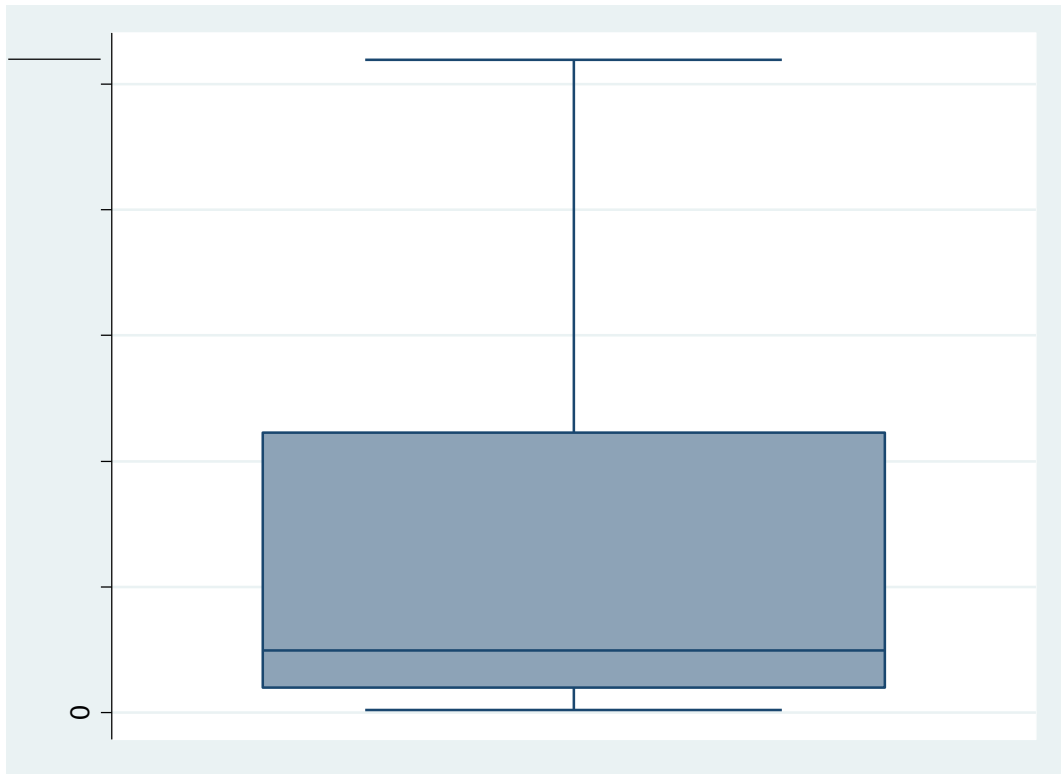
Διάγραμμα Π.1

Εξέλιξη δείκτη περιορισμών κεφαλαίου ανά χώρα



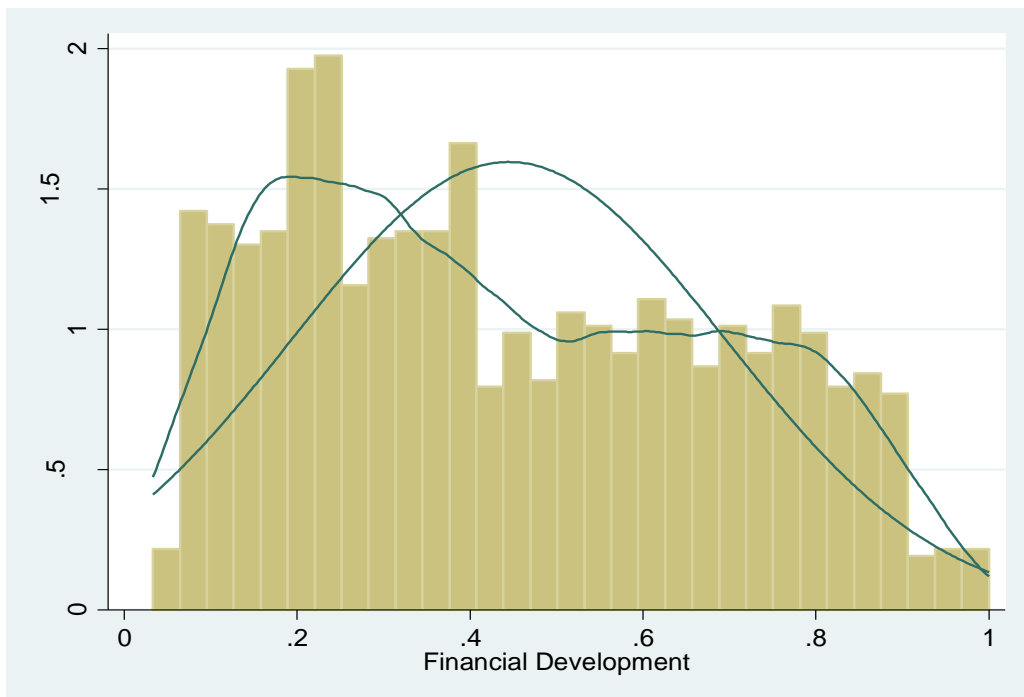
Διάγραμμα Π.2

Θηκόγραμμα μεταβλητής εμπορίου και πληθωρισμού



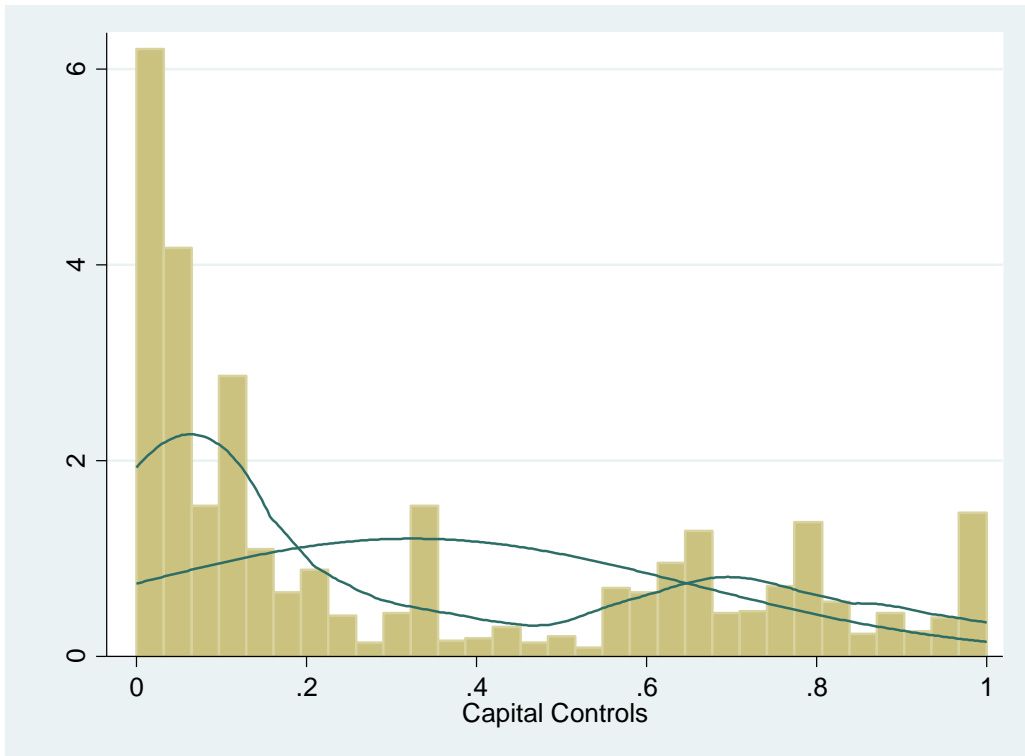
**Διάγραμμα Π.3**

**Θηκόγραμμα μεταβλητής κατά κεφαλήν εισοδήματος**



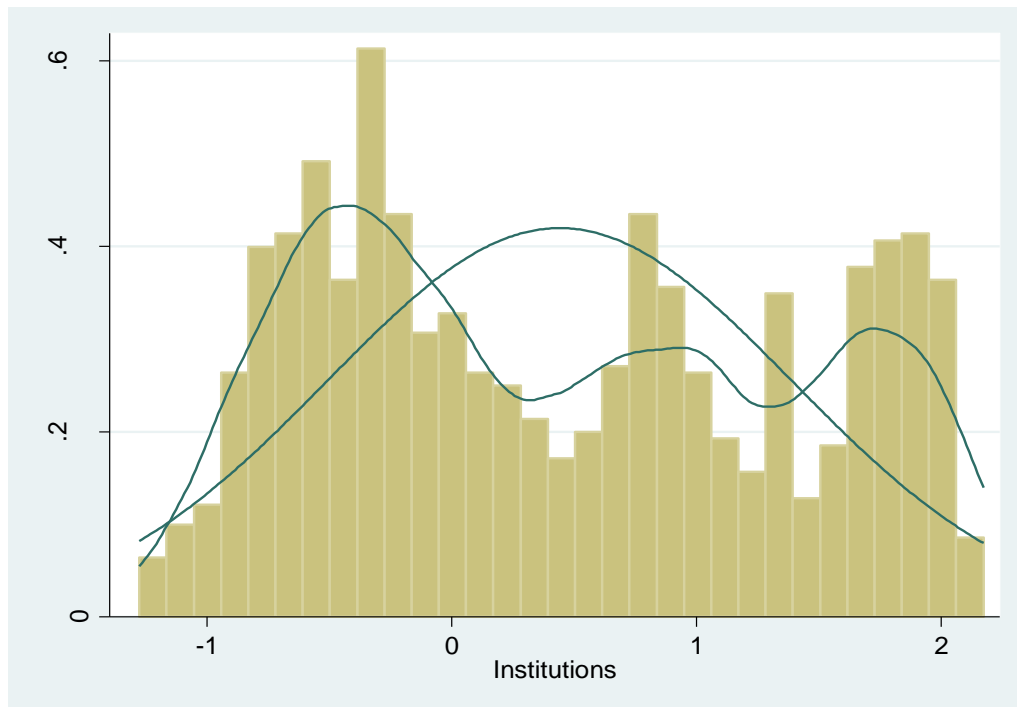
**Διάγραμμα Π.4**

**Ιστόγραμμα δείκτη χρηματοοικονομικής ανάπτυξης**



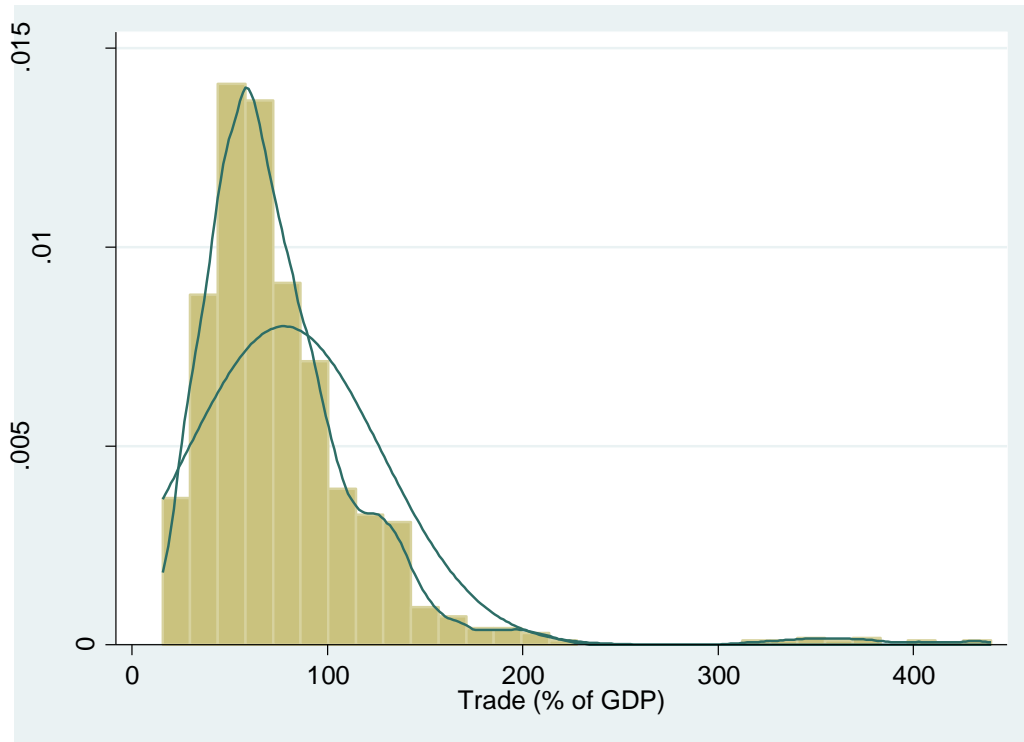
**Διάγραμμα Π.5**

**Ιστόγραμμα δείκτη περιορισμών κεφαλαίου**



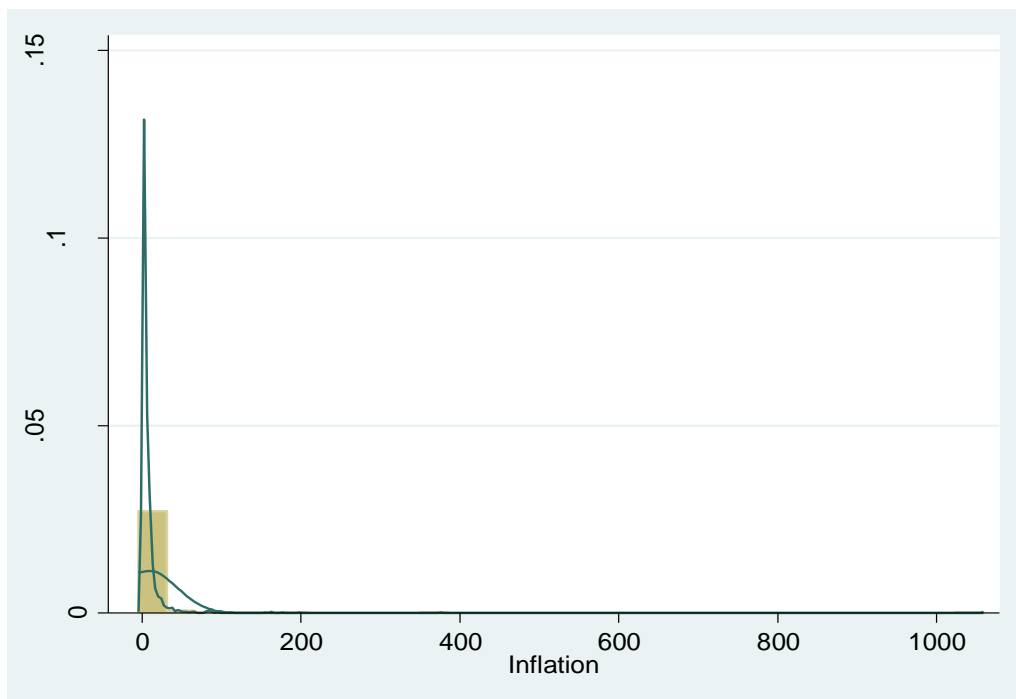
**Διάγραμμα Π.6**

**Ιστόγραμμα μεταβλητής θεσμών**



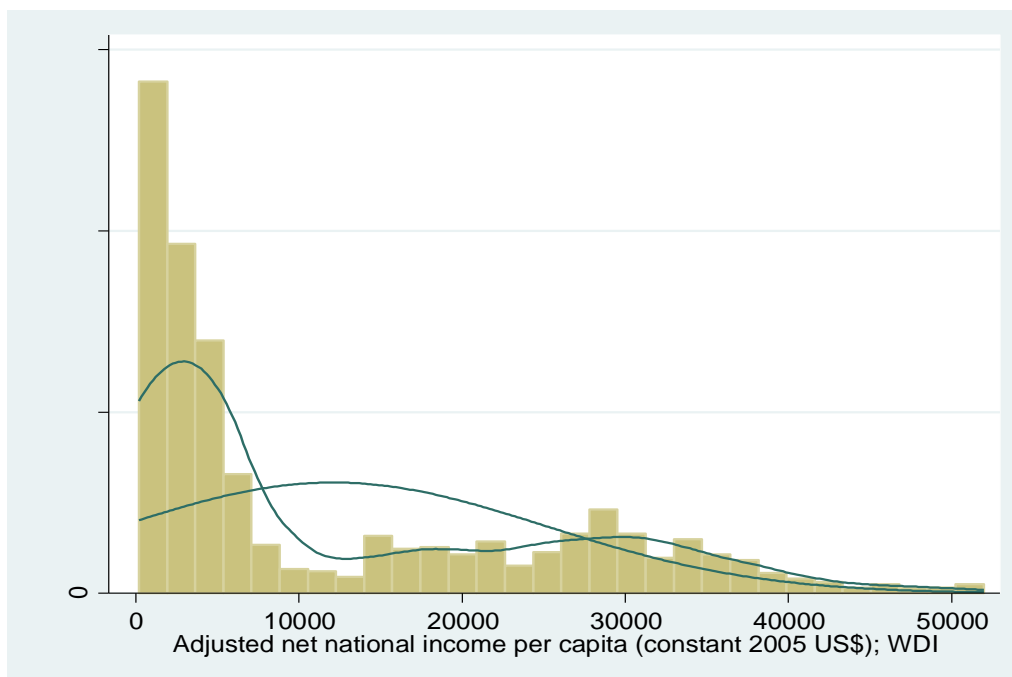
**Διάγραμμα Π.7**

**Ιστόγραμμα μεταβλητής εμπορίου**



**Διάγραμμα Π.8**

**Ιστόγραμμα μεταβλητής πληθωρισμού**



**Διάγραμμα Π.9**

**Ιστόγραμμα μεταβλητής κατά κεφαλήν εισοδήματος**

**Πίνακας Π4**

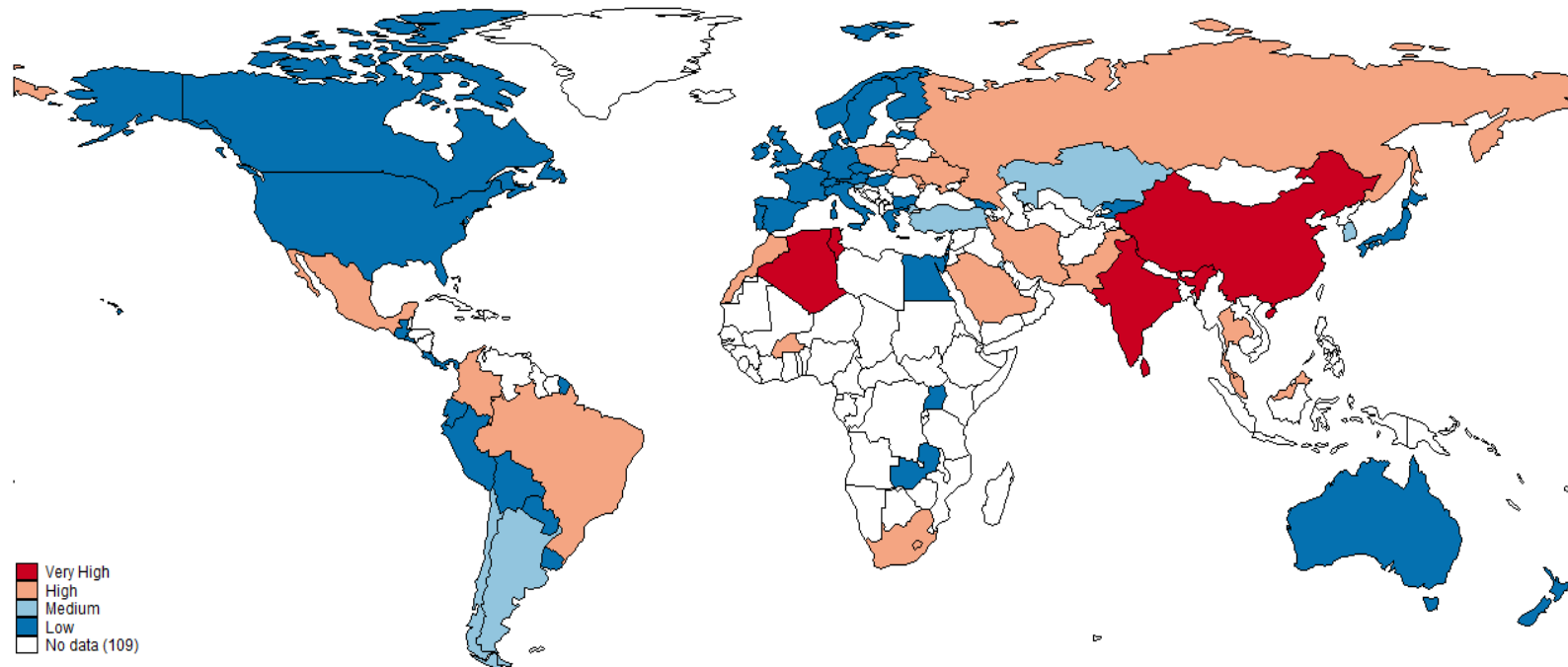
**Αποτελέσματα OLS με robust standard errors**

VARIABLES	□ OLS Robust
KA	0.132*** (0.0127)
INST	0.0846*** (0.00775)
TRADE	7.09e-05 (6.08e-05)
INFL	-0.000262* (0.000141)
INCOME	1.26e-05*** (6.13e-07)
CONSTANT	0.214*** (0.00925)
Observations	1,066
R-squared	0.773

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.

# Capital Controls, 1995-2013



Χάρτης 1

Μέσο επίπεδο ελέγχων κεφαλαίων ανά χώρα





## Πίνακας Π.5

### Αποτελέσματα παλινδρόμησης με δείκτες EQ,BO,MM,CI,DE

VARIABLES	Fixed Effects Equity Restrictions	Fixed Effects Bond Restrictions	Fixed Effects Money Market Restrictions	Fixed Effects Collective Invest Restrictions	Fixed Effects Derivatives Restrictions
INST	0.0322** (0.0130)	0.0502*** (0.0140)	0.0463*** (0.0130)	0.0450*** (0.0131)	0.0480*** (0.0133)
L3.TRADE	0.000818*** (0.000143)	0.000577*** (0.000150)	0.000763*** (0.000143)	0.000762*** (0.000143)	0.000934*** (0.000150)
L3.INFLATION	-0.000207*** (4.40e-05)	-0.000138*** (4.44e-05)	-0.000212*** (4.39e-05)	-0.000206*** (4.41e-05)	-0.000205*** (4.61e-05)
L3.INCOMEPC	8.87e-06*** (9.21e-07)	8.94e-06*** (1.09e-06)	9.03e-06*** (9.20e-07)	9.09e-06*** (9.20e-07)	8.89e-06*** (9.19e-07)
Constant	0.298*** (0.0160)	0.304*** (0.0175)	0.290*** (0.0159)	0.289*** (0.0159)	0.278*** (0.0165)
L3.eq	-0.0425*** (0.00962)				
L3.bo		-0.0174* (0.00886)			
L3.mm			-0.0290*** (0.00885)		
L3.ci				-0.0275*** (0.00875)	
L3.de					-0.0100 (0.00757)
Observations	1,060	926	1,054	1,052	1,017
Number of countries	70	70	70	70	70
R-squared	0.205	0.144	0.200	0.199	0.201
Country FE	YES	YES	YES	YES	YES

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## Πίνακας Π.6

### Αποτελέσματα παλινδρόμησης με δείκτες EQ,BO,MM,CI,DE

VARIABLES	Fixed Effects Commercial Credits Restrictions	Fixed Effects Financial Credits Restrictions	Fixed Effects Guarantess Sureties and Financial Backup Facilities Rest.	Fixed Effects Direct Investment Restrictions	Fixed Effects Real Estate Restrictions
INST	0.0414*** (0.0124)	0.0396*** (0.0128)	0.0297** (0.0126)	0.0383*** (0.0129)	0.0341*** (0.0130)
L3.TRADE	0.000770*** (0.000139)	0.000812*** (0.000143)	0.000704*** (0.000140)	0.000840*** (0.000144)	0.000828*** (0.000143)
L3.INFLATION	-0.000143*** (4.36e-05)	-0.000205*** (4.42e-05)	-0.000133*** (4.61e-05)	-0.000209*** (4.43e-05)	-0.000191*** (4.60e-05)
L3.INCOMEPC	8.34e-06*** (8.98e-07)	9.08e-06*** (9.20e-07)	8.50e-06*** (8.95e-07)	8.89e-06*** (9.28e-07)	9.28e-06*** (9.08e-07)
CONSNTANT	0.308*** (0.0151)	0.288*** (0.0155)	0.315*** (0.0157)	0.291*** (0.0157)	0.298*** (0.0156)
L3.cc	-0.0658*** (0.00758)				
L3.fc		-0.0272*** (0.00714)			
L3.gs			-0.0563*** (0.00854)		
L3.di				-0.0340*** (0.00860)	
L3.re					-0.0464*** (0.00911)
Observations	1,060	1,060	1,048	1,062	1,052
Number of countries	70	70	70	70	70
R-squared	0.247	0.201	0.217	0.202	0.206
Country FE	YES	YES	YES	YES	YES

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ξένη

- Abiad, A., & Mody, A. (2005). 'Financial reform: What shakes it? What shapes it?'. *The American Economic Review*, 95(1), 66-88.
- Aghion, P., & Howitt, P. (1992). 'A Model of Growth through Creative Destruction,' *Econometrica*, Econometric Society, vol. 60(2), pages 323-51, March.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard street*. Homewood, II: Richard D. Irwin. Inc.,(1962 edition).
- Bakker, Age F.P. (1996). *The Liberalization of Capital Movements in Europe*, Kluwer Academic Publishers
- Beck, T., & Levine, R. (2008). Legal institutions and financial development. In *Handbook of new institutional economics* (pp. 251-278). Springer Berlin Heidelberg.
- Becker, G. S., Murphy, K. M., & Tamura, R. (1994). 'Human capital, fertility, and economic growth. In *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education*' (3rd Edition) (pp. 323-350). The University of Chicago Press.
- Beim, D. O., & Calomiris, C. W. (2001). *Emerging financial markets*. McGraw-Hill/Irwin.
- Bencivenga, Valerie R. & Smith, Bruce D. & Starr, Ross M., (1995) ."Equity markets, transaction costs, and capital accumulation," *Policy Research Working Paper Series 1456*, *The World Bank*.
- Brunetti, A., Kisunko, G., & Weder, B. (1998). 'Credibility of rules and economic growth: Evidence from a worldwide survey of the private sector'. *The World Bank Economic Review*, 12(3), 353-384.
- Butkiewicz, J. L., & Yanikkaya, H. (2006). 'Institutional quality and economic growth: Maintenance of the rule of law or democratic institutions, or both?'. *Economic Modelling*, 23(4), 648-661.

- Calderón, C., & Kubota, M. (2009). 'Does financial openness lead to deeper domestic financial markets?'. *World Bank Policy Research Working Paper Series, Vol.*
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). 'Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence' (No. w8967). *National Bureau of Economic Research.*
- Chinn, M. D. & Ito, H. (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions" *.Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October).*
- Dam, K. W. (2006). 'The judiciary and economic development'. *U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper, (287).*
- De Gregorio Rebeco, J. F. (1999). 'Financial integration, financial development and economic growth.'
- Do, Q. T., & Levchenko, A. A. (2004). 'Trade and financial development'. *World Bank Policy Research Working Paper, (3347).*
- Domar, E. D. (1946). 'Capital expansion, rate of growth, and employment'. *Econometrica, Journal of the Econometric Society, 137-147.*
- Dooley, M. P. (1996). A survey of literature on controls over international capital transactions. *IMF Staff Papers, 43(4), 639-687.*
- Drazen, A., 1989, "Monetary Policy, Capital Controls, and Seigniorage in an Open Economy," in M. De Cecco and A. Giovannini, *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS* (New York: Cambridge University Press) 13-32
- Edison, H. J., Klein, M. W., Ricci, L. A., & Sløk, T. (2002). 'Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis'. *NBER Working Paper, (w9100).*
- Edwards, S. (1999). 'How Effective Are Capital Controls?' *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 13(4), pages 65-84*

- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell'Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G. M., & Tweedie, A. (1999). *Liberalizing capital movements: some analytical issues* (Vol. 17). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M., & Uribe, M. (2015). 'Capital control measures: A new dataset' (No. w20970). *National Bureau of Economic Research*.
- Flood, R. P., & Garber, P. M. (1987). Gold monetization and gold discipline. In *The Reconstruction of International Monetary Arrangements* (pp. 183-211). Palgrave Macmillan UK.
- Grilli, V. U. (1986). 'Buying and selling attacks on fixed exchange rate systems'. *Journal of International Economics*, 20(1-2), 143-156.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). 'Financial Development, Growth, and the Distribution of Income'. *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076-1107
- Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997). 'Financial markets in development, and the development of financial markets'. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 145-181.
- Grossman, G. M., & Helpman, E. (1991). 'Quality ladders in the theory of growth'. *The Review of Economic Studies*, 58(1), 43-61.
- Gulde, A. M. (1999). 'The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization. *Discussion Paper No. 99/3*. International Monetary Fund.
- Haber, S. & Perotti, E. (2008): "The Political Economy of Financial Systems", *Discussion Paper No. 045/2*, Tinbergen Institute
- Johnston, R. B., & Tamirisa, N. T. (1998). 'Why do countries use capital controls?'. *IMF Working Paper*, Vol. , pp. 1-37
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). 'The worldwide governance indicators: Summary of Methodology, Data and Analytical Issues'. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5430*.

- King, R. G., & Plosser, C. I. (1986). 'Money as the Mechanism of Exchange'. *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 93-115.
- Klein, M.,W., (2005). 'Capital account openness, institutional quality and economic growth' *NBER Working Paper no. 11112*.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). 'Capital account liberalization, financial depth, and economic growth'. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861-875.
- Koopmans, T. C. (1965). 'On the concept of Optimal Economic Growth', in *The Econometric Approach to Development Planning*, North-Holland Publ. Co. and Rand McNally,1996, a reissue of Pontificiae Academiae Scientiarum Scripta Varia, Vol.28, 225-300.
- Krugman, P. (1979). 'A model of balance-of-payments crises'. *Journal of money, credit and banking*, 11(3), 311-325.
- Krugman, P. (1998) 'Saving Asia: It's Time to get Radical.' *Fortune*. September 7, p. 74-80
- La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). 'Law and Finance' *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 106(6), 1113-1155.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726
- Lucas, R. E. (1988). 'On the mechanics of economic development'. *Journal of monetary economics*, 22(1), 3-42.
- McKinnon, R. I. (1973). Money and capital in economic development.
- Magud, N. E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). 'Capital controls: myth and reality-a portfolio balance approach' (No. w16805). *National Bureau of Economic Research*.
- Matthews, R. C. (1986). 'The economics of institutions and the sources of growth'. *The Economic Journal*, 96(384), 903-918.
- Messick, R. E. (1999). 'Judicial reform and economic development: a survey of the issues'. *The World Bank Research Observer*, 14(1), 117-136.

- Minier, J. A. (1998). 'Democracy and growth: Alternative approaches'. *Journal of economic growth*, 3(3), 241-266.
- Obstfeld, M. (1984) "Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 76(1), pages 72-81
- Ramsey, F. P. (1928). 'A mathematical theory of saving'. *The economic journal*, 38(152), 543-559.
- Rebelo, S. T. (1991). "Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth," *Journal of Political Economy*, *University of Chicago Press*, vol. 99(3), pages 500-521.
- Rigobon, R., & Rodrik, D. (2005). 'Rule of law, democracy, openness, and income'. *Economics of transition*, 13(3), 533-564.
- Rodrik, D. (2000). 'Institutions for high-quality growth: what they are and how to acquire them'. *Studies in Comparative International Development*, 35(3), 3-31.
- Romer, P. (1986). "Increasing Returns and Long-Run Growth" . *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, P. (1990). "Endogenous Technological Change," *Journal of Political Economy*, *University of Chicago Press*, vol. 98(5), pages S71-102, October.
- Sala-i-Martin, X. X. (1997). 'I just ran two million regressions'. *The American Economic Review*, 178-183.
- Schumpeter, J. A. (1912) *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung* [The theory of economic development]; translated by REDVERS OPIE. Cambridge, MA: Harvard U. Press, 1934.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1995). 'The economics of pooling. The global financial system: A functional perspective', 81-128.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (p. 421).
- Solow, R. M. (1956). 'A contribution to the theory of economic growth'. *The quarterly journal of economics*, 65-94.

Sullivan, A., & Sheffrin, S. M. (2003). *Economics: Principles in action*. Upper Saddle River, New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall.

Svirydzenka, K. (2016). 'Introducing a New Broad-based Index of Financial Development'. *IMF Working Paper No. 16/5*.

Swan, T. W. (1956). 'Economic growth and capital accumulation'. *Economic record*, 32(2), 334-361.

Williamson, O. (1975) *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship

Williamson, S., & Wright, R (1994). 'Barter and monetary exchange under private information'. *The American Economic Review*, 104-123.

Yung Chu Park & Chi-Young Song, (1996). "Managing Foreign Capital Flows: The Experience of Korea, Thailand, Malaysia, and Indonesia," *Economics Working Paper Archive wp\_163*, Levy Economics Institute.

### **Διαδικτυακοί τόποι**

<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>