

Οι Επιπτώσεις της Ανάπτυξης των Διεθνών Αγορών επί Παραγώγων Προϊόντων στην Σταθερότητα του Συστήματος Χρηματιστηριακών Συναλλαγών

του

Χαρίλαου Β. Μερτζάνη

1. Εισαγωγή

Η αναγνώριση της σημασίας, από εποπτικής πλευράς, των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων καθώς επίσης και της ανάγκης για πλήρη κατανόηση των λειτουργιών και των συνεπειών τους από τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές ήταν ασήμαντη μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '80. Αυτό μάλλον οφειλόταν περισσότερο στο γεγονός ότι ο όγκος συναλλαγών και το εύρος των χρηματοοικονομικών ανοιγμάτων σε παράγωγα προϊόντα ήταν σχετικά περιορισμένος και λιγότερο στην έλλειψη του απαιτούμενου ενδιαφέροντος από πλευράς των εποπτικών αρχών¹. Επίσης, στις εξωχρηματιστηριακές (OTC) αγορές παραγώγων προϊόντων είναι ακόμη δυσκολότερο να καθορισθούν συγκεκριμένες ημερομηνίες, καθώς ένας αριθμός χρηματοοικονομικών εργαλείων, παραδοσιακά χρησιμοποιούμενα στις κεφαλαιαγορές, μπορούν τυπικά να χαρακτηρισθούν ως παράγωγα. Αλλά και όσον αφορά τα εκτός κύκλου (OTC) χρηματοοικονομικά εργαλεία, ήταν η δεκαετία του '80 που σηματοδότησε μια ραγδαία αλλαγή στον ρυθμό αύξησης της χρησιμοποίησής τους.

Τα παράγωγα προϊόντα παρέχουν την δυνατότητα απόκτησης ενός σημαντικού και αποτελεσματικού μέσου διαχείρισης συστημικών κινδύνων για χρηματοοικονομικές και άλλες επιχειρήσεις. Όπως άλλες σημαντικές καινοτομίες στον χρηματοοικονομικό χώρο, τα παράγωγα προϊόντα συμβάλλουν αποφασιστικά στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του χρηματοοικονομικού οικοδομήματος. Βεβαίως, η χρήση παραγώγων προϊόντων θα μπορούσε, υπό ορισμένες συνθήκες, να εγείρει ζήτημα εκτεταμένων συστημικών κινδύνων, ενώ παράλληλα συμβάλλει στην διαφώτιση πλευρών του γνωστού διλήμ-

1. Οι σχετικές εργασίες στα χρηματιστήρια παραγώγων άρχισαν μόλις πρόσφατα (στο LIFFE του Ηνωμένου Βασιλείου άρχισαν το 1981, στην Γαλλική MATIF το 1986, στην Ιαπωνική TIFFE το 1989 και στην Γερμανική DTB το 1990).

ματος εναλλαγής μεταξύ χρηματοοικονομικής αποτελεσματικότητας και συστημικής σταθερότητας.

Στο παρόν κείμενο, ακολουθώντας κυρίως τον De Boissieu (1995) της Γαλλικής MATIF και τον Clark (1997) της Τράπεζας της Αγγλίας, παρουσιάζεται μια σύντομη περιγραφή των συνεπειών της δραματικής αύξησης των παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Η έμφαση δίνεται στους πιθανούς συστημικούς κινδύνους που προκύπτουν από την ταυτόχρονη επίδραση διαφόρων παραγόντων σχετιζόμενων με την χρήση παραγώγων. Σε ότι ακολουθεί, η δεύτερη ενότητα εξετάζει την αυξημένη πολυπλοκότητα των νέων χρηματοοικονομικών τεχνικών και εργαλείων. Η τρίτη ενότητα εξετάζει τον χαρακτήρα και το εύρος των ζημιών που έχουν καταγραφεί στις αγορές παραγώγων προϊόντων. Η τέταρτη ενότητα αναφέρεται στην μεγάλη ποικιλία των κινδύνων (πιστωτικός, αγοράς, λειτουργικός, ρευστότητας, νομικός), στην συγκέντρωση των συναλλαγών επί παραγώγων εντός των οργανωμένων πλαισίων μερικών μόνο χρηματιστηριακών ιδρυμάτων καθώς και στα χαρακτηριστικά της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών (έλλειψη διαφάνειας, ανεπάρκειες των κανόνων αποδέσμευσης και αναφοράς των πληροφοριών, παρωχημένος χαρακτήρας των λογιστικών προτύπων και πρακτικών, κτλ). Η πέμπτη ενότητα υποστηρίζει ότι όλα τα ζητήματα αυτά θα πρέπει να εξετασθούν με βάση τις εξελίξεις στον χαρακτήρα της αγοράς παραγώγων προϊόντων. Τέλος, η έκτη ενότητα υποστηρίζει την ανάγκη υιοθέτησης μιας διεθνικής προσέγγισης με κύριο άξονα την συνεχιζόμενη προσπάθεια αμοιβαίας προσαρμογής των υπαρχόντων θεσμικών και εποπτικών πλαισίων.

2. Υπάρχουσα Εμπειρία και Ζητήματα προς Έρευνα

Η δραματική αύξηση των παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων έχει υποστηριχθεί σε αρκετές επίσημες και ανεπίσημες εκθέσεις. Η έκθεση της *Commodity Futures Trading Commission* (Οκτώβρης 1993) δίνει αρκετά στοιχεία για τις ΗΠΑ, ενώ η ολοκλήρωση της μελέτης από *The Group of Thirty* (Ιούλιος 1993) εστιάζεται στα δεδομένα της παγκόσμιας αγοράς που έχουν συλλεχθεί από την *International Swaps and Derivatives Association*. Υπάρχει σύγκλιση μεταξύ των αποτελεσμάτων των εθνικών και των διεθνών μελετών.

2.1. Κάποια Μεθοδολογικά Ζητήματα και Προβλήματα

Τρεις βασικές διαπιστώσεις μπορούν να γίνουν. Πρώτον, ο μεγάλος όγκος των εμπειρικών μελετών καταφεύγει στην υιοθέτηση μη πραγματικών

χρηματοπιστηριακών αξιών και κατηγοριών ως μέσο μέτρησης της δραστηριότητας επί παραγώγων. Είναι γνωστό ότι ο ενεχόμενος κίνδυνος αποτελεί ένα μικρό μόνο ποσοστό των αξιών αυτών. Δεύτερον, οι περισσότερες από τις χρησιμοποιούμενες στατιστικές ενσωματώνουν μια διπλή μέτρηση των διατραπεζικών δραστηριοτήτων επί παραγώγων, η οποία είναι δύσκολο να εξαληφθεί. Για παράδειγμα, αρκετά από τα συμβόλαια ανταλλαγής (Swaps) λαμβάνουν χώρα στη 'χοντρική' διατραπεζική αγορά, καθώς η αγορά αυτή είναι σημαντικότερη για τον καθορισμό της ρευστότητας του όλου συστήματος. Τρίτον, πολλές εκτιμήσεις πηγάζουν από τις κεντρικές τράπεζες και τις εθνικές διατραπεζικές επιτροπές. Συνεπώς, σχετίζονται με τα πιστωτικά ιδρύματα και ιδιαίτερα με συγκεκριμένα στοιχεία εκτός ισολογισμού. Ο βασικός ορισμός της έννοιας του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ακόμη διαφέρει αισθητά μεταξύ των διαφορετικών χωρών και οι συναλλαγές επί παραγώγων μεταξύ μη χρηματοοικονομικών φορέων δεν απεικονίζονται στις τραπεζικές εκτιμήσεις. Ένας μεγαλύτερος συντονισμός μεταξύ των αρμοδίων τραπεζικών αρχών και αυτών των αγορών χρήματος και κεφαλαίου (πχ. της *Basle Committee for Banking Supervision* και της *International Organization for Securities Control*) είναι απαραίτητη, αν και όχι επαρκής, προϋπόθεση για την συλλογή περισσότερο αξιόπιστων δεδομένων.

2.2. Εγγενείς Παράγοντες Ενδυνάμωσης των Συστημικών Κινδύνων

Η εκτίμηση και ο απολογισμός του φαινομένου των συστημικών κινδύνων επιτάσσει την παράθεση των παραγόντων που συντελούν στην ενδυνάμωση τους. Πρώτον, με δεδομένο ότι οι συναλλαγές επί παραγώγων γίνονται στην βάση συμβολαίων των οποίων η αξία πηγάζει από την αξία του υποκείμενου επενδυτικού στοιχείου-βάση (underlying asset), είναι φυσικό οι βασισμένες σε προσδοκίες, μη πραγματικές, αξίες των παραγώγων προϊόντων να συνδέονται με την δυναμική εξέλιξης και μετασχηματισμού των επενδυτικών στοιχείων και της ίδιας της αγοράς. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί σε μια πρώτη κατηγορία *πολλαπλασιαστών* των συστημικών κινδύνων, παρέχοντας εκτιμήσεις για τις συνέπειες από την συνεχώς αυξανόμενη υπερχρέωση που οφείλεται στην χρήση παραγώγων προϊόντων.

Με βάση τις πληροφορίες της Bank of International Settlements (1998), κατά την περίοδο 1986-97, το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που έχουν διαπραγματευθεί σε οργανωμένα χρηματιστήρια έχει αυξηθεί κατά 590% προσεγγίζοντας το 1997 τα 11,8 τρις δολάρια ΗΠΑ. Την ίδια περίοδο, το συνολικό

ύψος των κεφαλαίων που έχουν διαπραγματευθεί εκτός οργανωμένων χρηματιστηρίων (OTC) έχει αυξηθεί κατά 983% υπερβαίνοντας το 1997 τα 43 τρις δολάρια ΗΠΑ. Μόνο στις ΗΠΑ στο τέλος του 1993, το συνολικό ύψος των κεφαλαίων και αξιών των παραγώγων προϊόντων σε τράπεζες ανήλθε σε 11,9 τρις δολάρια και στο τέλος του 1997 ξεπέρασε τα 21 τρις δολάρια, ποσά που είναι πολλαπλάσια των 3,7 τρις δολλαρίων που αντιστοιχούσε στην συνολική αξία του ενεργητικού των τραπεζών αυτών. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Γερμανικής Bundesbank, τα συνολικά κεφάλαια που είναι επενδεδυμένα σε παράγωγα προϊόντα και χρησιμοποιήθηκαν από τις Γερμανικές τράπεζες, αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 53% από το 1990 ως σήμερα, ενώ η συνολική δραστηριότητα των τραπεζών αυτών παγκοσμίως αυξήθηκε, την ίδια περίοδο, με μέσο ετήσιο ρυθμό μόνο 8%.

Δεύτερον, σε πολλές περιπτώσεις, ο διαχωρισμός μεταξύ συναλλαγών επί παραγώγων που συντελούνται εκτός των οργανωμένων μηχανισμών των χρηματιστηρίων (OTC παράγωγα προϊόντα) και αυτών που συντελούνται εντός τους είναι σημαντικός. Με βάση κάποια στοιχεία από τις τράπεζες της Γαλλίας και των ΗΠΑ, από τις αρχές της δεκαετίας του '90 ως σήμερα, ο λόγος (ή πολλαπλασιαστής) των συναλλαγών εντός των οργανωμένων χρηματιστηρίων και των OTC συναλλαγών είναι κοντά στο 2. Φυσικά, με δεδομένη την διπλή μέτρηση, που αναφέρθηκε παραπάνω, το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει μάλλον ένα ανώτατο όριο. Είναι, ωστόσο, πολύ πιθανό ότι με την κατάλληλη προσαρμογή (η οποία είναι μάλλον δύσκολη έως ανέφικτη με την υπάρχουσα δομή συλλογής στατιστικών πληροφοριών), ο λόγος να παραμένει υψηλότερος της μονάδας. Σε κάθε περίπτωση, ο λόγος παρουσίαζε αυξητική τάση μέχρι σήμερα, αντανακλώντας την επιτυχία των ανεπισήμων χρηματοοικονομικών μεθόδων και εργαλείων σε σχέση με αυτά των επισήμως οργανωμένων αγορών. Στη περίπτωση της Γαλλίας, τα επενδεδυμένα κεφάλαια σε παράγωγα προϊόντα βασισμένα στις μεταβολές των επιτοκίων, ανήλθαν σε 88% των συνολικών κεφαλαίων σε παράγωγα προϊόντα, ποσοστό που επίσης εκφράζει τον παγκόσμιο μέσο όρο, από τα οποία τα δύο τρίτα περίπου επενδύθηκαν με συναλλαγές εκτός κύκλου (OTC), χωρίς να αποκλείονται υψηλότεροι λόγοι σε άλλες χώρες (Folkerts-Landau and Steinherr, 1994). Επίσης, με βάση τα στοιχεία από το *Federal Reserve System* και το *General Accounting Office* των ΗΠΑ, ο ανωτέρω λόγος στη χώρα αυτή ανέρχεται επίσης κοντά στο 2. Ατομικές επιχειρήσεις, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και μη χρηματιστηριακοί φορείς καταλήγουν είτε σε OTC συναλλαγές επί παραγώγων είτε σε οργανωμένες

χρηματιστηριακές αγορές, ανάλογα με τις υπάρχουσες συνθήκες. Οι πλέον σημαντικές από αυτές είναι τα υπάρχοντα και μελλοντικά επίπεδα ρευστότητας στην χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων, η σχετική ευκολία και χρησιμότητα των επίσημων και ανεπίσημων εργαλείων και μεθόδων, το συνολικό κόστος διενέργειας των συναλλαγών μέσω των οργανωμένων αγορών.

Τρίτον, από την περίοδο 1992-93 ως σήμερα, και με δεδομένη την κρίση στις αγορές ομολόγων τον Φεβρουάριο 1994, ένα αυξανόμενο ποσοστό των OTC συναλλαγών εφαρμόζει διαδικασίες αυτο-ρύθμισης, με βάση τις οποίες οι αντισυμβαλλόμενοι σε διμερείς συναλλαγές επιζητούν την σύναψη συμφωνιών που προσομοιάζουν με αυτές των οργανωμένων αγορών, με την έννοια ότι λαμβάνουν μέριμνα για ζητήματα όπως μέγιστα όρια διακυμάνσεων τιμών, ελάχιστα όρια χρηματοδοτήσεων και καταθέσεων, κτλ.

Συνεπώς, ένας άλλος ενδιαφέρον λόγος (πολλαπλασιαστής) από στατιστική πλευρά, είναι ο υπολογισμός του ποσοστού των αυτο-ρυθμιζόμενων OTC αγορών στον συνολικό όγκο των OTC δραστηριοτήτων. Ο λόγος αυτός δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα ενδυνάμωσης των συστημικών κινδύνων, καθώς είναι, εξ ορισμού, μικρότερος της μονάδας. Ωστόσο, ο λόγος αυτός παρουσιάζει σημαντική αύξηση τον τελευταίο καιρό σε πολλές ανεπτυγμένες χώρες. Όπως χαρακτηριστικά υποστηρίζεται από τους ειδικούς, είναι ευκολότερο να προσδιορισθεί το πρόσημο της 'παραγώγου' του λόγου παρά το επίπεδο του λόγου καθεαυτού.

3. Ο Χαρακτήρας των Ζημιών στις Αγορές Παραγώγων Προϊόντων

Η εμφάνιση σημαντικών ζημιών κατά την διεξαγωγή συναλλαγών επι παραγώγων προϊόντων αποτελεί βασικό εμπειρικό γεγονός της τελευταίας δεκαετίας. Όπως σημειώνει ο Συριόπουλος (1999), οι βασικοί λόγοι που οδήγησαν στην μεγάλη αύξηση των ζημιών οφείλονται:

- στην κίνηση της αγοράς, κατά κύριο λόγο, αλλά και
- στην μη-κατανόηση των προϊόντων στα οποία επένδυσαν και, συνεπώς των δυνητικών κινδύνων που διέτρεχαν οι θέσεις τους στην αγορά των παραγώγων
- στην ελλιπή εσωτερική διαχείριση, που αφορά κυρίως το διαχωρισμό μεταξύ dealing και back-office, καθώς και τις αντίστοιχες, σημαντικές, λειτουργίες τους
- στη φτωχή διαχείριση του κινδύνου

- στη μη-ύπαρξη ικανοποιητικού συστήματος reporting του κινδύνου, με αποτέλεσμα την μη-έγκαιρη ενεργοποίηση της διαχείρισης και
- στη μεγάλη εμπιστοσύνη των διαχειριστών στα μαθηματικά υποδείγματα ή και στη μη-κατανόηση της διοίκησης στα διαστήματα εμπιστοσύνης στην αποτίμηση του κινδύνου.

Μία ενδεικτική τυπολογία των κινδύνων παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα 1, ο οποίος περιγράφει μία ενδεικτική τυπολογία κινδύνων σχετιζόμενη προς τρεις, παγκοσμίως γνωστές, περιπτώσεις τεραστίων ζημιών στις αγορές παραγώγων. Επιπλέον, ο πίνακας 2 δείχνει τις αθροιστικές ζημιές στην αγορά των παραγώγων τη δεκαετία 1987-1997. Οι αθροιστικές ζημιές αυξάνονται με εκθετικό ρυθμό κατά τη δεκαετία αυτή με κύριο χαρακτηριστικό τη μεγάλη μεταβολή 1993-94.

Πίνακας 1
Τυπολογία των Ζημιών των Παραγώγων Προϊόντων

	Barings	Gibson Gretins	Proctor & Gamble
Ελλιπής μηχανισμός αναφοράς κινδύνων	X		X
Ελλιπής έλεγχος συναλλαγών	X	X	
Ελλιπής αποτίμηση χ/φ και θέσεων στην αγορά	X	X	X
Έλλειψη κατανόησης από τη Διοίκηση της λειτουργίας των Παραγώγων προϊόντων	X		X

Πηγή: Συριόπουλος (1999)

Πίνακας 2
Αθροιστικές Ζημιές (προ-φόρων) στην Αγορά των Παραγώγων

Έτος	Αθροιστική Ζημία (δισ. \$)	Μεταβολή (%)
1987	1,15	-
1988	1,61	40,0
1989	1,64	1,2
1990	1,65	0,6
1991	2,02	22,4
1992	2,24	10,9
1993	3,96	76,8

1994	13,82	249,2
1995	16,7	20,8
1996	20,95	25,5
1997	21,15	0,9

Πηγή: Συριόπουλος (1999)

Οι ζημιές αυτές είναι μάλλον μικρές σε σχέση με το συνολικό μέγεθος της αγοράς των παραγώγων, ενώ οι ζημιές στην οργανωμένη αγορά των παραγώγων προϊόντων είναι περίπου ίδιες προς τις ζημιές στην αγορά OTC παραγώγων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι λόγοι που οδήγησαν στις ζημιές αυτές θα μπορούσαν κάλλιστα να οδηγήσουν οποιαδήποτε χρηματοοικονομική αγορά σε αντίστοιχες ζημιές. Δηλαδή, οι συναλλαγές επι παραγώγων προϊόντων δεν ενέχουν κατ' ανάγκη μεγαλύτερους κινδύνους σε σχέση με τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία. Ακόμα, τα στατιστικά στοιχεία αποκαλύπτουν ότι, πρώτον, οι θεσμικοί επενδυτές σημείωσαν το 1/3 των συνολικών ζημιών την τελευταία δεκαετία και, δεύτερον, όλες σχεδόν αυτές οι ζημιές σημειώθηκαν στα CMO's (collateralized mortgage obligations), OTC Swaps & Options και FRAs.

Με δεδομένη τη ύπαρξη ενός ήδη αυστηρού κανονιστικού-ρυθμιστικού πλαισίου στις οργανωμένες αγορές, καθώς και του κόστους που αυτό συνεπάγεται, αναμένεται ότι επιπλέον κανονισμοί και ρυθμίσεις δεν θα ήσαν αποτελεσματικές στον περιορισμό των ζημιών. Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις οι ζημιές σε όλο το φάσμα των παραγώγων προϊόντων αποκάλυψαν την αδυναμία των εργαλείων διαχείρισης ζημίας της δεκαετίας του 1970 για την αντιμετώπιση της έκθεσης στον κίνδυνο των δεκαετιών του 1980 και του 1990.

Οι ζημιές μπορεί επίσης να οφείλονται στον 'κίνδυνο υποδείγματος' που προέρχεται από την ακαταλληλότητα των υιοθετούμενων υποδειγμάτων αποτίμησης κινδύνου. Έτσι, ενώ οι καταστάσεις απολογισμού κινδύνων διατείνονται ότι αποτιμούν λεπτομερειακά τον κίνδυνο σε τρέχουσες τιμές (mark-to-market), στην πραγματικότητα απεικονίζουν τον κίνδυνο σε τρέχουσες τιμές με βάση τις ειδικές εκτιμήσεις του συγκεκριμένου υποδείγματος (mark-to-model). Είναι, επίσης γεγονός ότι, με τα ίδια στατιστικά δεδομένα μπορούν να εκτιμηθούν διαφορετικά υποδείγματα. Η ανάλυση με βάση την χρήση υποδειγμάτων κινδύνου είναι βασική, αλλά οι βασικές παραδοχές που υιοθετούνται απο κάθε υπόδειγμα έχουν καθοριστική σημασία για το αποτέλεσμα.

Οι παραδοχές αυτές συνήθως αναφέρονται στις μεταβλητές των οποίων

μία μικρή μεταβολή οδηγεί σε μεγάλη μεταβολή τις τιμές ή τον κίνδυνο, στις μεταβλητές με την σημαντικότερη επίδραση στο χαρτοφυλάκιο και την εκτίμηση της πιθανότητας μεταβολής της, στις διαφορές μεταξύ των αποτελεσμάτων των διαφορετικών υποδειγμάτων καθώς και στον βαθμό υιοθέτησης και αποδοχής των υποδειγμάτων αυτών από την αγορά.

Ενώ τα αποτελέσματα της υιοθέτησης των διαφορετικών υποδειγμάτων στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές δεν διαφέρουν σημαντικά, στην αγορά παραγώγων μπορεί να αποκλίνουν σημαντικά μεταξύ τους. Οι διαφορές αυτές διευρύνονται επίσης από την αδυναμία ποσοτικοποίησης σημαντικών ποιοτικών παραγόντων με αποτέλεσμα την ελλειπή εκτίμηση των τάσεων στην αγορά, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεων.

4. Παράγωγα Προϊόντα και Κίνδυνοι

Για λόγους κατανόησης, είναι σημαντικό να διαχωριστούν οι θεμελιώδεις από τους συστημικούς κινδύνους. Σύμφωνα με την έκθεση *Promisel* της *Bank of International Settlements* τον Οκτώβρη 1992, ο συστημικός κίνδυνος συνίσταται στην πιθανότητα μια εμπλοκή ή διακοπή της λειτουργίας σε επίπεδο ατομικής επιχείρησης, τμήματος της αγοράς ή όλου του συστήματος διακανονισμών και εκκαθάρισης, κτλ να επιφέρει ευρείες δυσκολίες στη λειτουργία άλλων επιχειρήσεων, άλλων τμημάτων της αγοράς ή στο συνολικό χρηματοοικονομικό οικοδόμημα. Είναι ο κίνδυνος της διεύρυνσης, με βάση μια διαδικασία συγκλινουσών προσδοκιών και μεταδοτικής επίδρασης, ενός τοπικού προβλήματος σε όλο το σύστημα.

4.1. Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Εργαλεία και Θεμελιώδεις Κίνδυνοι

Οι θεμελιώδεις κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι τελικοί χρήστες και οι χρηματιστηριακές και διαμεσολαβητικές εταιρείες που ενέχονται στις συναλλαγές επί παραγώγων προϊόντων δεν είναι συγκεκριμένοι. Έχουν παρόμοιο χαρακτήρα με τους κινδύνους που ενέχονται στις παραδοσιακές διαπραγματευτικές χρηματοδοτικές δραστηριότητες των χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

Η έκθεση του *The Group of Thirty* διαχωρίζει τους θεμελιώδεις κινδύνους σε πέντε κατηγορίες: κίνδυνος αγοράς, πιστωτικός κίνδυνος (ή κίνδυνος αντισυμβαλλομένου), λειτουργικός κίνδυνος (ο κίνδυνος ζημιών σαν αποτέλεσμα ανεπάρκειας του συστημάτων ελέγχου της αγοράς, του ανθρώπινου παράγοντα ή της διαχείρισης), νομικός κίνδυνος (ο κίνδυνος ζημιών από την αδυνα-

μία εφαρμογής ενός συμβολαίου) και, τέλος, κίνδυνος ρευστότητας (ο κίνδυνος της μικρής διαπραγματευτικής ρευστότητας στην αγορά)².

Η αναδιανομή των θεμελιωδών κινδύνων μέσω της χρήσης παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων αναλογεί, με μια έννοια, σε ένα zero-sum game ανάλογο με τις βασικές αρχές της θερμοδυναμικής. Αλλά, από μακροοικονομική άποψη, δεν θα πρέπει να θεωρείται ως ουδέτερη, καθώς πέρα από τις συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα για την αντιστάθμιση του κινδύνου με την λήψη κατάλληλα αντίθετων θέσεων, ο κίνδυνος μεταφέρεται από επιλογές επενδυτικών δραστηριοτήτων χαμηλού κινδύνου σε επιλογές δραστηριοτήτων υψηλού κινδύνου.

Ο βαθμός κάθε θεμελιώδους κινδύνου εξαρτάται από τον τύπο του παραγώγου εργαλείου και τον τύπο της αγοράς στην οποία θα διαπραγματευθεί. Για παράδειγμα, οι κίνδυνοι ρευστότητας και αντισυμβαλλομένου θα μπορούσαν να είναι πολύ υψηλοί στις αυθεντικές OTC αγορές χωρίς συνθήκες και διαδικασίες αυτο-ρύθμισης. Currency Swaps δημιουργούν δυνητικά υψηλούς κινδύνους αντισυμβαλλομένου. Η εκτίμηση του κινδύνου αυτού στις OTC αγορές είναι ιδιαίτερα δύσκολη καθώς απαιτεί την παροχή σε κάθε αντισυμβαλλόμενο όλων των απαιτούμενων πληροφοριών σχετικά με τους άλλους αντισυμβαλλόμενους.

Για τον κίνδυνο αγοράς, το πρόβλημα είναι εξίσου σοβαρό. Υπάρχει, ωστόσο, η τάση να τυποποιηθεί η μεθοδολογία προσέγγισης του γύρω από τρεις άξονες. Πρώτον, πολλοί συμμετέχοντες φορείς καθώς και ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές καταφεύγουν πλέον στην χρήση της μεθοδολογίας προστάσιας κινδύνων *value-at-risk*, η οποία συνοπτικά ορίζεται ως 'η αναμενόμενη ζημία, με δεδομένη πιθανότητα και σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, από μια παράδοξη κίνηση της αγοράς' (The Group of Thirty, οπ. παρ.). Δεύτερον, στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών (ISD) του 1996, υπάρχει πρόβλεψη για συγκεκριμένη μεθοδολογία υπολογισμού των χρηματοοικονομικών ανοιγμάτων από τα χρηματιστηριακά ιδρύματα. Με δεδομένο ότι τα τελευταία ήδη εφαρμόζουν προχωρημένες και πολύπλοκες στατιστικές και μαθηματικές μεθόδους, διαφορετικές από αυτές που υποδει-

2. Μπορούμε να απαριθμήσουμε και άλλους θεμελιώδεις κινδύνους, όπως ο θεσμικός κίνδυνος (που οφείλεται στις αλλαγές και προσαρμογές του κανονιστικού πλαισίου της αγοράς), ο κίνδυνος από άλλα γεγονότα (*event risk*) (που οφείλεται στην ύπαρξη γεγονότων, όπως η πολιτική και οικονομική αστάθεια) ή ο κίνδυνος διασύνδεσης (που οφείλεται στην ύπαρξη ενός συνδυασμού κινδύνων).

κνύονται από την Ευρωπαϊκή οδηγία, δημιουργήθηκαν συνθήκες έντονου διαλόγου στα πλαίσια των λειτουργιών της Συμφωνίας της Βασιλείας, αναφορικά με τον βέλτιστο βαθμό εναρμόνισης των κανονιστικών συστημάτων. Όπως φαίνεται, θα υπάρχουν πάντα τα περιθώρια για μια ευέλικτη προσαρμογή των χρηματιστηριακών ιδρυμάτων και για την διεύρυνση των επιλογών τους μεταξύ της επιθυμητής μεθοδολογίας για τον υπολογισμό του κινδύνου της αγοράς και της υποχρέωσης τους με βάση τους κανόνες της Ευρωπαϊκής οδηγίας.

4.2. Παράγωγα Προϊόντα και Ειδικοί Συστημικοί Κίνδυνοι

Η σχέση μεταξύ παραγώγων προϊόντων και συστημικών κινδύνων παραμένει ακόμη ασαφής, καθώς το χάσμα μεγαλώνει μεταξύ αυτών που υποστηρίζουν ότι τα παράγωγα προϊόντα, ιδιαίτερα τα εκτός κύκλου (OTC) διαπραγματευόμενα, προξενούν συστημικούς κινδύνους και αυτών που το αρνούνται. Για παράδειγμα, ο Miller (1994), που ανήκει στην δεύτερη κατηγορία, υποστηρίζει ότι ο πραγματικός κίνδυνος για την χρηματοοικονομική σταθερότητα του συστήματος έγκειται περισσότερο στην δραστηριότητα και τις αντιδράσεις των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών και όχι στα παράγωγα προϊόντα ή στις συναλλαγές μεταξύ ιδιωτών αυτές καθαυτές (ISDA, 1994).

Από την άλλη πλευρά, οι υποστηρικτές της άποψης περί των δυσμενών συστημικών επιδράσεων των παραγώγων προϊόντων, προβάλλουν τους εξής ισχυρισμούς: Πρώτον, τα νέα αυτά χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι πολύ πολύπλοκα. Ακόμη και οι ειδικοί επί αυτών θα έχουν κάποιες δυσκολίες στην εκτίμηση του όλου φάσματος των επιπτώσεων των συναλλαγών επί παραγώγων. Στο πλαίσιο αυτό, έχει προβληθεί ο κατάλληλος ισχυρισμός για την εξήγηση δύο επιφανών περιπτώσεων: αυτών της Procter & Gamble και της MGRM, την αμερικάνικη θυγατρική της Metgesellschaft. Η MGRM παρουσίασε ζημίες ύψους 1,33 δις δολαρίων ΗΠΑ από δραστηριότητες επί παραγώγων προϊόντων σχετικών με τα πετρελαιοειδή. Σύμφωνα με τους Culp and Hanke (1994), οι ζημίες προήλθαν από την ύπαρξη λειτουργικού κινδύνου ο οποίος δεν οφείλεται στην καθυστέρηση της αντίληψης του ενεχόμενου κινδύνου αλλά στην λανθασμένη διάγνωση του. Η διοίκηση της MGRM ισχυρίστηκε ότι δεν είχε πλήρως κατανοήσει την εφαρμοζόμενη στρατηγική προστασίας της επιχείρησης από τους συστημικούς κινδύνους

Δεύτερον, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα συντελούν σε μείωση της διαφάνειας. Με δεδομένο τον υψηλό ρυθμό καινοτομίας στα χρημα-

τοοικονομικά προϊόντα του είδους αυτού, δεν είναι εύκολο να καθορισθεί ο τελικός φορέας του κινδύνου και η δυνατότητα του να εξοικειωθεί με τις άσχημες συνθήκες αγοράς. Τα δυνητικά προβλήματα πολλαπλασιάζονται από τις μεγάλες χρεωστικές επιδράσεις που σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Τρίτον, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα επιφέρουν συγκέντρωση των θεμελιωδών κινδύνων. Αυτό είναι ιδιαίτερα αληθές για τις OTC συναλλαγές (οι οποίες στις ΗΠΑ συγκεντρώνονται σε μεγάλο βαθμό στις λειτουργίες των τραπεζών). Σε αυτήν την κατεύθυνση, η σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης των θεμελιωδών κινδύνων και του βαθμού του συστημικών κινδύνων δεν είναι ξεκάθαρη. Από την μια πλευρά, η συγκέντρωση δυνητικά αυξάνει την διάχυση και μετατόπιση των κινδύνων αντισυμβαλλομένου και ρευστότητας. Από την άλλη πλευρά, θα μπορούσε να διευκολύνει την κυκλοφορία των πληροφοριών μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, των τραπεζικών αρχών καθώς και των διαδικασιών επίβλεψης και αναφοράς. Συγκέντρωση σημαίνει επίσης ότι οι μεγάλης κλίμακας επεμβάσεις των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών ως τελικού φορέα κάλυψης ανοιγμάτων (lender of last resort) είναι περισσότερο πιθανόν να λάβουν χώρα όσο διευρύνονται οι λειτουργίες.

Τέταρτον, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα επιταχύνουν την μεταφορά των θεμελιωδών κινδύνων στους μη υποκείμενους σε ρυθμιστικούς κανόνες φορείς της αγοράς, είτε χρηματοοικονομικούς όπως μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου, είτε μη χρηματοοικονομικούς όπως βιομηχανικές επιχειρήσεις. Με την εφαρμογή περισσότερο αυστηρών αρχών, επιλεκτικών κανόνων και ποσοστών, η πιθανότητα της μεταφοράς αυτής θα μπορούσε να αυξηθεί σημαντικά. Εάν και η ρύθμιση των μεγάλων επενδυτικών κεφαλαίων ακόμη παραμένει ανοικτό ζήτημα, είναι πλήρως εκτός θέματος να επεκταθεί ο τομέας των κανόνων επί των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε μη χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Αυτές οι επιχειρήσεις θα πρέπει να εφαρμόζουν κατάλληλες διαδικασίες εκτίμησης και διαχείρισης κινδύνων.

Όλοι αυτοί οι παραπάνω ισχυρισμοί, μεταξύ άλλων, δεν αποτελούν από μόνοι τους θεωρία περί συστημικών επιπτώσεων των συναλλαγών επί παραγώγων. Παρέχουν κυρίως μια επί μέρους ανάλυση του φαινομένου ενώ παραμένει αναπάντητο το ερώτημα της εμπειρικής τους επαλήθευσης. Από την πλευρά της οικονομικής πολιτικής, με δεδομένη την ύπαρξη ελέγχου των κινδύνων αυτών, παραμένει ένα σημαντικό ερώτημα σχετικό με τις αιτίες της

επόμενης τραπεζικής κρίσης. Επίσης, με δεδομένη την αυξανόμενη προσοχή στα παράγωγα προϊόντα, δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί επαρκώς ότι θα ήταν δυνητικά περισσότερο καταστροφική η χρησιμοποίησή τους από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και το σύστημα ως σύνολο σε σχέση με τις συνέπειες που προέρχονται από τις παραδοσιακές χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

5. Η Πολυεπίπεδη Ανάπτυξη της Αγοράς

Οι αγορές παραγώγων έχουν προσφάτως εξελιχθεί προς μια αγορά τριών επιπέδων και ταχυτήτων. Αναμένεται ότι οι τάσεις αυτές θα συνεχισθούν χωρίς ωστόσο να είναι ξεκάθαρο που θα καταλήξουν μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

5.1. Περιγραφή της Πολυδιάστατης Αγοράς παραγώγων

Η συνολική περιγραφή μπορεί να ολοκληρωθεί με την περιγραφή τριών τμημάτων: Το πρώτο τμήμα είναι οι επίσημα οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Το δεύτερο αναφέρεται στα αυθεντικά OTC συμβόλαια, χωρίς διαδικασίες αυτό-ρύθμισης και μηχανισμούς εκκαθάρισης. Τέλος, το τρίτο τμήμα αναφέρεται στις OTC αγορές που έχουν θεσπίσει διαδικασίες αυτο-ρύθμισης με βάση συγκεκριμένες ασφαλιστικές δικλείδες (όρια δανεισμού, όρια διακύμανσης τιμών, κτλ) και μηχανισμούς εκκαθάρισης.

Αυτή η ενδιάμεση σχηματοποίηση αντιστοιχεί σε αυτό που ο Boissieu (1995) ονομάζει υβριδικές αγορές. Όπως παρατηρήθηκε την δεκαετία του '80 μια δραματική αύξηση των υβριδικών χρηματοοικονομικών εργαλείων (μετοχικοί τίτλοι χωρίς δικαίωμα ψήφου, βραχυπρόθεσμο χρέος, κτλ), έτσι και την δεκαετία του '90 παρατηρείται μια δραματική αύξηση των ίδιων των υβριδικών αγορών. Το 1994, διάφορες προτάσεις κατατέθηκαν αναφορικά προς το άνοιγμα της πρόσβασης των OTC συναλλαγών προς τα αποθετήρια με σκοπό τον έλεγχο των κινδύνων αντισυμβαλλομένου και ρευστότητας, μέσω του μετασχηματισμού των διμερών συμβολαίων σε πολυμερείς συμφωνίες και σχέσεις. Σχετικές προτάσεις έχουν παρουσιασθεί από τους αναλυτές και τους διαπραγματευτές και οδηγούν σε διάφορες παρατηρήσεις, όπως:

α) Είναι σημαντικό να υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ δύο τύπων μηχανισμών εκκαθάρισης: ένας που δημιουργείται και διευθύνεται από ιδιωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα με αποκεντρωμένες διαδικασίες και ένας δεύτερος που λειτουργεί υπό την επίβλεψη των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών. Στην πρώτη περίπτωση, θα πρέπει να αναφερθούν δύο πρόσφατες

αποκεντρωτικές πρωτοβουλίες: το σύστημα διαδικτύωσης είκοσι περίπου τραπεζών του Λονδίνου και το σύστημα πολυδικτύωσης τραπεζών των ΗΠΑ και του Καναδά. Αυτά τα συστήματα έχουν μόλις αρχίσει να λειτουργούν ή έστω πρόκειται να λειτουργήσουν σύντομα, και αναφέρονται μόνο σε αγοραπωλησίες συναλλάγματος. Στην δεύτερη περίπτωση, υπάγεται η πρωτοβουλία του Pfauwadel, προέδρου της Γαλλικής MATIF. Τα δύο είδη μηχανισμών εκκαθάρισης δεν είναι ισοδύναμα όσον αφορά τις υποχρεώσεις των φορέων ύστατης χρηματοοικονομικής υποστήριξης (lenders of last resort) και των υποχρεώσεων που είναι αμοιβαίες για όλους. Έτσι, οι αρμόδιες αρχές που εποπτεύουν τον μηχανισμό εκκαθάρισης θα πρέπει να δρουν και ως φορείς τελικής υποστήριξης του.

β) η συμμετοχή των χειριστών OTC συναλλαγών σε έναν μηχανισμό εκκαθάρισης τείνει να αποφασίζεται από τους ίδιους τους χειριστές σε εθελοντική βάση, με αναφορά μια περισσότερο ή λιγότερο περίπλοκη ανάλυση κόστους-οφέλους.

γ) Η συμπεριφορά των τραπεζών προς τις πρωτοβουλίες αυτές έχει εξελιχθεί σημαντικά με το πέρασμα του χρόνου. Όταν οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες απολάμβαναν μια πολύ καλή θέση στην διεθνή κλίμακα αξιολόγησης, ενθαρρύνονταν να εκμεταλλευθούν τον χαμηλό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου στις OTC αγορές μέσω μη αυτορρυθμιζόμενων διμερών συναλλαγών και να μην εμπλέκονται σε δραστηριότητες χαμηλότερης ποιότητας. Με την μείωση των σχετικών κινδύνων, οι τράπεζες αυτές θα είχαν εντονότερο το έναυσμα να ενταχθούν στις διαδικασίες των μηχανισμών εκκαθάρισης με αντάλλαγμα ένα ποσοστό των OTC συμβολαίων.

δ) Το συνολικό πακέτο αυτορρυθμιζόμενων OTC συναλλαγών και μηχανισμών εκκαθάρισης θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα ηθικής τάξης και φαινομενικά παράλογων επιλογών. Είναι πιθανό, μερικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα να είναι λιγότερο αποτελεσματικά στην διαχείριση κινδύνων λόγω της συμμετοχής τους σε ιδιωτικούς ή δημόσιους μηχανισμούς εκκαθάρισης. Είναι επίσης πιθανόν ότι οι ευαίσθητοι και ριψοκίνδυνοι φορείς που δραστηριοποιούνται στις OTC αγορές να διστάζουν να μεταφερθούν στις υβριδικές αγορές και μάλλον θα προτιμούσαν να παραμείνουν στα αυθεντικά διμερή συμβόλαια.

5.2. Η Σημασία της Ανάπτυξης των Υβριδικών Αγορών

Η ανάπτυξη των αυτορρυθμιζόμενων OTC αγορών και η σχετική επιτυχία της συνταγής των OTC αγορών και μηχανισμών εκκαθάρισης, θέτουν διά-

φορα σημαντικά ζητήματα και ερωτήματα. Πρώτον, θα μπορέσει η επικρατούσα τάση να επιφέρει μια επιτάχυνση της τυποποίησης των παραγώγων εργαλείων; Σύμφωνα με τους Folkerts-Landau and Steinherr (οπ. παρ.), το 75% των OTC συμβολαίων αντιστοιχούν σε απλές συναλλαγές που θα μπορούσαν να διεξαχθούν και να διαμεριστούν μέσω ενός μηχανισμού εκκαθάρισης.

Το ποσοστό αυτό μάλλον υποεκτιμά την ζήτηση και προσφορά κατάλληλα προσαρμοσμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων που διατίθενται στις αγορές. Οι συμμετέχοντες στην αγορά καταφεύγουν στις OTC συναλλαγές και στα κατάλληλα προσαρμοσμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία για λόγους ευελιξίας. Οι ανάγκες για ευελιξία στην αγορά είναι μεγάλες και θα πρέπει να ικανοποιηθούν είτε με τον ένα είτε με τον άλλο τρόπο. Θα παρείχε μεγάλη διευκόλυνση εάν γινόταν μέσω αυτορρυθμιζόμενων διαδικασιών OTC συναλλαγών και μηχανισμών εκκαθάρισης ώστε να αποφευχθεί η ακραία αντίθεση μεταξύ χρηματοοικονομικής ευελιξίας, ρευστότητας των εργαλείων και ασφάλειας των συναλλαγών. Αλλά θα ήταν δύσκολο να εξαλειφθεί πλήρως η εναλλακτικότητα μεταξύ των χαρακτηριστικών αυτών.

Δεύτερον, ακόμη και εάν μια επι μέρους κανονιστική ρύθμιση των OTC συναλλαγών θα έχει κάποια επίδραση πάνω στο μέλλον της εξελισσόμενης σχέσης μεταξύ των OTC αγορών και των οργανωμένων αγορών. Θα συμβάλει στην επίσπευση της σύγκλισης μεταξύ των υποχρεώσεων της αγοράς, μέσω της επιτάχυνσης των τυποποιημένων διαδικασιών και της προσαρμογής των χρηματοοικονομικών εργαλείων. Επίσης, θα δημιουργούσε αρνητικές επιδράσεις σε κάποιες λειτουργίες. Για τις λειτουργίες αυτές, τα πρώτα βήματα της θεσμοθέτησης θα μπορούσαν να ειπωθούν ως η απαρχή μιας διαδικασίας με βάση την οποία θα ήταν δυνατό να τεθεί υπό έλεγχο η OTC αγορά. Σε αυτήν την περίπτωση, θα περίμενε κανείς την ανάπτυξη των αυθεντικών, μη αυτορρυθμιζόμενων, OTC αγορών σαν αντίδραση στην θεσμοθέτηση των αυτορρυθμιζόμενων OTC αγορών.

Τέλος, αναφορικά προς την υπόσταση των υβριδικών αγορών και του πολυδιάστατου συστήματος, παραμένουν τα ερωτήματα κατά πόσο οι αυτορρυθμιζόμενες OTC αγορές και οι διαδικασίες εκκαθάρισης θα αποτελέσουν ένα βήμα προς την μετάβαση σε ένα πιο εκτεταμένο και προσδιορισμένο πλαίσιο ρυθμίσεων των αγορών παραγώγων, σε περισσότερο ή λιγότερο σταθερή βάση. Αυτός ο διάλογος είναι, *ceteris paribus*, σε πολλά σημεία παρόμοιος με τον διάλογο που επικρατεί, σε άλλο επίπεδο, μεταξύ του επίσημου και του ανεπίσημου (‘μαύρου’) τομέα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ίσως

η τρισδιάστατη αγορά παραγώγων αποδειχθεί μακροπρόθεσμα ασταθής με αποτέλεσμα το σύστημα να επανακάμψει μακροπρόθεσμα σε δυσδιάστατη βάση (αφενός οργανωμένες αγορές και αφετέρου αυθεντικές μη αυτορρυθμιζόμενες αγορές). Παράλληλα, κατά πόσο είναι το παλιό δυσδιάστατο ή το πρόσφατο τρισδιάστατο σύστημα που επιφέρει αύξηση των συστημικών κινδύνων παραμένει ζήτημα προς διερεύνηση.

6. Οι Προκλήσεις που Αντιμετωπίζουν οι Μηχανισμοί Εποπτείας και Ρυθμίσεων

6.1. Τα Επίπεδα Ρυθμίσεων και το Ζήτημα των Βέλτιστων Ρυθμίσεων

Τρία επίπεδα επιβολής ρυθμίσεων και εποπτείας διακρίνονται: πρώτον, οι εξωτερικές ρυθμίσεις που συμπεριλαμβάνουν τους κανόνες που έχουν σχεδιασθεί από εθνικές και διεθνείς εποπτικές αρχές, δεύτερον, οι αυτο-ρυθμίσεις των αγορών με βάση τις οποίες οι OTC αγορές εισάγουν κανόνες όμοιους ή κοντινούς προς αυτούς των οργανωμένων αγορών και, τρίτον, οι εσωτερικές αυτο-ρυθμίσεις των ιδρυμάτων (έλεγχος, υποστηρικτικές λειτουργίες, προσαρμογή λογιστικών προτύπων, κτλ).

Η θεωρία της βέλτιστης ρύθμισης έχει κυρίως εστιάσει την προσοχή της στο βέλτιστο επίπεδο της εξωτερικής ρύθμισης για τον υπολογισμό του βέλτιστου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας (Santomero and Watson, 1977). Ωστόσο, η βέλτιστη στάθμιση των εσωτερικών ρυθμίσεων, η θέσπιση μεθόδων αυτορύθμισης και η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου είναι εξίσου σημαντικές διαδικασίες όσο και τα ποσοστά κεφαλαιακής επάρκειας.

Η έκθεση του *The Group of Thirty* αποδίδει την μέγιστη σημασία στις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου. Η έκθεση του *Commodity and Futures Trade Commission* στις ΗΠΑ το 1993, αναφορικά προς τις OTC αγορές παραγώγων και την ρύθμιση τους, δεν απέχει πολύ από την γενική αυτή θέση όταν αναφέρεται στις προκλήσεις που τίθενται από τα OTC παράγωγα προϊόντα και στις δυνατότητες αντιμετώπισης τους μέσω της υιοθέτησης μιας ποικιλίας πρωτοβουλιών σχεδιασμένων να διευθετήσουν τις επερχόμενες αλλαγές της αγοράς με υπευθυνότητα και ευελιξία. Οι εξελίξεις στις αγορές παραγώγων, όπως σημειώνει η επισκόπηση το 1997 των δραστηριοτήτων επι παραγώγων από την *Bank of International Settlements (BIS)* και την *International Organization for Securities Commissions (IOSCO)*, έχουν πλήρως επαληθεύσει τις διαπιστώσεις αυτές.

Εάν και οι συμμετέχοντες στην αγορά τείνουν να υποστηρίζουν διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου και αποκεντρωμένης ελεγκτικής διαχείρισης, η αναγκαιότητα διεθνούς συνεργασίας με σκοπό τον περιορισμό του εύρους των ρυθμιστικών και εποπτικών αυθαιρεσιών και της ανταγωνιστικής απορύθμισης στον τομέα της επιλεκτικής πολιτικής οδηγεί στην υιοθέτηση περισσότερο εξωτερικών διαδικασιών ρύθμισης καθώς και στην εναρμόνιση των εθνικών κανόνων. Αλλά οι πρόσφατες εργασίες της *Basle Committee on Banking Supervision* συνιστούν εναρμόνιση των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου και παρακολούθησης, αποδέσμευσης και αναφοράς πληροφοριών και στοιχείων και προτείνουν συγκεκριμένα βήματα για την εφαρμογή τους (Fisher Report on “Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries”, Basle, Sept. 1994).

6.2. Η Εξωτερική Ρύθμιση των Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Εργαλείων

Με την εφαρμογή της Ευρωπαϊκής Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών, η Ευρωπαϊκή Ένωση επεκτείνει την αναγκαιότητα θεσμοθέτησης ικανών επιπέδων κεφαλαιακής επάρκειας αφενός πέρα από τον τομέα των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου μέσω της συγχώνευσης των κινδύνων αντισυμβαλλομένου και αγοράς. Η *Basle Committee for Banking Supervision* αναμένεται να ακολουθήσει σύντομα με συνέπεια την επανασχεδιασμό των Ευρωπαϊκών Οδηγιών.

Συνεχίζεται ο διάλογος όχι τόσο για το ύψος των ποσοστών κεφαλαιακής επάρκειας όσο για την υιοθετούμενη μεθοδολογία: τις μεθόδους υπολογισμού της καθαρής θέσης, τα χρησιμοποιούμενα υποδείγματα υπολογισμού χρηματοοικονομικών ανοιγμάτων, οι κανόνες ‘mark-to-market’, ο σχηματισμός της “add-ons martix” για τον ενσωμάτωση των κεφαλαιακών αλλαγών στον υπολογισμό των μελλοντικών χρηματοοικονομικών ανοιγμάτων στα παράγωγα προϊόντα, κτλ. Ο διάλογος δεν αναφέρεται σε τεχνικής μόνο φύσης ζητήματα αλλά και σε ερωτήματα βέλτιστης στάθμισης των εσωτερικών και εξωτερικών κανόνων ρύθμισης.

Όσον αφορά τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, οι ισχύοντες εθνικοί και διεθνείς κανονισμοί διακρίνουν μεταξύ OTC παραγώγων προϊόντων και αυτών που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές. Για μερικούς αναλυτές, το κενό που δημιουργείται δεν αντισταθμίζει τα πλεονεκτήματα των OTC συμβολαίων. Παρ’ όλα αυτά, θα πρέπει ο προσανατολισμός των κινήσεων να υπαγορεύεται πλήρως από τις οδηγίες της ΕΕ ή της BC.

6.3. Η Μέθοδος Αξιολόγησης 'Mark-to-Market'

Η μέθοδος Mark-to-Market για τον υπολογισμό της επάρκειας κεφαλαίων έχει υποστηριχθεί με αυξανόμενο ρυθμό από τις επίσημες εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές. Έτσι, μια μελέτη του *The Group of Thirty* θεωρεί ότι οι διαπραγματευτές θα πρέπει να υπολογίζουν, για λόγους αποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνου, τις θέσεις τους επί παραγώγων με βάση την αγορά, τουλάχιστον σε ημερήσια βάση. Παράλληλα, *The Bank of England Working Group* (April, 1993) θεωρεί ότι οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να ενθαρρύνουν την γρήγορη υιοθέτηση mark-to-market τεχνικών υπολογισμού πιστωτικών ανοιγμάτων. Τέλος, η *French Committee for Banking Regulation* υιοθέτησε διάφανους κανόνες αναφορικά με την χρήση μεθόδων mark-to-market στις συναλλαγές τίτλων από τα πιστωτικά ιδρύματα (με χρονικό όριο τους έξι μήνες για τον διαχωρισμό των δραστηριοτήτων διαπραγμάτευσης από τις υπόλοιπες).

Η βασική πρόκληση που προκύπτει από την μέθοδο mark-to-market είναι εάν δικαιολογείται και είναι επιθυμητό να εφαρμόζεται σε επί μέρους μόνο βάση. Δηλαδή, ως προς τις επιπτώσεις στην αποδοτικότητα και την σταθερότητα του συστήματος, παραμένει αδιευκρίνιστο το πρόβλημα της χρησιμοποίησης της μεθόδου σε όλες τις περιπτώσεις ανεξαιρέτα ή μόνο επιλεκτικά. Τέλος, αναφορά στα σχετικά καλά μόνο αποτελέσματα μπορεί να οδηγήσει σε υποψίες για την επιλεκτική υιοθέτηση της μεθόδου. Παρόλα αυτά, η αναφορά σε καλά –αν και όχι τα καλύτερα δυνατά– αποτελέσματα δεν θα πρέπει να είναι το μόνο κριτήριο καθώς υπάρχουν επιχειρήματα που αποδεικνύουν ότι η προσαρμογή των διαφόρων εργαλείων στις εξελίξεις της αγοράς μπορεί να έχει σημαντική θετική επίδραση στον περιορισμό των συστημικών κινδύνων. Δεν υπάρχουν ολοκληρωμένες και διεξοδικές θεωρητικές αναλύσεις οι οποίες εξηγούν επαρκώς το είδος της σχέσης μεταξύ του εύρους και του βαθμού της διαδικασίας mark-to-market από την μια πλευρά και τον βαθμό της συστημικής σταθερότητας από την άλλη. Με δεδομένη την έλλειψη επαρκών θεωρητικών βάσεων, οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές τείνουν να οδηγούνται στην υιοθέτηση περισσότερο εμπειρικών κανόνων. Εμπειρικοί κανόνες του είδους αυτού ενθαρρύνουν τα πιστωτικά ιδρύματα να διαχωρίσουν τις δραστηριότητες τους μεταξύ παραδοσιακών δραστηριοτήτων διαμεσολάβησης (με βάση το ιστορικό κόστος) και χρηματιστηριακές δραστηριότητες (πλήρως marked-to-market).

6.4. Αποκάλυψη, Διαφάνεια και Αναφορά Πληροφοριών

Οι διαδικασίες αποκάλυψης, διαφάνειας και αναφοράς πληροφοριών σχετίζονται με τους δεσμούς μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών. Υπάρχει κάποιο επίπεδο συναίνεσης πάνω στα ακόλουθα ζητήματα: η αναγκαιότητα προσαρμογής των λογιστικών προτύπων και συστημάτων στα νέα χρηματοοικονομικά δεδομένα, η αναγκαιότητα παραγωγής ολοκληρωμένων και αξιόπιστων στατιστικών δεδομένων, η αναγκαιότητα αύξησης της συχνότητας των διαδικασιών αναφοράς. Με δεδομένη την άμεση σχέση μεταξύ παραγώγων προϊόντων και επενδυτικών στοιχείων, οι διαδικασίες αποκάλυψης και αναφοράς θα πρέπει να ενσωματώνουν και όχι να απομονώνουν τα παράγωγα προϊόντα.

Η διαδικασίες δημόσιας αποκάλυψης πληροφοριών αφορούν στην σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και το περιβάλλον τους (δυνητικοί ή παρόντες επενδυτές και μέτοχοι). Η προαναφερόμενη έκθεση Fisher εξετάζει διάφορες πλευρές του θέματος: Πρώτον, το αντικείμενο της αποκάλυψης θα πρέπει να είναι ευδιάκριτο. Μέχρι να προκύψει πλήρης συναίνεση για την υιοθέτηση των καλύτερων πρακτικών, η βασική αρχή θα πρέπει να είναι ότι οι αποκαλύψεις αντανakλούν τον κίνδυνο, όπως μετρείται από το ίδρυμα και παρουσιάζεται με τρόπο που επιτρέπει τρίτους φορείς να αξιολογήσουν επαρκώς την δυνατότητα του ιδρύματος να διαχειρισθεί τον κίνδυνο.

Δεύτερον, οι αποκαλύψεις θα πρέπει να είναι κατανοητές, περιλαμβάνοντας τον υπολογισμό τόσο του κινδύνου αγοράς όσο και του πιστωτικού κινδύνου.

Τρίτον, στην ανάλυση του κινδύνου είναι επιθυμητή μια προσέγγιση χαρτοφυλακίου. Σύμφωνα με την έκθεση Fisher, οι αποκαλύψεις που είναι συνεπείς με την προτροπή αυτή θα προέρχονται από την ανάλυση χαρτοφυλακίου και θα συμπεριλαμβάνουν μετρήσεις της απόδοσης και των κινδύνων ενός χαρτοφυλακίου βασισμένες σε αγοραίες τιμές.

Τέταρτον, η βασική πρόκληση είναι να βρεθεί μια ικανοποιητική ισορροπία μεταξύ της ανάγκης για εθνική και διεθνή εναρμόνιση των κανόνων και της συγκέντρωσης των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων.

Οι διαδικασίες αποκάλυψης αντιπροσωπεύουν ένα πεδίο όπου η παραδοσιακή εναλλαγή μεταξύ αποτελεσματικότητας και σταθερότητας υποχωρεί προς την ταυτόχρονη επιδίωξη τους. Περισσότερο διαφανείς διαδικασίες και συμμετρικές πληροφορίες οδηγούν σε περισσότερο αποτελεσματικές αγορές

και ιδρύματα. Υπό ορισμένες συνθήκες θα μπορούσαν να οδηγήσουν και σε περιορισμό των συστημικών κινδύνων.

6.5. Εγγώριος και Διεθνής Συντονισμός των Ρυθμιστικών Πλαισίων των Διαφορετικών Χωρών

Σημαντικά βήματα έχουν γίνει προς την κατεύθυνση του συντονισμού και της εναρμόνισης των διαφορετικών κανόνων και πολιτικών σχετικά με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου των χωρών του ΟΟΣΑ. Μερικές φορές, διεθνής συνεργασία θα ήταν ευκολότερο να εφαρμοσθεί σε σχέση με μονομερείς κινήσεις συντονισμού σε εθνικό επίπεδο. Αυτή η πεποίθηση είναι λιγότερο παράδοξη από ό,τι φαίνεται εκ πρώτης όψεως, καθότι αντανakλά περισσότερες διαμάχες συνεχιζόμενων συμφερόντων και ανταγωνισμών. Οι ασκούμενες πολιτικές παραμένουν περισσότερο εθνικές. Ο συντονισμός μεταξύ των εποπτικών αρχών των τραπεζών και των χρηματιστηριακών ιδρυμάτων υστερεί σε σχέση με τις εξελίξεις στην διαδικασία ολοκλήρωσης των δραστηριοτήτων στις οποίες έχουν εμπλακεί. Πολλές φορές, η καθυστέρηση είναι πολύ μεγαλύτερη σε εθνικό επίπεδο.

Ωστόσο, η ιστορική εμπειρία έχει αποδείξει την αναγκαιότητα του συντονισμού. Αυτό προκύπτει από την ανάλυση του ρόλου των επενδυτικών στοιχείων που οδήγησαν αρχικά στην κρίση του 1987, κατόπιν του 1989, καθώς και στην ραγδαία ανάπτυξη των παραγώγων έκτοτε. Η 1993 έκθεση του C.F.T.C. των ΗΠΑ υποστηρίζει ότι μεγαλύτερος συντονισμός μεταξύ των διαφορετικών ομοσπονδιακών εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών θα βοηθούσε στην διασφάλιση της επάρκειας της ομοσπονδιακής επίβλεψης. Η έκθεση προτείνει την καθιέρωση ενός διευρυμένου συμβουλίου με σκοπό την διερεύνηση κοινών προσεγγίσεων σε ζητήματα πρόσβασης σε πληροφορίες αγοράς, διαφάνεια, εσωτερικό διαχειριστικό έλεγχο, όπως και στην ανάπτυξη διαδικασιών εκκαθάρισης για OTC παράγωγα προϊόντα. Παράλληλα, στην Ευρώπη ενδυναμώνει ο διάλογος για την αναγκαιότητα του συντονισμού μεταξύ των διαφορετικών εποπτικών αρχών κάθε χώρας και μεταξύ των χωρών. Σε αυτό, θα συμβάλλει ουσιαστικά η ενιαία εφαρμογή της αναθεωρημένης Ευρωπαϊκής Οδηγίας περί Επενδυτικών Υπηρεσιών από όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ, καθώς θα βοηθήσει στην διαλεύκανση των περίπλοκων και ενίοτε αντιτιθέμενων θεσμικών δομών και θα εμβαθύνει στο πλαίσιο συντονισμό των εποπτικών αρχών μεταξύ των τραπεζικών και χρηματιστηριακών ιδρυμάτων.

Βεβαίως, η αποτελεσματική διεθνοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου

εμποδίζεται σημαντικά από την ύπαρξη διαφορών στη φιλοσοφία των εποπτικών αρχών των διαφορετικών χωρών. Από την πλευρά τόσο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και της αναγκαιότητας διεξαγωγής διασυνοριακών συναλλαγών σε ευρεία κλίμακα, απαραίτητη είναι η θεσμοθέτηση ρυθμιστικού πλαισίου με κύριο άξονα την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και την προστασία των επενδυτών. Η αμοιβαία αναγνώριση των θεσμικών οργανισμών είναι η αρχή, αλλά η εναρμόνιση και η ολοκλήρωση της δομής των θεσμικών πλαισίων των κρατών-μελών θεωρείται, επίσης, απαραίτητη. Ήδη από το 1985 άρχισαν οι σχετικές ενέργειες, χωρίς όμως άμεσα και συγκεκριμένα αποτελέσματα καθώς έγινε προφανές ότι η πλήρης εναρμόνιση αναγκαστικά οδηγεί σε μεγαλύτερη γραφειοκρατία και υψηλότερο κόστος λειτουργίας. Ωστόσο, η ανάγκη εναρμόνισης του θεσμικού πλαισίου είναι επιτακτική. Η επιτροπή Cecchini (1988) για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αναλύοντας τις συνέπειες της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών στο πλαίσιο των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, υποστηρίζει ότι τα οφέλη θα είναι της τάξης των 22000 εκατομμυρίων ECU για τις χώρες-μέλη.

Η μέχρι σήμερα πρακτική στη διεθνοποίηση των ρυθμιστικών πλαισίων αντανακλάται σε δύο βασικούς πόλους: την *προσέγγιση της εναρμόνισης* (Harmonization or convergence of national standards) της *Securities and Exchange Commission* (SEC) των ΗΠΑ και την *προσέγγιση της αμοιβαίας αναγνώρισης κανόνων* που προωθείται στην Ευρωπαϊκή Ένωση (reciprocity-based approach). Η προσέγγιση της ΕΕ ξεκίνησε μεταξύ 1987 και 1989 για τις 12 χώρες-μέλη, ενώ η προσέγγιση των ΗΠΑ καλλιεργείται εδώ και 5 χρόνια μόνον με την αγορά του Καναδά, το ρυθμιστικό πλαίσιο του οποίου είναι πολύ κοντά σε αυτό της SEC (Mahoney, Spring 1991).

Υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές μεταξύ των ρυθμίσεων που διέπουν τις εθνικές κεφαλαιαγορές (Συριόπουλος, 1999). Σύμφωνα με τη δεύτερη προσέγγιση, η προσπάθεια γίνεται προς την κατεύθυνση ενός κοινού προτύπου σύγκλισης μέσω της συρρίκνωσης των διαφοροποιήσεων στις αντικρουόμενες και πλεονάζουσες εθνικές ρυθμίσεις των κρατών-μελών. Αντίθετα, η προσέγγιση της SEC εστιάζεται στην *ad hoc* εναρμόνιση της εθνικής νομοθεσίας. Αυτή η προσέγγιση απαιτεί είτε οι εθνικές κανονιστικές ρυθμίσεις να είναι εφάμιλλες (κατάσταση που δεν είναι δυνατή πρακτικά, υπό τις υπάρχουσες συνθήκες) είτε κάποιες από αυτές να δεχθούν να 'υποταχθούν' στη φιλοσοφία του ρυθμιστικού-κανονιστικού πλαισίου μιας μεταξύ πολλών ρυθμίσεων. Ύστερα, η προσέγγιση της SEC μοιάζει μη-ρεαλιστική στην επίλυση του προ-

βλήματος των πλεονασματικών ρυθμίσεων σε διεθνή κλίμακα. Πράγματι, τα κύρια χρηματοοικονομικά κέντρα έχουν διαφορετική δομή στο ρυθμιστικό τους πλαίσιο. Η εναρμόνιση τους προς ένα κοινό σημείο, όπως προτείνει η φιλοσοφία της SEC, απαιτεί μεγάλη συνεργασία μεταξύ τους, πράγμα που φαίνεται μη-πραγματοποιήσιμο προς το παρόν. Συγχρόνως, η προσέγγιση της ΕΕ αποφεύγει τις περιπτώσεις όπου υπάρχουν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των διαφόρων εθνικών ρυθμίσεων, ενθαρρύνοντας την σύνθεση απόψεων στο πλαίσιο του ανταγωνισμού μεταξύ των ρυθμιστικών πλαισίων.

Βεβαίως, από την τελευταία παρατήρηση γίνονται εμφανείς και οι ορισμένοι κίνδυνοι της προσέγγισης της ΕΕ. Οι κίνδυνοι αυτοί αναφέρονται ως “*regulatory arbitrage*”, δηλαδή ως την διαδικασία σύμφωνα με την οποία οι συμμετέχοντες στην αγορά (κυρίως οι εκδότριες εταιρίες, αλλά και οι άλλοι συμμετέχοντες) θα προσανατολίζονται προς αγορές με λιγότερο αυστηρούς περιορισμούς. Αυτή η ανταγωνιστική πίεση προς τις εμποπτικές αρχές θα τις οδηγήσει στην άμβλυνση και, αργότερα, στην εξάλειψη των ρυθμιστικών περιορισμών των αγορών τους. Παρόλο που η κριτική αυτή είναι δικαιολογημένη, θα πρέπει, ωστόσο, να ληφθούν υπόψη δύο επιπλέον παράγοντες. Πρώτον, ακόμα και με δεδομένη την απουσία περιορισμών και ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων, οι επενδυτές πάντα θα συνεχίζουν να σερφάρουν στις διεθνείς αγορές για επενδυτικές ευκαιρίες. Δεύτερον, η υπάρχουσα κατάσταση παρέχει την ευκαιρία για τις εμποπτικές αρχές να πείσουν τους συμμετέχοντες ότι οι κανόνες και οι ρυθμίσεις που επιβάλλουν στις αγορές που εμποτεύουν, έχουν σαν αποτέλεσμα την αποτελεσματικότητά τους.

Από την άλλη, σαν θετικό σημείο στην προσέγγιση της SEC έχει σημειωθεί το γεγονός ότι βοηθάει τους επενδυτές στην λήψη στοιχείων και πληροφοριών για τις εταιρίες σε τυποποιημένη μορφή, βοηθώντας με αυτόν τον τρόπο τη συγκριτική ανάλυση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων. Ενώ η αποδοχή κοινών λογιστικών προτύπων είναι σημαντική, δεν θα πρέπει να υπερεκτιμάται η σημασία της. Η εφαρμογή κοινού λογιστικού προτύπου συνοδεύεται από τον κίνδυνο μη επαρκούς ευελιξίας των λογιστικών κανόνων, τη έλλειψη διαφάνειας ειδικών πληροφοριών.

Αναφορικά προς την κατάλληλη διευθέτηση των διασυνοριακών συναλλαγών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναζήτησε, μέσω της έκδοσης ‘υποχρεωτικών’ για τα κράτη-μέλη οδηγιών, την κοινή εφαρμογή κανόνων. Αυτό επετεύχθη, κυρίως, μέσω της Investment Services Directive (ISD), η οποία αρχικά εκδόθηκε την 10η Μαΐου 1993 ενώ έκτοτε υποβλήθηκε σε κάποιες αναθεωρήσεις.

Η ISD περιγράφει διάφορους κανόνες και αρχές οι οποίες θα πρέπει να εφαρμόζονται κατά τη λειτουργία των εταιριών που προσφέρουν διασυνοριακά τις επενδυτικές τους υπηρεσίες. Βέβαια, ενώ η παραπάνω οδηγία έχει σα στόχο την ελεύθερη κίνηση των επενδυτικών δραστηριοτήτων εντός της Ευρώπης, παραμένουν οι περιορισμοί για τις εταιρίες που προέρχονται από χώρα που δεν είναι μέλος της ΕΕΑ. Επίσης, καταβάλλονται ακόμα προσπάθειες, ώστε η θέσπιση κανόνων δεοντολογίας να είναι αμοιβαίως συμβατοί.

Η απελευθέρωση των αγορών αυξάνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και η ανάγκη αυτή οδηγεί στη διαφοροποίηση των υπηρεσιών των οργανισμών και την χρηματοοικονομική καινοτομία. Αυτό υπαγορεύεται από τις δομικές οικονομικές και πολιτικές μεταβολές, από δημοσιονομικές και νομισματικές μεταβολές, από το στάδιο ανάπτυξης του κάθε χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και από τεχνολογικές εξελίξεις και θεσμικές αλλαγές. Η ολοκλήρωση των αγορών και οι αυξημένες απαιτήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, ιδιαίτερα μετά το 1992, οδηγούν στη δημιουργία διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών με πολλά κεφάλαια. Η εξέλιξη της τεχνολογίας αυξάνει την ικανότητα των οργανισμών να κινούνται σε νέες αγορές. Οι επιπτώσεις αυτής της εξέλιξης είναι σημαντικές και στην αποτελεσματικότητα των αγορών (market efficiency), μέσω της πρόσβασης στο σύνολο των (συγκρίσιμων, πλέον) πληροφοριών.

Στις εξελίξεις αυτές, έρχεται να προστεθεί η καθοριστική επίδραση της ανάπτυξης της πληροφορικής και του διαδικτύου (Internet) με αποτέλεσμα την ανάπτυξη μίας πλήρως αποκεντρωμένης παγκόσμιας μη-ρυθμιζόμενης αγοράς, καθοδηγούμενης σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στην τεχνολογία και όχι από τις παραδοσιακές παρεμβάσεις των τραπεζιτών, πολιτικών ή οικονομολόγων.

Συνεπώς, η εγκαθίδρυση ενός αποτελεσματικού θεσμικού εποπτικού και ελεγκτικού πλαισίου αποτελεί σημαντική παράμετρο για την κατανόηση και έλεγχο των χρηματοοικονομικών εξελίξεων. Μάλιστα, άλλοι υποστηρίζουν ότι οι ραγδαίες τεχνολογικές και θεσμικές μεταβολές θα έχουν σημαντικές επιπτώσεις όχι μόνο στη δημιουργία νέων πολυπλοκότερων καινοτομικών χρηματοοικονομικών προϊόντων και, συνεπώς, στην πρακτική της διαχείρισης του κινδύνου, αλλά και στην ίδια τη φύση και λειτουργία των εταιριών και γενικότερα του καπιταλιστικού συστήματος (Freeman, 1994).

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, με δεδομένα τα οφέλη και τους κινδύνους που φέρνει μαζί της, αποτελεί συγχρόνως τον εφιάλτη των εποπτικών

αρχών διεθνώς. Ο Stiglitz (1998), σε πρόσφατη ομιλία του στην Παγκόσμια Τράπεζα, αναγνωρίζει ότι βρισκόμαστε μπροστά σε μία νέα παγκόσμια οικονομική κατάσταση. Ωστόσο, δεν διαθέτουμε ακόμη διεθνείς θεσμούς με επαρκές κύρος και ρυθμιστικές εξουσίες που να ρυθμίζουν το παγκόσμιο εμπόριο, τη διεθνή χρηματοοικονομική δραστηριότητα και ανταγωνισμό. Η εγκατάλειψη των επιμέρους ιδεολογιών και απλουστευμένων υποδειγμάτων θεωρείται ως επιβεβλημένη με απώτερο σκοπό την ισότιμη εναρμόνιση μεταξύ των φιλοσοφιών εποπτείας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών.

Όμως, ο Spraventa (1998), θέτει τρεις αρχές που θα μπορούσαν να βοηθήσουν προς αυτή την κατεύθυνση: (α) πρέπει να γίνει αποδεκτό ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη και ότι η ελεγχόμενη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων είναι απαραίτητη συνθήκη χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. (β) πρέπει οι μορφές κίνησης κεφαλαίων να διαφοροποιηθούν με κύριο προσανατολισμό την μακροπρόθεσμη επένδυση. Πράγματι, τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών έχουν δείξει ότι η βραχυπρόθεσμη και μη-ελεγχόμενη κίνηση κεφαλαίων δεν βοηθά στην ανάπτυξη και, επιπλέον, συσχετίζεται με γεγονότα που οδηγούν σε αναταραχές και κρίσεις. (γ) πρέπει να γίνει αποδεκτό ότι η διαδικασία απελευθέρωσης των αγορών - και ιδίως των αναδυόμενων κεφαλαιαγορών - οφείλει να είναι προσεκτική και σταδιακή, ώστε να συμβάλλει στην υγιή χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Αναφορές

- Bank of International Settlements, *“Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries”* (The Fisher Report), September 1994
- Bank of International Settlements (1997a), *The Year 2000: A Challenge for Financial Institutions and Bank Supervisors*, September
- Bank of International Settlements (1997b), *Surveys of Disclosures About Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, (Report of the BIS and IOSCO), November 1997
- Bank of International Settlements (1998), *International Banking and Financial Markets Developments*, Οκτώβριος
- Bank of England, *“Derivatives. Report of an Internal Working Group”*, April 1993
- Cecchini, J. et al. (Cecchini Report): *“The Economics of 1992”*, *European Economy*, No. 35, March, 1988
- Clark, A., *“Derivatives: A Regulators Perspective”*, *Economic Notes*, 2, pp. 425-440, 1997.

- Commodity Futures Trading Commission, “*OTC Derivatives Markets and Their Regulation*”, Report, October 1993.
- Culp, C. and Hanke S., “Derivatives Dingbank”, *International Economy*, August, 1994.
- De Boissieu, Ch., “Derivatives Markets and Systemic Risks”, *The European Journal of Finance*, 1, pp. 57-68, 1995.
- Faulkers-Landau, D. and Steinherr, A., “The Wild Beast of Derivatives: to be Chained Up, Lenced In or Tamed?” *Finance and International Economy*, vol. 8, The AMEX Bank Review Awards, Oxford University Press, 1994.
- Freeman, A., “The Future of Finance: Capitalism Without Owners?”, in American Express Bank (ed) *Finance and the International Economy*, Oxford University Press, 1994, pp. 28-42.
- Kane, E., “Accelerating Inflation, Technological Innovation and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation”, *Journal of Finance*, May, 1981
- Mahoney, P. “Regulation of International Securities Issues”, *Regulation*, 14(2), Spring 1991
- Miller, M., Speech Before the Annual General Meeting of the International Swaps and Derivatives Association (ISDA), 17th March, 1991
- Santomero, A. and Watson, R., “Determining the Optimal Capital Standard for the banking Industry”, *Journal of Finance*, December, 1977.
- Spavenda, L. (1998), “Cross-Border Investment Flows and the Stability and Development of Markets”, *Proceedings, IOSCO Annual Conference*, Nairobi, 12-18 Sept. 1998
- Συριόπουλος, Κ., *Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου*, Εκδόσεις του Ελληνικού Ανοικτού Πανεπιστημίου, Απρίλιος 1999.
- The Group of Thirty, “Derivatives: Practices and Principles”, Global Derivatives Study Group, July 1993.

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΑ

Δύναμις της Ύψους



Θ. ΜΑΡΙΟΛΗΣ - Γ. ΣΤΑΜΑΤΗΣ

Ο.Ν.Ε. ΚΑΙ ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Ο παρών τόμος συγκεντρώνει, υπό τον τίτλο *Ο.Ν.Ε. και Νεοφιλελεύθερη Πολιτική*, δεκαπέντε άρθρα, τα οποία προσδιορίζουν και αναπτύσσουν τις υφιστάμενες αμείβομες σχέσεις ανάμεσα στην ακολουθούμενη νεοφιλελεύθερη οικονομική πολιτική και την Ο.Ν.Ε. από τη μια πλευρά και την παρούσα οικονομική κρίση από την άλλη.

Το Μέρος I (: *Βασικά Θεωρητικά Ζητήματα*) προσδιορίζει αναλυτικά τη βάση, το περιεχόμενο και το χαρακτήρα της παρούσας κρίσης. Αποδεικνύει περαιτέρω ότι η κυριαρχία των νεοφιλελεύθερων αντιλήψεων καθ' εαυτή και η επακόλουθη προώθηση σχεδίων οικονομικής-νομισματικής ολοκλήρωσης, αφ' ενός συνιστούν συμπτώματα της προαναφερθείσας κρίσης και αφ' ετέρου εμφανίζονται κατ' ανάγκη ως η μοναδική στρατηγική υπέρβασής της. Τέλος, αναδεικνύει τα εγγενή όρια και τις αντιφάσεις της στρατηγικής αυτής.

Το Μέρος II (: *Όψεις Νεοφιλελεύθερης Πολιτικής*) συσχετίζει άμεσα τη νεοφιλελεύθερη πολιτική με την παρούσα κρίση: προσεγγίζει και ερμηνεύει με συγκεκριμένες αναφορές στην εμπειρική πραγματικότητα την εν λόγω πολιτική, τους στόχους, τις επιπτώσεις και τις ασυνέπειές της. Παράλληλα ανασκευάζει τις βασικές εκείνες θεωρητικές προτάσεις, στις οποίες εδράζονται τόσο η ίδια η νεοφιλελεύθερη πολιτική όσο και τα ιδεολογήματα που αυτή προάγει.



ΓΙΩΡΓΟΣ ΣΤΑΜΑΤΗΣ

ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

Ο εν λόγω τόμος πραγματεύεται ορισμένα θεμελιώδη προβλήματα της μαρξιστικής θεωρίας της αξίας και του κέρδους. Συγχρόνως αποτελεί, από ούτως ειπείν τεχνική άποψη, και μια εισαγωγή στα γραμμικά συστήματα παραγωγής.

Οι τρεις εργασίες του 1ου Μέρους αναφέρονται στο λεγόμενο πρόβλημα του μετασχηματισμού των αξιών σε τιμές. Στην πρώτη από αυτές δείχνουμε ότι ο συνήθης μετασχηματισμός των αξιών σε τιμές παραγωγής είναι – ακόμη κι αν είχε νόημα – αδύνατος και αναπτύσσεται εν συντομία τι σημαίνει στην πραγματικότητα ο μετασχηματισμός των αξιών σε τιμές. Οι άλλες δύο εργασίες του 1ου Μέρους αναφέρονται στη λεγόμενη *new solution* του προβλήματος του μετασχηματισμού, την οποία έδωσαν ο Foley και άλλοι και η οποία απασχολεί για περισσότερα από 15 χρόνια τους μαρξιστές οικονομολόγους διεθνώς. Δείχνεται ότι η *new solution* βασίζεται σε παρανοήσεις στοιχειωδέστατων πραγμάτων και ότι κάθε περαιτέρω συζήτηση πάνω σ' αυτήν είναι άγονη.

- Ζωοδ. Πηγής 21 & Τζαβέλλα 1, 106 81 Αθήνα. Τηλ.: 3302033, 3301792 - fax: 3817001
- Γ. Γενναδίου 6, 106 78 Αθήνα. Τηλ.: 3817826 - fax: 3836658
- Στοά Ορφέως, Στοά Βιβλίου, Πεσμαζόγλου 5, 105 59 Αθήνα. Τηλ.: 3211246
Θεσσαλονίκη:
- Κ. Μελενίκου 30, 546 35. Τηλ.: 245222, 245950 - fax: 245222

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΑ

Δύναμη της γνώσης

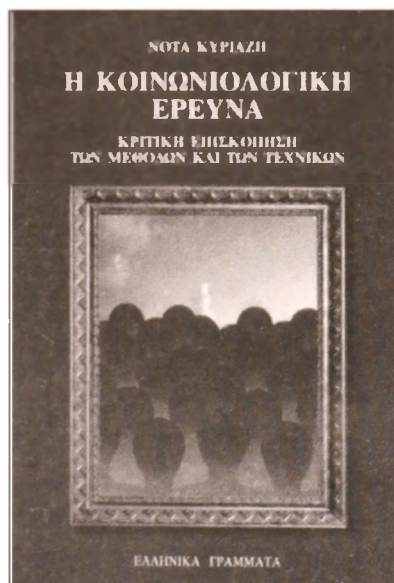


IAN CRAIB

ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ

Η δεύτερη αναθεωρημένη έκδοση της γνωστής εισαγωγής του Ίαν Κρέιμπ στη σύγχρονη κοινωνική θεωρία προσφέρει μια κριτική επισκόπηση των σχετικών θεωρητικών προσεγγίσεων, με βασικό κριτήριο την εννοιολογική διάσταση δράσης και δομής. Στο Πρώτο Μέρος του βιβλίου, προσδιορίζονται οι στόχοι και τα προβλήματα της κοινωνικής θεωρίας. Το Δεύτερο Μέρος ασχολείται με τις θεωρίες δράσης (δομολειτουργισμό, νεολειτουργισμό, θεωρία συγκρούσεων, θεωρία ορθολογικής επιλογής, συμβολική διαντίδραση, φαινομενολογική κοινωνιολογία, εθνομεθοδολογία και θεωρία δομοποίησης). Το Τρίτο Μέρος αναφέρεται στις θεωρίες δομής και τις διακλαδώσεις τους (δομισμός, δομομαρξισμό, μεταδομισμό, μεταμοντερνισμό). Το Τέταρτο Μέρος εξετάζει την κριτική θεωρία και το έργο του

Χάμπερμας, ενώ στο Συμπέρασμα του βιβλίου αποτιμώνται συνολικά οι σχετικές αρετές και αδυναμίες των επιμέρους προσεγγίσεων.



NOTA KYRIAZH

Η ΚΟΙΝΩΝΙΟΛΟΓΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

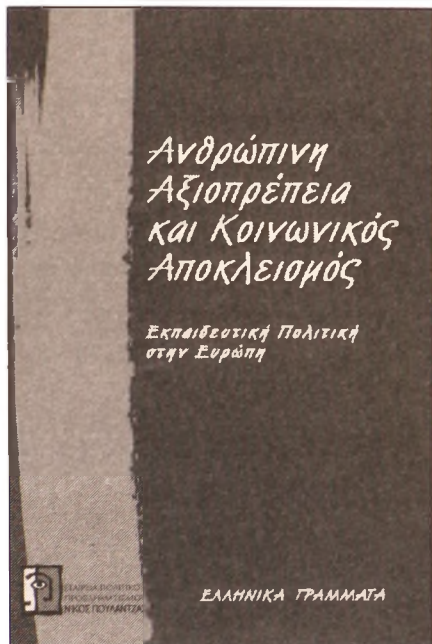
Σκοπός του βιβλίου είναι η παρουσίαση των βασικών μεθόδων και τεχνικών της κοινωνιολογικής έρευνας με έμφαση στις θεωρίες και στις τεχνικές του παραδοχές και στις περιπτώσεις τους στη συγκέντρωση, στην οργάνωση και στην ερμηνεία των εμπειρικών δεδομένων. Η βασική θέση που αναπτύσσεται είναι ότι τα στοιχεία που επιλέγονται σχετικά με το υπό έρευνα θέμα, οι εννοιολογικές κατηγορίες στις οποίες εντάσσονται και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη σχετική ανάλυση είναι εν μέρει συνάρτηση της θεωρητικής προσέγγισης που καθοδηγεί την έρευνα σε διαπλοκή με τις ερευνητικές πρακτικές που χρησιμοποιούνται. Η θέση αυτή αναδύεται μέσα από την παρουσίαση και την κριτική ανάλυση της έρευνας με τυποποιημένα ερωτηματολόγια και στατιστικές μεθόδους, της συνέντευξης, της συμμετοχικής παρατήρησης, της ανάλυσης περιεχομένου και

της ιστορικής-συγκριτικής προσέγγισης. Το βασικό συμπέρασμα που συνάγεται είναι ότι η πολλαπλότητα και η αλληλεπίδραση των επιπέδων της κοινωνικής πραγματικότητας επιζητεί συνδυασμό διαφορετικών μεθόδων για την πιο αποτελεσματική διερεύνηση των μηχανισμών μέσω των οποίων αυτά διασυνδέονται.

- Ζωοδ. Πηγής 21 & Τζαβέλλα 1, 106 81 Αθήνα. Τηλ.: 3302033, 3301792 - fax: 3817001
 - Γ. Γενναδίου 6, 106 78 Αθήνα. Τηλ.: 3817826 - fax: 3836658
- Στοά Ορφέως, Στοά Βιβλίου, Πεσμαζόγλου 5, 105 59 Αθήνα. Τηλ.: 3211246
Θεσσαλονίκη:
 - Κ. Μελενίκου 30, 546 35. Τηλ.: 245222, 245950 - fax: 245222

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΑ

Δύναμη της γνώσης



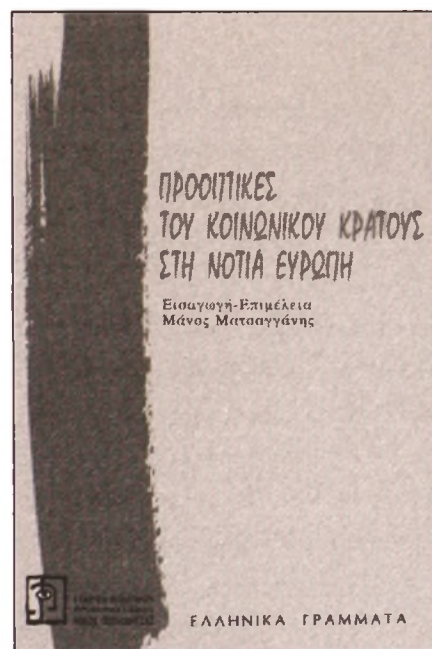
ΑΝΘΡΩΠΙΝΗ ΑΞΙΟΠΡΕΠΕΙΑ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΣ ΑΠΟΚΛΕΙΣΜΟΣ

Γιατί σήμερα ο κοινωνικός αποκλεισμός παίρνει απρόβλεπτες διαστάσεις και θέτει σε αμφισβήτηση το προοδευτικό, δημοκρατικό λεκτικό της εποχής και του πολιτισμού μας; Γιατί η ανθρώπινη αξιοπρέπεια ως αξία κοινωνική προλαμβάνει τη δημιουργία κοινωνικών αποκλεισμών; Γιατί πρέπει να αναζητώνται οι αξίες πρώτα και μετά να διαμορφώνονται οι πολιτικές που θα υπηρετήσουν αυτές τις αξίες;

Με ποιους συγκεκριμένους τρόπους η σύνδεση των κοινωνικών με τα ανθρώπινα δικαιώματα διευκολύνει τη συνολική κοινωνική –και κατ'επέκταση την οικονομική– ανάπτυξη;

Με ποιους συγκεκριμένους τρόπους η εκπαίδευση, αποδομώντας προκαταλήψεις και προϋδεάσεις, οικοδομεί τη βούληση, το ύφος και τις αξίες για κοινωνίες πολιτών πιο ισότιμες σε δικαιώματα, πιο περιεκτικές σε διαφορετικούς πολιτισμούς, πιο ελεύθερες από φαινόμενα και διεργασίες αποκλεισμού.

Με σαφή επιστημονικό αλλά εξίσου γλαφυρό και κατανοητό τρόπο πραγματεύεται το «Ανθρώπινη Αξιοπρέπεια και Κοινωνικός Αποκλεισμός» αυτά τα ερωτήματα μεταξύ άλλων.



ΜΑΝΟΣ ΜΑΤΣΑΓΓΑΝΗΣ (επιμ.) ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ ΣΤΗ ΝΟΤΙΑ ΕΥΡΩΠΗ

Οι προοπτικές του κοινωνικού κράτους είναι από τα ελάχιστα θέματα που μπορούν να αναμοχλεύουν πολιτικά πάθη σε αυτό το τέλος του αιώνα. Το κοινωνικό κράτος, μαζί με τη μεικτή οικονομία αγοράς και ένα πολιτικό σύστημα που εγγυάται τις ελευθερίες του πολίτη, αποτελεί στοιχείο της κοινής πολιτιστικής κληρονομιάς των λαών της Ευρώπης, που κάνει τις κοινωνίες τους να μοιάζουν μεταξύ τους και να διαφέρουν από αυτές της Βόρειας Αμερικής, της Άπω Ανατολής, του Νότιου Ειρηνικού.

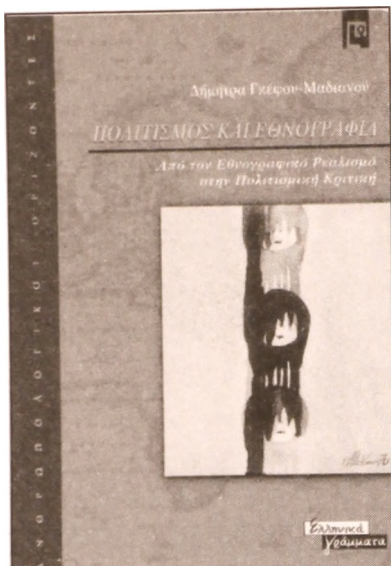
Η υψηλή ποιοτική στάθμη των κειμένων, η θεματική εμβέλεια των προσεγγίσεων, η διεπιστημονικότητα των συγγραφέων αλλά και το εύρος των αντιλήψεων που εκφράζουν χαρακτηρίζουν το συλλογικό αυτό έργο. Ο τόμος φιλοξενεί όλες τις ψυχές της σύγχρονης αριστεράς: από τη ριζοσπαστική παράδοση στον «κοινωνικό μεταρρυθμισμό» και από

τις διεκδικήσεις των συνδικάτων στα προγράμματα της κυβερνητικής αριστεράς. Οι συγγραφείς δεν κρύβουν τις συμπάθειές τους, με αποτέλεσμα μια συναρπαστική ανταλλαγή απόψεων που έχει ως τελικό κριτή τον αναγνώστη.

- Ζωοδ. Πηγής 21 & Τζαβέλλα 1, 106 81 Αθήνα. Τηλ.: 3302033, 3301792 - fax: 3817001
 - Γ. Γενναδίου 6, 106 78 Αθήνα. Τηλ.: 3817826 - fax: 3836658
- Στοά Ορφέως, Στοά Βιβλίου, Πεσμαζόγλου 5, 105 59 Αθήνα. Τηλ.: 3211246
Θεσσαλονίκη:
 - Κ. Μελενίκου 30, 546 35. Τηλ.: 245222, 245950 - fax: 245222

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΑ

Δύναμις της Ύψους

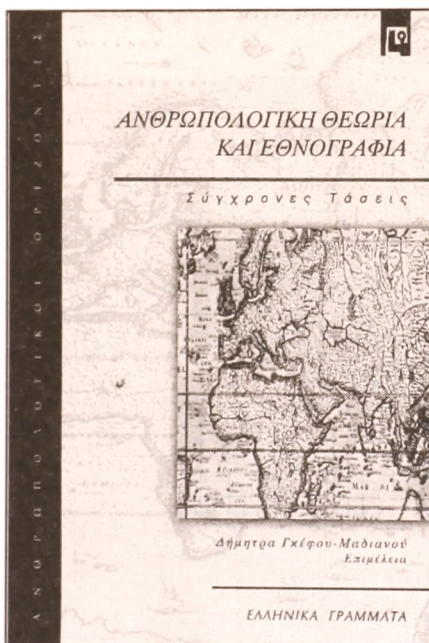


ΔΗΜΗΤΡΑ ΓΚΕΦΟΥ-ΜΑΔΙΑΝΟΥ ΠΟΛΙΤΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΘΝΟΓΡΑΦΙΑ

Το βιβλίο αυτό παρακολουθεί τις περιπέτειες και τους μετασχηματισμούς δύο βασικών εννοιών της ανθρωπολογίας: του πολιτισμού και της εθνογραφίας, έννοιες που η αμφισβήτησή τους έχει οδηγήσει την ανθρωπολογία σε κρίσιμη καμπή. Και φαίνεται ότι τα πιθανά μονοπάτια εξόδου από την κρίση θα χαραχθούν αναγκαστικά μέσα από τις δύο αυτές έννοιες, καθώς αυτές διευρύνονται και μεταβάλλονται συνεχώς για να συλλάβουν όσο το δυνατόν πιστότερα και ακριβέστερα την κοινωνική πραγματικότητα.

Μέσα από αυτή τη διαδικασία σκιαγραφείται ο τρόπος με τον οποίο η έννοια πολιτισμός συνομιλεί με την έννοια κοινωνία· και πώς, μέσα από το διάλογο αυτό, προκύπτουν νέες έννοιες/εργαλεία, όπως πρακτική, λόγος, δύναμη και εξουσία που επιδρούν άμεσα στον τρόπο με τον οποίο εφαρ-

μοζείται η εθνογραφία τόσο ως ερευνητική διαδικασία και μέθοδος όσο και ως τρόπος γραφής.



ΔΗΜΗΤΡΑ ΓΚΕΦΟΥ-ΜΑΔΙΑΝΟΥ (επιμ.) ΑΝΘΡΩΠΟΛΟΓΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΕΘΝΟΓΡΑΦΙΑ

Η δεκαετία του 1980 καθιερώθηκε ως δεκαετία της Πολιτισμικής Κριτικής για την ανθρωπολογία και ο αντίκτυπός της ήταν μεγάλος. Το νέο στοιχείο που το ρεύμα αυτό επέβαλε και κατακύρωσε είναι η επίγνωση ότι στη μελέτη μιας κοινωνίας κάθε προσέγγιση είναι μερική και επομένως αναπόφευκτα μερική είναι και η γνώση που προκύπτει για τον συγκεκριμένο κάθε φορά «κόσμο».

Με βάση αυτή την πεποίθηση, ο περιορισμός του εύρους της προσέγγισης καθώς και της κλίμακας της θεώρησης έδωσε έμφαση στα ιστορικά και πολιτικά συμφραζόμενα του μερικού, ανάγοντας έτσι τις «μερικές αλήθειες» σε μια από τις θεμελιώδεις αρχές της ανθρωπολογίας. Έτσι, η ανθρωπολογική θέαση, ενώ χάνει σε έκταση κερδίζει σε βάθος, σαν αυτή του εκτιμητή πολυτίμων λίθων, ο οποίος βλέπει το αντικείμενό του μέσα από ειδικό φακό που του επιτρέπει την παρατή-

ρηση από διαφορετικές οπτικές γωνίες.

Δείγματα της ποικιλίας και του πολυσύνθετου μωσαϊκού που κατέληξε να είναι ο σύγχρονος ανθρωπολογικός λόγος αποτελούν και τα κείμενα που περιλαμβάνονται στον τόμο. Η γεωγραφική εξάπλωση των εθνογραφικών παραδειγμάτων εκτείνεται από την Ισλανδία μέχρι τη Μαδαγασκάρη και τη Μελανησία, με ενδιάμεσους σταθμούς την Πολωνία και το Ιράν, αλλά με κεντρικό πυρήνα την Ελλάδα και τη Μεσόγειο.

- Ζωοδ. Πηγής 21 & Τζαβέλλα 1, 106 81 Αθήνα. Τηλ.: 3302033, 3301792 - fax: 3817001
- Γ. Γενναδίου 6, 106 78 Αθήνα. Τηλ.: 3817826 - fax: 3836658
- Στοά Ορφέως, Στοά Βιβλίου, Πεσμαζόγλου 5, 105 59 Αθήνα. Τηλ.: 3211246
Θεσσαλονίκη:
- Κ. Μελενίκου 30, 546 35. Τηλ.: 245222, 245950 - fax: 245222