

ΡΥΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ: Η ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ Η ΓΕΝΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ 1996-2004

Σταύρος Β. Θωμαδάκης
Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών
πρώην Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

A. Εισαγωγή

Όταν διδάσκουμε τους φοιτητές μας για την αγορά κεφαλαίου, μιλούμε συνήθως για μία αυτο-ρυθμιζόμενη αγορά που επιτυγχάνει καταστάσεις ισορροπίας. Οι τιμές των διαπραγματεύσιμων τίτλων υπακούουν σε θεμελιώδεις αρχές όπως η αρχή της ενιαίας τιμής (law of one price), η αρχή της πλήρους ενσωμάτωσης πληροφοριών (full information price), ή η αρχή της ανταπόκρισης στον κίνδυνο (risk – return tradeoff). Η κλασική χρηματοοικονομική θεωρία αποδέχεται χωρίς συζήτηση αυτές τις θεμελιώδεις αρχές και ασχολείται με την ανάπτυξη υποδειγμάτων ισορροπίας σε αγορές μετοχών και ομολογιών και την εξαγωγή αποτιμήσεων αυτών των τίτλων και των άπειρων παραγώγων τους. Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς εδράζεται στην ικανότητα ταχείας επίτευξης αποτιμήσεων που ενσωματώνουν τις θεμελιώδεις αρχές και εξαφανίζουν τις καταστάσεις ανισορροπίας. Αυτή είναι η θεωρητική βάση της αυτο – ρυθμιζόμενης αγοράς. Ωστόσο, η ιστορική εμπειρία αμφισβητεί την βάση αυτή λόγω των μεγάλων περιπλανήσεων των τιμών και των μειζόνων ασταθειών που παρατηρούνται.

Από την πλευρά της θεωρίας η έννοια της αυτο – ρύθμισης έχει ιστορικό βάθος στην εξέλιξη των ιδεών της πολιτικής οικονομίας. Ειδικά για την κεφαλαιαγορά, η αυτο – ρύθμιση βρήκε την πύο εξελιγμένη της αποτύπωση στην Υπόθεση της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς (Efficient Market Hypothesis) [Fama, 1970]. Η Υπόθεση αυτή, η οποία τα τελευταία σαράντα χρόνια έχει βασανισθεί από χιλιάδες εμπειρικές δοκιμασίες, είναι μία θεωρία άριστης προσαρμογής της αγοράς, όπου οι τιμές μεταβάλλονται απρόβλεπτα και τα κέρδη από τις συναλλαγές δεν κατορθώνουν να υπερβούν την ανταγωνιστική απόδοση του κεφάλαιου. Η Υπόθεση Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς συνδυάζει τις λειτουργικές αρετές του τέλειου ανταγωνισμού με την αυστηρότητα του ορθολογισμού στον σχηματισμό των προσδοκιών. Αποτελεί ίσως το πιο επεξεργασμένο, αλλά εύθραυστο όπως θα δούμε, κομψοτέχνημα της νεοκλασικής θεωρίας.

Στο αυστηρό πλαίσιο της Υπόθεσης Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς δεν έχει λόγο ύπαρξης. Ο αείμνηστος George Stigler έγραφε πριν από σαράντα χρόνια ότι «.. η καλύτερη προστασία για τον επενδυτή είναι μία αποτελεσματική αγορά». Η γνήσια Ορθολογική Κεφαλαιαγορά δεν έχει ανάγκη από εξωτερικές παρεμβάσεις. Γιατί επομένως να ασχοληθούμε με το ζήτημα της εποπτείας και τι χρειάζεται να ταλαιπωρούμαστε με περιττές σκέψεις που όχι μόνον σπαταλούν διανοητική ενέργεια αλλά μπορεί να αποβούν και

βλαβερές για την αγορά; Πράγματι, μία αυτο – ρυθμιζόμενη αγορά μόνο βλαπτικές συνέπειες μπορεί να υποστεί αν διάφοροι ‘επόπτες’, ‘παρεμβατιστές γραφειοκράτες’ και ‘εξουσιομανείς πολιτικοί’ αρχίσουν να σκαλίζουν, να δημιουργούν προσκόμματα και τελικά να στρεβλώνουν την απρόσκοπτη προσαρμογή των τιμών! Αφού όλοι αυτοί δεν έχουν υψηλότερη προβλεπτική ικανότητα από τους φορείς της αγοράς, δεν μπορούν εξ ορισμού να βελτιώσουν την λειτουργία της, ισχυρίζεται η ορθόδοξη άποψη [Lucas 2009].

Ωστόσο υιοθετώντας μία πιο ιστορική σκοπιά [Kindleberger 1984], αντιμετωπίζουμε το ερώτημα: Πώς συγκροτείται μία αυτο – ρυθμιζόμενη αγορά; Από που αντλεί την ικανότητά της να προσαρμόζεται συνεχώς, να εφευρίσκει νέες ισορροπίες, να διατηρεί την ορμή για συναλλαγές ενώ ταυτοχρόνως αποκλείει την προσδοκία για υπερβάλλοντα κέρδη; Η αυτο – ρυθμιζόμενη αγορά της θεωρίας δεν παραδόθηκε ολοκληρωμένη στους ανθρώπους από την θεία πρόνοια. Αναπτύχθηκε (όσο αναπτύχθηκε) με εξελικτικό τρόπο γύρω από την επιδίωξη υπερκέρδους, όπως τόσοι άλλοι θεσμοί της καπιταλιστικής οικονομίας. Αν η αυτο – ρυθμιζόμενη αγορά ήταν ένα τέλειο προϊόν, η εξελικτική διαδικασία θα είχε περατωθεί και η μόνη πολιτική θα ήταν η διασφάλιση της πλήρους ελευθερίας της. Αυτή περίπτωση ήταν και η άποψη του Stigler και άλλων συναδέλφων του στο πανεπιστήμιο του Σικάγου. Η άποψη αυτή είναι εσφαλμένη. Η κεφαλαιαγορά ως θεσμός εξελίσσεται συνεχώς και η εξέλιξή της ερεθίζεται από τις εμφανείς αποτυχίες της αυτο – ρύθμισης.

Πολλοί αναφέρουν ότι η ρύθμιση είναι ένα σύνολο κανόνων (νόμων, κανονισμών, περιορισμών). Η απλή παρατήρηση μιας σύγχρονης αγοράς δείχνει ότι αυτός ο ορισμός είναι ανεπαρκέστατος. Η ρύθμιση, εκτός από κανόνες, περιλαμβάνει δομές: οργανωτικές υποδομές και εποπτικές υπερδομές. Οι οργανωτικές υποδομές αφορούν την όλη οργάνωση του συστήματος που υποστηρίζει την αγορά: το υπο-σύστημα σχεδιασμού και έκδοσης τίτλων, το υπο-σύστημα πρόσβασης συναλλασσομένων στην αγορά, το υπο-σύστημα διεκπεραίωσης και εκκαθάρισης συναλλαγών. Οι εποπτικές υπερδομές αφορούν στους μηχανισμούς που παράγουν κανόνες, επιβάλλουν την τήρησή τους και ελέγχουν τα αποτελέσματά τους. Και τα δύο αυτά δομικά στοιχεία της ρύθμισης ασκούν βαθειά επίδραση στην λειτουργία της αγοράς. Είναι αδύνατον να μιλούμε και να διδάσκουμε περί αποτελεσματικότητας των αγορών χωρίς ανάλυση της ρύθμισης. Αλλιώς, αυτό που εμφανίζουμε ως ‘θεωρία’ αφορά σε μυθικές κατασκευές αγορών στις οποίες ενεργούν καλοκουρδισμένα φανταστικά ρομπότ.

Όταν αναφερόμαστε στην αυτο – ρύθμιση της αγοράς διαχωρίζουμε δύο περιοχές δράσεων. Μία είναι η ‘θεσμική ρύθμιση’ που αφορά στην ικανότητα της αγοράς ως θεσμού να παράξει το σώμα των κανόνων, οργανωτικών υποδομών και εποπτικών υπερδομών που χρειάζονται για την ομαλή διεκπεραίωση του έργου της αγοράς, δηλαδή των συναλλαγών και τον σχηματισμό τιμών. Η δεύτερη, πολύ επίκαιρη στις μέρες μας, αφορά στην ‘λειτουργική ρύθμιση’, δηλαδή στο αν οι συναλλασσόμενοι μπορούν να αναγνωρίζουν εσφαλμένες αποτιμήσεις και να τις διορθώνουν γρήγορα με συναλλαγές, χωρίς άλλη (εξωτερική) παρέμβαση. Οι δύο όψεις της αυτο – ρύθμισης

συνδέονται αλλά δεν ταυτίζονται. Η θεσμική ρύθμιση αφορά σε συλλογικές πρωτοβουλίες που συγκροτούν θεσμικά στοιχεία. Η λειτουργική ρύθμιση, από την άλλη πλευρά, αφορά στην ικανότητα των ατομικών δράσεων να επιτυγχάνουν εύλογες τιμές και σταθερές ισορροπίες, μέσω της επιδίωξης του κέρδους.

Σχετικά με την Ελληνική θεσμική ιστορία, η κεντρική μου θέση είναι ότι η Ελλάδα μπήκε στην κρίσιμη προενταξιακή περίοδο για την ΟΝΕ με μία κεφαλαιαγορά που ήταν ταυτοχρόνως υποανάπτυκτη και αυτο – ρυθμιζόμενη. Η προοπτική της ένταξης και η επερχόμενη απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου άνοιξαν πελώριες δυνατότητες για την κεφαλαιαγορά, οι οποίες όμως απαιτούσαν σύγχρονη ρύθμιση για την θεμελίωση μιας οργανωμένης αγοράς με διαφάνεια και ασφάλεια συναλλαγών που θα μπορούσε να συμβάλλει στην ανάπτυξη. Αλλιώς ήταν δυνατόν να αναπτυχθεί μεν η αγορά αλλά να προκύψει μία άναρχη κατάσταση ιδιωτικών παρα-αγορών και να βιώσει η χώρα πλήρη διάχυση της παραοικονομίας στην αγορά κεφαλαίου.

Στο επόμενο τμήμα του παρόντος κεφαλαίου θα αναπτύξω θεωρητικές πλευρές των αποτυχιών της ‘αυτο – ρύθμισης’ με αμφότερες τις έννοιες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Στην συνέχεια θα αναπτύξω (και με βάση τα πρότερα θεωρητικά μου επιχειρήματα) την θεμελίωση των σύγχρονων θεσμών ρύθμισης κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα όπως πραγματοποιήθηκε την περίοδο 1995-2004. Θα παραθέσω ειδικότερα τα θεμελιακά στοιχεία του θεσμικού οικοδομήματος που κατασκευάστηκε εκείνη την περίοδο, συνδυάζοντάς τα ευθέως με την θεωρία.

B. Οι Αγύλλειες πτέρνες της ‘αυτο – ρύθμισης’ και η λογική της ρύθμισης

Θεσμική Αυτο - ρύθμιση

Ας έλθουμε πρώτα στο σώμα των κανόνων, των οργανωτικών υποδομών και των εποπτικών υπερδομών. Μπορούν άραγε όλα αυτά τα στοιχεία να παραχθούν από μία διαδικασία αυτο – ρύθμισης; Μπορούν δηλαδή να παραχθούν από την συλλογική δράση των φορέων της αγοράς αποκλειστικά; Η πρώτη (και εύκολη) απάντηση είναι ότι οι φορείς της αγοράς αναγνωρίζουν το συλλογικό τους συμφέρον που είναι η συγκρότηση μιας εύρυθμης αγοράς. Το συλλογικό αυτό συμφέρον επιβάλλει την αυτο – ρύθμιση. Λαμβάνουν λοιπόν αποφάσεις, προβαίνουν σε μεταξύ τους συμφωνίες για την θέσπιση και τήρηση κανόνων και προχωρούν σε επενδύσεις υποδομής για την ασφαλή και αποτελεσματική οργάνωση των συναλλαγών (συστήματα συναλλαγών, συστήματα διακανονισμού, συστήματα θεματοφυλακής κ.λ.π.). Σύμφωνα με την άποψη αυτή, οι συμβατικές δεσμεύσεις μεταξύ των φορέων της αγοράς αποκρυσταλλώνονται σε πάγιες θεσμικές διαρρυθμίσεις που παρέχουν τις απαιτούμενες υποδομές, σώματα κανόνων και υπερδομές. Ωστόσο, η ιστορική εμπειρία αλλά και η ίδια η θεωρία υποδεικνύουν ότι ενώ

πράγματι το συλλογικό συμφέρον των φορέων της αγοράς δημιουργεί ισχυρές ωθήσεις, οι δυνάμεις του ατομικού συμφέροντος εγκλωβίζουν τις ωθήσεις αυτές και ενίοτε τις ανατρέπουν. Ας δούμε ορισμένες ενδιαφέρουσες περιοχές τέτοιων συγκρούσεων.

Η πρώτη δοκιμασία του συλλογικού συμφέροντος των φορέων της αγοράς προέρχεται από το γεγονός ότι οι φορείς αυτοί (χρηματιστές, μεσολαβητές) δεν είναι κλειστός κύκλος αλλά ανοικτό σύνολο. Υπάρχει δηλαδή – και πρέπει να υπάρχει άλλωστε - η δυνατότητα εισόδου νέων μελών και εξόδου παλαιών. Ένας κλειστός κύκλος – ένας στάσιμος δηλαδή αριθμός φορέων - μπορεί σχετικά πίο εύκολα να ορίσει το συλλογικό συμφέρον, να καταναίμει τα βάρη των συλλογικών επενδύσεων και να προστρέξει σε κοινά αποδεκτούς κανόνες και κώδικες καλής συμπεριφοράς. Σε ανοικτά σύνολα όμως αυτές οι διαδικασίες δυσχεραίνονται δυσανάλογα. Αν μεν οι κανόνες και οι οικονομικές τους συνέπειες ορίζονται από τους υφιστάμενους φορείς, διαγράφεται ο κίνδυνος οι κανόνες αυτοί να χρησιμοποιηθούν ως εμπόδια στην είσοδο άλλων [Rajan and Zingales 2004]. Αν δε οι κανόνες προσαρμόζονται στις βουλήσεις των νεοεισερχόμενων, τότε θα κινδυνεύουν να μετατραπούν σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο σώμα που δεν μπορεί να προσφέρει την σταθερότητα μιας συντεταγμένης αγοράς, ιδίως όταν οι ρυθμοί εισόδου είναι υψηλοί, οπότε και η απαιτήσεις ευρυθμίας στην λειτουργία των αγορών είναι ακόμη υψηλότερες [Θωμαδάκης 2004].

Η δεύτερη δοκιμασία του συλλογικού συμφέροντος των φορέων της αγοράς εμφανίζεται στην περιοχή της συμμόρφωσης ή και επιβολής ποινών για την παράβαση των κοινά θεσπισμένων κανόνων. Η επιβολή της συμμόρφωσης συχνότατα, αν όχι πάντοτε, υπερβαίνει την εξουσία που μπορούν να ασκήσουν θεσμοί συλλογικής αυτο – ρύθμισης. Αυτοί που υφίστανται ποινή, ιδίως όταν πρόκειται για αυστηρή ποινή, έχουν ισχυροτατα κίνητρα να την καταπολεμήσουν και να την ακυρώσουν. Οι κανόνες που θεσπίζονται από μία ομάδα ενδιαφερομένων – ας πούμε το συλλογικό όργανο των χρηματιστών ή των τραπεζιτών - έχουν στην πίο ακραία περίπτωση την ισχύ μιας συμβατικής δέσμευσης, ενός ιδιωτικού συμβολαίου. Τα συμβόλαια όμως δεν τηρούνται χωρίς την δυνατότητα προσφυγής σε αρχές με κατασταλτική εξουσία. Ακόμη ο πιο άτεγκτος θεωρητικός της αυτο – ρυθμιζόμενης αγοράς αποδέχεται την ανάγκη δικαστικής ισχύος που θα επιλύει διαφορές και θα έχει την εξουσία να επιβάλει συμμόρφωση [Coase 1960]. Επομένως η «αυτορυθμιζόμενη αγορά» έχει και αυτή ανάγκη έσχατης προσφυγής σε κατασταλτική εξουσία που μόνον μία δημόσια αρχή μπορεί να παρέξει.

Η τρίτη σοβαρή δοκιμασία του συλλογικού συμφέροντος ως μηχανισμού αυτο – ρύθμισης της αγοράς είναι η παραγωγή και διατήρηση της διαφάνειας. Το ατομικό συμφέρον των συμμετεχόντων σε μία κεφαλαιαγορά ρέπει πάντοτε στο να σπεύδει κάποιος να δημοσιοποιεί τα «καλά νέα» και να καθυστερεί να διαδίδει τα «κακά νέα». Αρα τα ατομικά κίνητρα περί την διαφάνεια έχουν σαφώς στρεβλωτικό αποτέλεσμα αν αφεθούν ελεύθερα. Επιπλέον η διαφάνεια ως προς τις τιμές, τις συναλλαγές και τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης σε μία αγορά δεν ωφελεί μόνον τους άμεσα συναλλασσόμενους αλλά το «κοινό» εν γένει. Για παράδειγμα η

αποτίμηση ενός τίτλου επιδρά σε πολλές επιχειρηματικές αποφάσεις, σε ατομικές αριστοποιήσεις, σε δημόσιες επιλογές. Αρα, η διαφάνεια αυτή έχει τον χαρακτήρα δημόσιου αγαθού και υπόκειται στον συνήθη κίνδυνο ότι οι επιλογές των ιδιωτικών φορέων θα τείνουν σε ελλιπή προσφορά αυτού του αγαθού. Για τους λόγους αυτούς οι κανόνες διαφάνειας σε πλείστες αγορές είναι αντικείμενα δημόσιας υποχρεωτικής ρύθμισης. Η δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων, η εφαρμογή κοινά αποδεκτών λογιστικών κανόνων, οι ελεγκτικές διαδικασίες και οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης εταιρικών γεγονότων αποτελούν γνωστά σε όλους παραδείγματα που εκπροσωπούν την υποχρεωτική επιβολή διαφάνειας.

Συμπερασματικά, οι περιπτώσεις αυτές υπογραμμίζουν ότι το συλλογικό συμφέρον των φορέων της αγοράς δεν επαρκεί για να υποστηρίξει το θεσμικό οπλοστάσιο που χρειάζεται η αγορά για να λειτουργήσει. Η ανεπάρκεια αυτή δημιουργεί ευρύτατο πεδίο για την δημόσια ρύθμιση.

Λειτουργική αυτο - ρύθμιση

Ας έλθουμε τώρα στην δεύτερη πλευρά της αυτο - ρύθμισης, δηλαδή στην ικανότητα ατομικών δράσεων που ωθούν τις συναλλαγές να επιτυγχάνουν εύλογες τιμές και σταθερές ισορροπίες. Ουσιαστικά αυτή μορφή της αυτο - ρύθμισης αφορά στην ικανότητα αυτο - διόρθωσης των τιμών όταν παρεκκλίνουν από την ισορροπία, ή γενικότερα από τα 'εύλογα επίπεδα'.

Η αγορά κεφαλαίου είναι ένας 'τόπος' συναλλαγών όπου διακινούνται άυλα πράγματα: μελλοντικές υποσχέσεις πληρωμής. Τα άυλα αυτά πράγματα έχουν ανάγκη συνεχούς διακρίβωσης της αξιοπιστίας τους. Η επαλήθευση της αξιοπιστίας είναι διαδικασία που εξαρτάται από δύο μηχανισμούς. Ο ένας είναι η διαφάνεια που προανέφερα: η αποκάλυψη δηλαδή όλων των παρουσών συνθηκών που προδικάζουν την μελλοντική ικανότητα για την εκπλήρωση των υποσχέσεων. Η θεμελιακή παραδοχή που στηρίζει την διαφάνεια αυτή είναι ότι το τι συμβαίνει στο παρόν (κερδοφορία, σωφροσύνη επενδυτικών επιλογών) είναι καλός οδηγός για το τί πρόκειται να συμβεί στο μέλλον. Όταν όμως κλονισθεί η πεποίθηση ότι το 'σημερινό' είναι καλός καθρέπτης του 'αυριανού' τα προβλεπτικά υποδείγματα των αναλυτών ασθενούν βαρύτατα και η αγορά παραδίδεται σε μεγάλες αστάθειες.

Ο δεύτερος βασικός μηχανισμός επαλήθευσης της αξιοπιστίας είναι η πραγματοποίηση ενδιάμεσων πληρωμών. Πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι πακέτα υποσχέσεων πληρωμών που αναπτύσσονται στο χρόνο. Η κανονική πραγματοποίηση των πληρωμών στους προβλεπόμενους χρόνους αποτελεί όχι μόνον 'καλή εκτέλεση' της υπόσχεσης αλλά και διαβεβαίωση ότι και οι επόμενες υποσχέσεις θα εκτελεσθούν με πιστότητα και ακρίβεια. Η πρόβλεψη για πληρωμές μερισμάτων και τοκοχρεωλυσίων ενσωματώνουν το ισχυρότατο αυτό στοιχείο της σταδιακής σώρευσης επαληθεύσεων της αξιοπιστίας των υποσχέσεων. Όταν όμως κάποιες ενδιάμεσες πληρωμές ματαιωθούν, λόγω δυσπραγίας ή ακόμη και απάτης, πάλι η αγορά παραδίδεται σε αστάθμητες περιπλανήσεις.

Η αβεβαιότητα είναι εγγενής στην κεφαλαιαγορά και δημιουργεί μία συνεχή μεταβλητότητα στις τιμές και μία συνεχή ροή στις δράσεις που καθορίζουν τις τιμές, δηλαδή τις συναλλαγές. Η αυτο – ρυθμιζόμενη ορθολογική κεφαλαιαγορά είναι απόλυτα συμβατή με την μεταβλητότητα. Ομως εμφανίζεται ένα πρόβλημα. Συχνότατα η αβεβαιότητα εκφράζεται μεν *ex post* σε όρους μεταβλητότητας αλλά εμπεριέχει *ex ante* πολλά αστάθμητα στοιχεία [Knight 1921, 2006]. Λόγου χάριν, οι αλληλοσυσχετίσεις μεταξύ αποδόσεων μετοχών – βασικότατο στοιχείο για την στρατηγική επενδύσεων χαρτοφυλακίου - μπορεί να είναι σταθερές για μία μεγάλη περίοδο και αιφνίδια να μεταβληθούν και να τείνουν όλες μαζί σε υψηλές τιμές. Η μεταβολή των τιμών ενός μεγάλου και καλά διαφοροποιημένου χρηματιστηριακού δείκτη μπορεί να επιδεικνύει αιφνίδιες και μεγάλες μεταπτώσεις, αντίθετα από ότι αναμένεται για την στατιστική συμπεριφορά ενός καλά διαφοροποιημένου καλάθιου. Γενικότερα, οι ρωγμές στις συνέχειες και οι αναταράξεις στις στατιστικές ομαλότητες των αγορών αφήνουν πάντοτε να αιωρείται μία αστάθμητη αλλά πιθανοφανής επέλευση εκπλήξεων [Mandelbrot 2004].

Τι σημαίνουν αυτά; Σημαίνουν ότι οι υποσχέσεις μελλοντικών αποδόσεων μπορεί να υποκρύπτουν μεγάλες εκπλήξεις – θετικές ή αρνητικές – και ότι δύσκολα μπορεί κανείς *a priori* να αποκλείσει την αστάθμητη επέλευση ενός μεγάλου πλουτισμού ή ενός πλήρους καταποντισμού, ή τέλος πάντων μίας απροσδόκητης στροφής έστω και αν οι πιθανωτικοί υπολογισμοί από τις εμπειρίες του παρελθόντος δεν αναδεικνύουν τέτια ενδεχόμενα. Αν όμως έτσι έχουν τα πράγματα, η ‘νοοτροπία του χρηματιστηριακού όχλου’ που ονειρεύεται χρηματιστηριακά θαύματα και μεγάλες μπάζες ή μαύρες Παρασκευές δεν ανήκει στον χώρο της δεισιδαιμονίας αλλά εκφράζει μία διαισθητική πιθανοφάνεια. Κατατάσσεται δηλαδή μάλλον στην περιοχή της ‘λαϊκής σοφίας’ παρά της δεισιδαιμονίας. Αυτή η ‘λαϊκή σοφία’ που περιβάλλει τις αγορές κεφαλαίου είναι η αληθινή συνθήκη που επιτρέπει να αναπτύσσεται η λεγόμενη συναισθηματική επενδυτική συμπεριφορά (*investor sentiment*, [Shiller 2000]).

Οι αχίλλειες πτέρνες της αυτο – ρύθμισης εκπορεύονται από αυτή τη μήτρα φαινομένων, από την επέλευση μεγάλων εκπλήξεων, από την μη (πιθανολογικά) μετρήσιμη αβεβαιότητα, από τις ρωγμές στις συνέχειες, από την χρονικά αστάθμητη έξαψη της συναισθηματικής επενδυτικής συμπεριφοράς.

Ας δούμε πιο συγκεκριμένα το θεμελιακό χαρακτηριστικό: η αποτελεσματική αγορά που αυτο – ρυθμίζεται υποθέτει ότι ανεξάρτητα υποκείμενα προβαίνουν σε ορθολογικές πράξεις (δηλαδή επιδίωξη κέρδους) με βάση τις πληροφορίες που συλλέγουν από το περιβάλλον και αξιολογούν ατομικά. Επειδή οι μυριάδες υποκειμενικές εκτιμήσεις διασταυρώνονται σε μία ελεύθερη αγορά η ισορροπία είναι συνισταμένη των εκτιμήσεων αυτών και μεταβάλλεται ομαλά, όπως επιβάλλουν οι στατιστικοί νόμοι των μεγάλων αριθμών και του αθροίσματος των ανεξάρτητων δράσεων. Επιπλέον, οι εσφαλμένες εκτιμήσεις τιμωρούνται με ζημιές και οι ορθές επιβραβεύονται με κέρδη, έτσι ώστε η αγορά να ισορροπεί σε τιμές που αντανακλούν ορθή πληροφόρηση. Θεμελιώδες στοιχείο στην θεωρία της ισορροπίας της κεφαλαιαγοράς είναι

επομένως η ύπαρξη και δράση πολλών ανεξάρτητων βουλήσεων που είναι ικανές να αντισταθμίζουν η μία την άλλη, να ενεργούν ως αντίβαρα στις δράσεις που οδηγούν σε παρεκλίσεις από την ισορροπία, να συγκροτούν τελικά ένα στατιστικό άθροισμα πλήθους αυτεξούσιων υποκειμένων το οποίο επιδεικνύει ομαλές μεταβολές και ήπια ολική μεταβλητότητα.

Θεμελιώδης αδυναμία των θεωριών ισορροπίας της αγοράς κεφαλαίου είναι πως αγνοούν ότι η αγορά είναι αναπόφευκτα ενσωματωμένη σε ένα ευρύτερο πλέγμα κοινωνικών μηχανισμών. Οι κοινωνικοί μηχανισμοί που περιβάλλουν την αγορά παράγουν μυριάδες εξαιρέσεις στην ‘ορθολογική ατομιστική’ συμπεριφορά των συναλλακτών. Παράγουν λόγου χάριν κυκλώματα αλληλεπίδρασης και ανατροφοδότησης. Η ζήτηση που πυροδοτεί νέα ζήτηση αντί για νέα προσφορά, η προσφορά που πυροδοτεί νέα προσφορά αντί για νέα ζήτηση, η μιμητική συμπεριφορά, η κατευθυνόμενη παραγωγή πληροφοριών για την αξιοπιστία των υποσχέσεων, όλα αυτά υποσκιάζουν την ικανότητα λειτουργικής αυτο – ρύθμισης: ακυρώνουν την θεμελιακή ιδιότητα ότι το πλήθος των βουλήσεων στην αγορά καταλήγει σε στατιστικό άθροισμα ανεξάρτητων συμπεριφορών.

Δίδω απτές περιπτώσεις φαινομένων που πτοούν την θεωρητική βάση της λειτουργικής αυτο – ρύθμισης. Πρώτη περίπτωση είναι η αλληλεξάρτηση των επενδυτικών πρωτοβουλιών στην αγορά κεφαλαίου όπου αναπτύσσονται φαινόμενα μιμητισμού και ‘αγελαίας συμπεριφοράς’ [Banerjee 1992, Bikhchandani and Sharma 2000]. Με αυτά τα είδη συμπεριφοράς ανατρέπεται η ιδέα του αθροίσματος πλήθους αυτεξούσιων συμπεριφορών. Οι επενδυτές επηρεάζουν ο ένας τον άλλο, κινούνται σε παρόμοιες κατευθύνσεις, αντιγράφουν ο ένας τις παρορμήσεις του άλλου αντί να τις αντισταθμίζουν, διαδίδουν τις απόψεις τους μέσα από το επαγγελματικό ή το ιδιωτικό κουτσομπολιό [Shiller 1995]. Οι επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων τείνουν να αντιγράφουν ο ένας τον άλλον θεωρώντας ότι υπάρχει μία ‘νόρμα’ συμπεριφοράς προς την οποία είναι συμφέρον τους να προσαρμοσθούν. Η προσαρμογή όλων σε μία ‘νόρμα’ ανατρέπει πλήρως την ιδέα του πλήθους των ανεξάρτητων δράσεων που υποστηρίζει θεωρητικά την ισορροπία της αυτο – ρυθμιζόμενης αγοράς. Η παρατήρηση αυτή ανατρέχει στην οξυδερκή διαπίστωση του Keynes που πριν από εβδομήντα χρόνια, γράφοντας την Γενική Θεωρία, παρομοίαζε την κεφαλαιαγορά με διαγωνισμό καλλιστείων, όπου κερδίζει όποιος μαντέψει καλύτερα το πρότυπο ομορφιάς που προτιμά η πλειοψηφία, δηλαδή την ‘νόρμα’ του κάλλους [Keynes 1934].

Δεύτερη περίπτωση είναι η αυτο – τροφοδότηση των τιμών της κεφαλαιαγοράς. Αυτή αφορά σε ένα πιο αυστηρά οικονομικό μηχανισμό : τον ισχυρότατο μηχανισμό δανεισμού για αγορά αξιών και μόχλευσης της επενδυτικής θέσης.

Ο δανεισμός για αγορά αξιών είναι θεμιτός τρόπος για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Ο δανεισμός εξοικονομεί ίδια κεφάλαια και αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση μίας επένδυσης αν η προσδοκώμενη κερδοφορία της υπερβαίνει το επιτόκιο. Αυτό λέγεται μόχλευση. Η μόχλευση αυξάνει την απόδοση αλλά και τον κίνδυνο μιας τοποθέτησης. Όσο περισσότεροι δανείζονται

για να επενδύσουν, τόσο αυξάνεται η ζήτηση και οι τιμές των μοχλευομένων επενδύσεων, π.χ. μετοχών, κατοικιών ή προθεσμιακών συμβολαίων πετρελαίου. Η αύξηση των τιμών όμως επενεργεί μειωτικά στην μετρώμενη μόχλευση: αν η αξία ενός ακινήτου αυξάνει, η επιβάρυνση από το προηγούμενο στεγαστικό δάνειο αναλογικά μειώνεται. Αρα δημιουργείται περιθώριο για περισσότερο δανεισμό. Ο νέος γύρος δανεισμού επιφέρει νέα αύξηση τιμών και ούτω καθεξής. Με τον τρόπο αυτό όμως είναι δυνατόν να εκδηλώνονται μακρές ακολουθίες ανόδου των τιμών χωρίς αντίρροπες δυνάμεις διόρθωσης. Πρόκειται για κλασικό μηχανισμό δημιουργίας ‘φουσκών’ στις τιμές, όπως πρόσφατα στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ και αλλού. (Το επιχείρημα λειτουργεί και αντίστροφα για την περίπτωση της απο – μόχλευσης) [Cooper 2008]. Αρα πάλι η αυτο – ρύθμιση πτοείται.

Οι αποτυχίες της αυτο – ρύθμισης και οι εξωτερικότητες της κεφαλαιαγοράς

Αν πράγματι η αυτο – ρύθμιση υπόκειται σε περιορισμούς και αντιμετωπίζει αποτυχίες, τι πειράζει; Όταν μία επιχείρηση ή ένας επενδυτής από κακή επιλογή ή ατυχία αντιμετωπίσουν δυσκολίες, ακόμη και πτώχευση, τι πρέπει να γίνει; Ο καπιταλισμός και το σύστημα της αγοράς είναι κατ’εξοχήν τρόποι οργάνωσης της οικονομίας που επιτρέπουν ελεύθερα τόσο τον πλουτισμό όσο και την πτώχευση. Αν λοιπόν οι αποτυχίες της αυτο – ρύθμισης οδηγούν σε υπερβολικό πλουτισμό ή σε εκτεταμένες πτωχεύσεις γιατί πρέπει η κεφαλαιαγορά να ‘ελεγχθεί’ και να ‘ρυθμισθεί’ αντίθετα από ότι συμβαίνει σε άλλες αγορές, π.χ. στην αγορά των λαχανικών ή των υποδημάτων;

Η απάντηση σε αυτό το κρίσιμο ερώτημα είναι ότι η κεφαλαιαγορά είναι ένα πελώριο πεδίο εξωτερικοτήτων, δηλαδή αποτελεσμάτων που δημιουργούνται από την ατομική δράση ενός φορέα αλλά εξαπλώνονται άμεσα σε άλλους (ή σε όλους) φορείς της αγοράς και σε άλλους τομείς της οικονομίας. Θεμελιώδης πηγή των εξωτερικοτήτων είναι η πολύπλοκη δικτύωση των φορέων της αγοράς σε πλέγματα χρεώσεων και πιστώσεων. Το υπόβαθρο όλων των εξωτερικοτήτων της κεφαλαιαγοράς είναι το γενικό άυλο αγαθό που ονομάζεται εμπιστοσύνη. Σε υψηλά επίπεδα εμπιστοσύνης οι τιμές και οι συμπεριφορές είναι διαφορετικές από ότι σε χαμηλά επίπεδα εμπιστοσύνης. Η μεγάλη σημασία της εμπιστοσύνης σχετίζεται με το χαρακτηριστικό που ανέφερα στην αρχή: η αξία του εμπορεύματος (δηλαδή των υποσχέσεων πληρωμής) εξαρτάται θεμελιακά από την επαληθευσσιμότητα των υποσχέσεων αυτών.

Η εξωτερικότητες που παράγει μία κεφαλαιαγορά δεν περιορίζονται όμως μόνον στην λειτουργία της αυτή καθαυτή. Μία κρίση στην αγορά κεφαλαίου μεταδίδεται γρήγορα στις άλλες αγορές και στην υπόλοιπη οικονομία. Βασικός μηχανισμός μετάδοσης είναι το ότι η απώλεια εμπιστοσύνης παρεμβάλλει μεγάλα εμπόδια στην χρηματοδότηση. Επιπλέον μπορεί να κλονίσει το ίδιο το νομισματικό σύστημα – βασική υποδομή της οικονομίας.

Τα πλέγματα χρεώσεων και πιστώσεων είναι τεχνικό χαρακτηριστικό της κεφαλαιαγοράς επειδή εκεί λειτουργούν πλήθος και μεγάλη ποικιλία μεσολαβητών. Οι μεσολαβητές – τράπεζες,

χρηματιστηριακές εταιρίες, αγορές με οργανωμένα πολυμερή συστήματα πληρωμών – λειτουργούν κυριολεκτικά μέσα σε ένα πυκνό δίκτυο σχέσεων: άλλους πιστώνουν, άλλους χρεώνουν, οι χρεοπιστώσεις εκτείνονται σε διάφορους χρόνους και εμπεριέχουν διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου. Όλα αυτά τα πλέγματα σχέσεων στηρίζονται επομένως σε πολυμερείς συμφωνίες μεταξύ αντισυμβαλλόμενων μερών και όταν ένας κρίκος της αλυσίδας αυτής σπάσει μπορεί όλο το σύστημα να παραλύσει και να παγώσει. Η τρέχουσα μεγάλη πιστωτική κρίση έχει έντονα αυτό το χαρακτηριστικό εξ’ ού και το πλήθος συζητήσεων περί ‘συστημικών κινδύνων’.

Η υψηλή παρουσία εξωτερικοτήτων σε μία αγορά όπου η αυτο – ρύθμιση αποτυγχάνει επιβάλλει σαφώς την ρύθμιση και την εποπτεία της αγοράς κεφαλαίου. Βασικά ζητούμενα της ρύθμισης και της εποπτείας είναι η παραγωγή και διατήρηση εμπιστοσύνης, η συγκράτηση των μηχανισμών αυτο – τροφοδότησης των κινήσεων των αγορών, η ακεραιότητα των φορέων που λειτουργούν σε αυτές, η αποσόβηση των ‘συστημικών κινδύνων’ και η αποφυγή των στρεβλώσεων των τιμών και των καταχρήσεων της αγοράς.

Γ. Ρύθμιση και Εποπτεία: Θεμέλια Αξιοπιστίας στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Το ελληνικό χρηματιστήριο παρέμεινε για το μεγαλύτερο διάστημα της μεταπολεμικής μας ιστορίας μία περιθωριακή αγορά. Βγήκε από το περιθώριο κατά την δεκαετία του 1990. Το υπόβαθρο αυτής της μεταβολής δημιουργήθηκε με τις ιστορικές αποφάσεις για την απελευθέρωση του Ελληνικού τραπεζικού και του όλου χρηματοοικονομικού συστήματος στα τέλη της δεκαετίας του 1980 [Εκθεση Καρατζά 1989] και την μακροοικονομική σταθεροποίηση που συντελέστηκε λίγα χρόνια αργότερα (1995-99) με στόχο την ένταξη στην ΟΝΕ.

Η συνήθης επισκόπηση της ανάπτυξης μιας αγοράς επικεντρώνεται στα μεγέθη των τιμών και των συναλλαγών που πραγματοποιούνται. Στο παρόν δοκίμιο δεν θα κάνω αυτό. Θα επικεντρωθώ σε κάτι που άλλοι σπάνια επιχειρούν: την θεσμική ιστορία.

Το ποσοτικό πλαίσιο του αναπτυξιακού άλματος της Ελληνικής αγοράς φαίνεται εύκολα από τα συνολικά μεγέθη της αξίας συναλλαγών στον Πίνακα Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α: Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών ανά Πενταετία, 1990-2004

(δισεκατομύρια ευρώ)

<u>1990-94</u>	<u>1995-99</u>	<u>2000-4</u>
9,56	241,81	237,67

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Ετήσια Δελτία

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 είναι η περίοδος μιας πελώριας μεγέθυνσης η οποία υποδηλώνει ιστορική τομή στην ιστορία της κεφαλαιαγοράς. Σε αυτήν ακριβώς την περίοδο επικεντρώνεται και η θεσμική ιστορία που αναπτύσσω παρακάτω.

Η ουσία της ελευθέρωσης των αγορών με την εφαρμογή της μεταρρύθμισης Καρατζά ήταν η απόσυρση των δημοσίων αρχών (Τράπεζα Ελλάδος, Υπουργεία Οικονομίας και Ανάπτυξης) από τις αποφάσεις για την τιμολόγηση και την κατανομή των πιστώσεων. Τα επιτόκια άρχισαν να διαμορφώνονται ελευθερα και ταυτοχρόνως ελευθερώθηκε η είσοδος ιδιωτικών τραπεζών και η δημιουργία άλλων ιδιωτικών χρηματοοικονομικών φορέων στην οικονομία. Οπως έγινε και σε πολλές άλλες χώρες που πραγματοποίησαν τη μετάβαση από το καθεστώς ποσοτικής ρύθμισης των τιμών και των κατανομών στο καθεστώς της λεγόμενης ‘απορρύθμισης’ (deregulation), έτσι και στην Ελλάδα μετά την ελευθέρωση ακολούθησε ένα μακρύ διάστημα αυτο - ρύθμισης. Θα έλεγα ότι επί σχεδόν δέκα χρόνια μετά τις πράξεις ελευθέρωσης της αγοράς, δηλαδή ως και το 1999, η ‘αυτο - ρύθμιση’ ήταν η κυρίαρχη κατάσταση στην αγορά κεφαλαίου και διαπότιζε τα λειτουργικά της ήθη.

Μεταρρυθμιστικές απόπειρες είχαν ξεκινήσει ενωρίς στην Ελληνική κεφαλαιαγορά. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το εποπτικό όργανο που σηματοδοτούσε την εξωτερική ρύθμιση, είχε ήδη ιδρυθεί ως ΝΠΔΔ το 1991. Εμεινε όμως χωρίς θεσμικό και ελεγκτικό οπλοστάσιο για πολλά χρόνια. Το 1996 το προσωπικό της αριθμούσε μόνον τρία άτομα. Ενώ λοιπόν κατ’ όνομα υπήρχε ‘εποπτεία’ της αγοράς, κατ’ ουσίαν επικρατούσε η αυτο - ρύθμιση. Ακόμη και όταν ξεκίνησαν οι προσπάθειες για την σοβαρή θεμελίωση της εποπτείας, η αυτο - ρύθμιση συνέχιζε να είναι κυρίαρχη όσο η δημόσια ρύθμιση διάβαινε τα πρώιμα στάδια ανάπτυξής της.

Οι σοβαρές θεσμικές προσπάθειες για την δημιουργία νέων ρυθμιστικών μηχανισμών στην Ελληνική κεφαλαιαγορά ξεκίνησαν από τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Αμεση επιδίωξη ήταν η δημιουργία ενός σύγχρονου ρυθμιστικού πλαισίου που θα επέτρεπε στην Ελληνική κεφαλαιαγορά να μεταβεί από την ομάδα των ‘αναδυόμενων’ στην ομάδα των ‘ανεπτυγμένων’ αγορών. Στρατηγικός στόχος ήταν η ανάδειξη της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε ικανό

μηχανισμό για την χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων και την τροφοδότηση της επενδυτικής δραστηριότητας και της ανάπτυξης.

Σε συνάρτηση με τον κύριο στόχο, επιδιωκόταν επίσης η ανάδειξη της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε πυλώνα του χρηματοοικονομικού πλέγματος σε όλη την ανατολική Μεσόγειο και τα Βαλκάνια. Το σύγχρονο ρυθμιστικό πλαίσιο ήταν απολύτως αναγκαίο για να εξέλθει η Ελληνική κεφαλαιαγορά από την παραδοσιακή της υπανάπτυξη και να εξομαλυνθούν οι ανεπάρκειες και οι ενδεχόμενες αποτυχίες της αυτο – ρύθμισης των αγορών: αστάθειες, αρνητικές εξωτερικότητες, συστημικοί κίνδυνοι. Ήταν επίσης αναγκαίο για έναν ακόμη λόγο. Αν οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης τίτλων που οπωσδήποτε θα εκδηλωνόταν και στην Ελλάδα με ορμή καθώς θα προχωρούσε η ενταξιακή μας πορεία προς την ΟΝΕ δεν τοποθετούνταν μέσα σε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο, θα αναπτύσσονταν ευρύτατα φαινόμενα παραοικονομίας και στην αγορά κεφαλαίου. Η αδιαφάνεια, οι πληροφοριακές στρεβλώσεις, οι απάτες και οι καταστροφές αποταμιεύσεων και κεφαλαίων θα μπορούσαν να είναι πελώριες και διαβρωτικές της όλης οικονομίας λόγω των συστημικών τους επιπτώσεων. Η στρατηγική της ρύθμισης ήταν στρατηγική προστασίας της οικονομίας. Πράγματι, μπορούμε εκ των υστέρων να πούμε, ότι η μεγάλη χρηματιστηριακή ύφεση του 2000-2, δεν μεταφράσθηκε σε οικονομική ύφεση, στην Ελλάδα.

Ωστόσο, η αντίδραση στην μεταρρύθμιση του θεσμού της κεφαλαιαγοράς ήταν μεγάλη, προερχόταν από πολλές πλευρές, ιδίως όμως από όσους είχαν πλήρως εγκολλωθεί τα ήθη της αυτο – ρύθμισης και τα κέρδη της ασυδοσίας που η αυτο – ρύθμιση πολλάκις επέτρεπε. Ασχετα από τους πραγματικούς λόγους που προέρχονταν κυρίως από ίδιο συμφέρον, όσοι αντιδρούσαν στην δημιουργία θεσμών εποπτείας το έπρατταν πάντα στο όνομα της ελεύθερης αγοράς, έστω και αν η ρύθμιση αποσκοπούσε στο να κάνει την αγορά μακροπρόθεσμα βιώσιμη και να θεμελιώσει την αναπτυξιακή της προοπτική.

Οι μεταρρυθμίσεις που αναλήφθηκαν από το 1995 αντιμετώπιζαν ολόκληρο το πλέγμα των απαιτήσεων ενός σύγχρονου ρυθμιστικού μηχανισμού και όχι, όπως άλλοτε είχε επιχειρηθεί, μεμονωμένα την μία ή την άλλη πλευρά της ρύθμισης. Η ταυτόχρονη επιδίωξη πολύπλευρων μεταρρυθμίσεων δημιουργεί την δική της δυναμική και τις δικές της ‘εξωτερικότητες’ υποστηρίζοντας την συνολική αλλαγή ενός συστήματος. Στην περίοδο 1996-2001 η μεταρρύθμιση με στόχο την ένταξη στην ΟΝΕ έγινε πραγματικότητα. Σημαντικό στοιχείο αυτής της μεταρρύθμισης ήταν ο ολοκληρωμένος θεσμικός εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς, με επίκεντρο την ρύθμιση και την εποπτεία.

Η καρδιά του μεταρρυθμιστικού εγχειρήματος της κεφαλαιαγοράς ήταν η δημιουργία μιας σύγχρονης εποπτικής αρχής: αυτό περιλάμβανε την οργάνωση και στελέχωσή της, την κατοχύρωση της ανεξαρτησίας της από το χρηματιστήριο και τους φορείς της αγοράς αλλά και από πολιτικές πιέσεις που αυτοί οι φορείς αναπόφευκτα τροφοδοτούσαν, την συγκρότηση

ελεγκτικής ικανότητας ως εποπτικής υπερδομής, την διασύνδεσή της με τα δίκτυα της Ευρωπαϊκής και παγκόσμιας εποπτείας, την εξουσία της τέλος να επιβάλλει συμμόρφωση στους κανόνες. Τα ζητούμενα αυτά ήταν πάρα πολλά και έπρεπε να συνοδευθούν από μεγάλο εμπλουτισμό του θεσμικού πλαισίου. Το έργο αυτό ήταν πολυετές και απαιτούσε συνέπεια.

Ωστόσο την ίδια περίοδο η διαδρομή της διεθνούς (και αναπόφευκτα της Ελληνικής) χρηματιστηριακής αγοράς διέγραψε την μεγάλη ‘φούσκα’ του 1999-2000 και την επιγενόμενη χρηματιστηριακή ύφεση των ετών 2001-2003. Επρόκειτο για μια κλασική κρίση έξαρσης και ύφεσης των χρηματιστηριακών αγορών. Η ιστορία κατέγραψε εκείνη την κρίση ως την μεγαλύτερη μέχρι τότε χρηματιστηριακή ύφεση στην μεταπολεμική εποχή, παγκοσμίως.

Στην Ελλάδα, όπου η υπερβολή του χρηματιστηριακού πλουτισμού είδε ένα νέο ζενίθ το 1999 (το προηγούμενο είχε συμβεί το 1990), η απογοήτευση και ο θυμός από τις μεγάλες απώλειες που ακολούθησαν ώθησαν πολλούς στην άποψη ότι η κρίση οφειλόταν σε ανεπάρκειες της εποπτείας. Η άποψη αυτή δεν ήταν μεν ορθή περιείχε όμως στοιχεία αλήθειας. Η μεν κρίση δεν μπορούσε να αποσοβηθεί από οποιαδήποτε εποπτική παρέμβαση, όπως αποδείχθηκε και από την έντασή της σε χώρες με πολύ ωριμότερη εποπτεία από την Ελλάδα, π.χ. την Γερμανία ή τις Ηνωμένες Πολιτείες. Ωστόσο ακόμη και το 1999, η εποπτεία στην Ελλάδα ήταν νεότευκτη και δεν είχε προλάβει να επιδράσει στις συμπεριφορές και τις νοοτροπίες. Αυτές ήταν ακόμη ριζωμένες στις συνήθειες και τις πρακτικές της μακράς εποχής της αυτό – ρύθμισης. Σε κάθε περίπτωση, η κρίση έδωσε νέα ώθηση στο μεταρρυθμιστικό έργο, όπως θα φανεί παρακάτω, τόσο στον τομέα των θεσμών όσο και στον τομέα της ενεργού εποπτείας.

Θα εκθέσω παρακάτω πέντε στρατηγικούς πυλώνες της ρύθμισης που οικοδομήθηκαν στα χρόνια 1997-2001 και που οριοθέτησαν το νεότευκτο σύστημα εποπτείας της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς μέχρι σήμερα. Η κατάταξη της Ελληνικής αγοράς στην χορεία των ανεπτυγμένων αγορών δεν θα είχε πραγματοποιηθεί χωρίς αυτές τις μεταρρυθμίσεις. Καθώς θα διεξέλθω τους πυλώνες θα τους συνδέσω με τις θεωρητικές κριτικές στο υπόδειγμα της αυτορυθμιζόμενης αγοράς.

Η Αποϋλοποίηση των τίτλων

Η μετατροπή των τίτλων από ‘χάρτινους’ σε ηλεκτρονικές εγγραφές πραγματοποιήθηκε στο διάστημα 1998-2000. Ήταν ίσως το μεγαλύτερο συλλογικό εγχείρημα που είχε ποτέ αναληφθεί στο Ελληνικό χρηματιστήριο αλλά και γενικότερα στην οργάνωση της Ελληνικής επιχειρηματικότητας. Καινοτομία τεχνολογική και νομική ταυτοχρόνως, η αποϋλοποίηση ήταν μία ριζική τομή στην μορφή της ιδιοκτησίας διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών, με αποτελέσματα σε όλο το εύρος των λειτουργιών της αγοράς: πλήρης και ακριβής καταγραφή της ιδιοκτησίας, ταχύτατη ικανότητα μεταβίβασης, ασφαλής μετασυναλλακτικός διακανονισμός,

απεριόριστη δυνατότητα παροχής διαφάνειας των συναλλαγών, πλήρης αποφυγή των κινδύνων κλοπής ή φυσικής καταστροφής των τίτλων, ακριβής καταγραφή της κινητής περιουσίας σε επίπεδο τελικού επενδυτή. Ο Πίνακας Β περιλαμβάνει την εξέλιξη του αριθμού των μερίδων επενδυτών στο σύστημα άυλων τίτλων και δείχνει το εύρος της μετατροπής που πραγματοποιήθηκε στα χρόνια 1998-2000.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β: Ανοιγμα μερίδων επενδυτών για άυλους τίτλους (σε χιλιάδες)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Νέες Μερίδες	390	1.114	650	43	22	101
Σύνολο Ενεργών Μερίδων						2.258

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, *Ετήσια Έκθεση 2003*, πιν.13

Η απούλοποίηση των τίτλων επέφερε ευνοϊκά αποτελέσματα στο κόστος των συναλλαγών και στην νομική ασφάλεια της ιδιοκτησίας των τίτλων. Χωρίς την απούλοποίηση δεν θα ήταν τεχνικά δυνατή η πελώρια αύξηση συναλλαγών, επενδυτών και μεσολαβητών που σημειώθηκε εκείνη την εποχή. Περισσότερο από κάθε άλλη πολιτική ή θεσμικό μέτρο, η απούλοποίηση έκαμε το χρηματιστήριο μία μεγάλη ανοικτή αγορά με υψηλή ασφάλεια συναλλαγών και χαμηλά κόστη.

Αυτό το εγχείρημα ήταν αδύνατον να πραγματοποιηθεί υπό συνθήκες θεσμικής αυτο – ρύθμισης. Τα συμφέροντα των υπαρχόντων φορέων της αγοράς δεν συμβάδιζαν κατ’ ανάγκη με μία μεγάλη τεχνολογική ανατροπή που θα άνοιγε την αγορά σε πολλούς νέους πελάτες αλλά και σε πολλούς νέους ανταγωνιστές. Το επίπεδο συντονισμού που απαιτούσε η απούλοποίηση δεν θα υπήρχε χωρίς παρεμβολή κεντρικού σχεδιασμού και χωρίς εξουσίες για την επιβολή συμμόρφωσης στις ρυθμίσεις της μετάβασης από το παλαιό στο νέο σύστημα κατοχής, μεταβίβασης και διακανονισμού τίτλων. Η απούλοποίηση απαιτούσε ταυτόχρονα κεντρικές και αποκεντρωμένες δράσεις στο επίπεδο του χρηματιστηρίου, του αποθετηρίου, των χρηματιστηριακών εταιριών, των τραπεζών, των επενδυτών-ιδιοκτητών των τίτλων, των εκδοτριών εταιριών, του δημοσίου. Όλες αυτές οι δράσεις έπρεπε να συντονισθούν και να υποστηριχθούν με τεχνολογικές επενδύσεις τόσο σε κεντρικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο χρηματιστηριακών εταιριών. Ενα πλαίσιο θεσμικής αυτο – ρύθμισης, που θα στηριζόταν στην ανάγνωση του συλλογικού συμφέροντος των υπαρχόντων φορέων της αγοράς θα προσέκρουε σε μύρια εμπόδια. Η αοριστία του συλλογικού συμφέροντος και η υψηλή ανάγκη συντονισμού και ανάληψης συγκλινουσών δράσεων θα ήταν μεγάλα εμπόδια στην πορεία. Η απούλοποίηση ήταν

επομένως κατ'εξοχήν πεδίο ανάπτυξης της θεσμικής ρύθμισης της οποίας ο ρυθμός, η κατεύθυνση και ο συντονισμός εξεπήγαζαν από την εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς.

Η Δημιουργία Αγοράς Παραγώγων και Πολιτικής Περιθωρίου

Η αγορά παραγώγων ξεκίνησε τη λειτουργία της στα μέσα του 1999. Τα πρώτα παράγωγα προϊόντα ήταν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και απλά χρηματοοικονομικά δικαιώματα. Θεμελιώδες στοιχείο της αγοράς ήταν η δημιουργία ενός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Με απλά λόγια οι αγοραστές και πωλητές παραγώγων δεν θα έκαναν συμφωνίες μεταξύ τους αλλά με ένα κεντρικό φορέα που θα εγγυόταν την καλή εκτέλεση της συμφωνίας και προς τις δύο πλευρές. Ο φορέας αυτός έχει εξουσίες επιβολής περιορισμών στα περιθώρια (margins) των συναλλαγών και μπορούσε να εισπράττει προμήθειες και ασφάλιστρα. Ήταν επίσης υποχρεωμένος να διατηρεί επαρκή κεφάλαια για την εκπλήρωση της αποστολής του. Η ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων φαίνεται καθαρά από τα τεχνικά χαρακτηριστικά που περιλαμβάνονται στον Πίνακα Γ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Γ: Αγορά Παραγώγων (μεγέθη Δεκεμβρίου)

	1999	2000	2001	2002	2003
Εταιρίες-μέλη διαπραγμάτευσης	20	40	65	70	67
Εταιρίες-μέλη εκκαθάρισης	20	36	42	47	47
Κωδικοί πελατών	325	3.181	9.133	15.482	21.256

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, *Ετήσια Έκθεση 2003*, πιν. 10

Πολλοί ήταν εκείνοι που θεωρούσαν (και θεωρούν) ότι η αγορά παραγώγων εισήγαγε καινά δαιμόνια, επέτρεψε καινοφανείς κερδοσκοπικές συμπεριφορές και (λόγω κυρίως της χρονικής σύμπτωσης της δημιουργίας της αγοράς αυτής στην Ελλάδα) εξέθρεψε την μεγάλη 'φούσκα' και τη μεγάλη κρίση του 1999-2003. Μάλιστα ενισχύεται φαινομενικά αυτό το επιχείρημα από τα μεταγενέστερα γεγονότα της παρούσας και αφάνταστα μεγαλύτερης κρίσης, όπου τα παράγωγα έγιναν όχημα πτωχεύσεων και παράλυσης της διεθνούς αγοράς. Οι απόψεις αυτές είναι εσφαλμένες και δεν κατανοούν τον πραγματικό χαρακτήρα των παραγώγων, ούτε τις πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν στην Ελλάδα του 1999.

Τα παράγωγα είναι μοχλευμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η απλούστερη θεωρητική ανάλυση αποδεικνύει ότι ένα δικαίωμα αγοράς, λόγου χάριν, είναι ισοδύναμο με την

μοχλευμένη κατοχή μιας μετοχής. Η μόχλευση μετασχηματίζει προσδοκώμενες αποδόσεις και κινδύνους. Με αυτή την έννοια τα παράγωγα είναι πράγματι πιο κινδυνώδη προϊόντα από τις μετοχές ή τις ομολογίες. Το κρίσιμο ζήτημα όμως είναι ότι θεωρητικά ο σχεδιασμός παραγώγων μπορεί να δημιουργήσει άπειρες ποικιλίες προϊόντων και πολύ υψηλές μοχλεύσεις που και αυτές τείνουν στο άπειρο! Η δημιουργία μίας οργανωμένης αγοράς παραγώγων με κεντρικό αντισυμβαλλόμενο είναι μέθοδος ρύθμισης, περιορισμού και διαχείρισης της μόχλευσης μέσω της τυποποίησης των προϊόντων, της καταβολής περιθωρίων ασφάλειας και των υποχρεώσεων συνεχούς προσαρμογής των περιθωρίων, καθώς οι τιμές και οι μοχλεύσεις μεταβάλλονται. Δεν είναι τυχαίο ότι η μεγάλη παρούσα κρίση τροφοδοτήθηκε από συμβάσεις παραγώγων που διακινούνταν εκτός οργανωμένων αγορών, δηλαδή χωρίς περιορισμούς στην μόχλευση και την διακινδύνευση.

Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα του 1999, σε μία εποχή μάλιστα που η μοχλευμένη επένδυση μετατρέποταν σε επικίνδυνη επενδυτική μόδα, αποσόβησε (ή τουλάχιστον περιορίσε) την άναρχη ανάπτυξη μοχλευμένων πρακτικών. Δημιούργησε μία περιοχή ρύθμισης η οποία ποτέ δεν δημιούργησε συστημικούς κινδύνους για την κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα. Η ιστορία της μεταγενέστερης διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης επιβεβαιώνει ότι όλος ο χώρος που έμενε ακάλυπτος από οργανωμένες αγορές παραγώγων υπερκαλύφθηκε από ιδιωτικές μη - οργανωμένες αγορές ('over the counter' markets) οι οποίες έγιναν τα δύο τελευταία χρόνια το κλασικό παράδειγμα της πλήρους αποτυχίας της αυτο - ρύθμισης.

Το πρόβλημα με την ρύθμιση της μόχλευσης στην Ελληνική κεφαλαιαγορά (και σε όλες τις αγορές) είναι ότι οι μηχανισμοί ρύθμισης δεν είναι συνολικοί, δεν καλύπτουν δηλαδή το σύνολο των δυνατοτήτων μόχλευσης. Η οργανωμένη αγορά παραγώγων αποτελεί ένα μηχανισμό, η ρύθμιση της πολιτικής περιθωρίου των χρηματιστηριακών εταιριών για αγορές μετοχών από τους πελάτες τους είναι ένας άλλος μηχανισμός που και αυτός θεσπίστηκε στην Ελληνική αγορά το 2000. Το πρόβλημα έγγειται όμως στην γενική απελευθέρωση των τραπεζικών εργασιών. Η ρύθμιση του περιθωρίου σε συναλλαγές είτε τοις μετρητοίς είτε με προθεσμία, δεν μπορεί να αποκλείσει όμως ότι ο επενδυτής δανείζεται από μία τράπεζα χρήματα για τις επενδύσεις του χωρίς αυτή η τράπεζα να υπόκειται σε περιορισμούς περιθωρίου. Έτσι οι περιορισμοί στην μόχλευση που επιβάλλονται στον χώρο των συναλλαγών καθαυτό δεν περιορίζουν την δυνατότητα εξωγενούς δανεισμού, δηλαδή δανεισμού που ενεργείται έξω από το σύστημα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Στο Ελληνικό χρηματιστήριο το δραματικό καλοκαίρι του 1999 όταν κορυφώθηκε ο επενδυτικός πυρετός πολλοί χρησιμοποίησαν ρευστότητα από καταναλωτικά ή στεγαστικά δάνεια για να επενδύσουν σε μετοχές. Έτσι, παρά τους περιορισμούς στην συναλλακτική μόχλευση η γενική μόχλευση του χρηματιστηρίου είχε αυξηθεί κατακόρυφα, επειδή δεν υπήρχε μέθοδος να ελεγχθεί ο μη - συναλλακτικός γενικός δανεισμός. Το μάθημα εκείνου του περιστατικού πολλαπλασιάστηκε από την διεθνή κρίση την οποία τώρα βιώνουμε. Σήμερα γίνεται δεκτό ως αυτονόητο κάτι που το 1999 θεωρούνταν

ακραία υπερρύθμιση και επικίνδυνος παρεμβατισμός: η επιβολή γενικών ρυθμίσεων στην μόχλευση των χρηματοοικονομικών αγορών.

Η Δημιουργία Ασφαλιστικού Κεφαλαίου και η Συστημική Προστασία

Η μεγαλύτερη ίσως αποτυχία της αυτο – ρύθμισης είναι η υποεκτίμηση των ασφαλιστικών κεφαλαίων που χρειάζονται για να καλύψουν τον συστημικό κίνδυνο των συναλλαγών και της εκκαθάρισης. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 στην Ελλάδα το ασφαλιστικό κεφάλαιο της αγοράς ήταν αυτο – ρυθμιζόμενο και πολύ περιορισμένο. Επιπλέον δεν υπήρχαν κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας για κάθε εταιρεία. Υπήρχε το «Συνεγγυητικόν Κεφάλαιον» των χρηματιστών που ήταν ένα συλλογικό κεφάλαιο συγκροτούμενο από εισφορές των χρηματιστηριακών εταιριών με ρητό σκοπό την αποζημίωση επενδυτών σε περίπτωση πτώχευσης χρηματιστηριακής εταιρίας. Η ανάγκη ασφαλιστικών κεφαλαίων όμως δεν προσδιοριζόταν μόνον από την υποχρέωση αποζημίωσης των επενδυτών – πελατών μιας εταιρίας. Προσδιοριζόταν από ένα ακόμη σημαντικότερο παράγοντα με συστημική σημασία. Η πτώχευση μιας εταιρίας που αποτελεί τμήμα ενός πολυμερούς συστήματος πληρωμών και διακανονισμών είναι ικανή να παγώσει την λειτουργία όλου του συστήματος. Η πτωχεύουσα εταιρία δεν πραγματοποιεί πληρωμές, οι πιστωτικές προς αυτήν εταιρίες αντιμετωπίζουν έλλειμμα και δεν ολοκληρώνουν και αυτές τις πληρωμές τους και ούτω καθεξής. Στην περίπτωση αυτή χρειάζεται ένα κεφάλαιο έσχατης προσφυγής ώστε να πραγματοποιηθούν οι πληρωμές της πτωχεύουσας εταιρίας και το σύστημα να συνεχίσει την ομαλή του λειτουργία. Τέτιο κεφάλαιο στην Ελλάδα δεν είχε ποτέ δημιουργηθεί και η αγορά ήταν απολύτως ακάλυπτη απέναντι στον συστημικό κίνδυνο που θα προέκυπτε από πτωχέον μέλος της χρηματιστηριακής εκκαθάρισης. Επρόκειτο για μέγα κενό της αυτο – ρύθμισης.

Τον Νοέμβριο του 1996 το κενό αυτό αποκαλύφθηκε με βροντώδη τρόπο. Η χρηματιστηριακή εταιρία ΔΕΛΤΑ δήλωσε αδυναμία πληρωμής αγορών της ύψους περίπου δύο δις. δραχμών. Όταν οι εταιρίες στις οποίες οφειλόταν τα χρήματα εδήλωσαν με τη σειρά τους αδυναμία να πραγματοποιήσουν τις δικές τους πληρωμές η αγορά παρέλυσε και οι συναλλαγές σταμάτησαν. Ήταν ένα κλασικό παράδειγμα ‘συστημικής κρίσης’ [Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1997]. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το έλυσε τότε ζητώντας από την Κυβέρνηση να νομοθετήσει κατεπειγόντως, με πράξη νομοθετικού περιεχομένου, την δημιουργία κεφαλαίου έσχατης προσφυγής [Ν. 2471/2.4.1997]. Αυτό έγινε και το χρηματιστήριο επαναλειτούργησε. Το Ασφαλιστικό κεφάλαιο ονομάσθηκε «Επικουρικό», εμπλουτίζεται κάθε χρόνο από εισφορές των μελών του χρηματιστηρίου και αποτελεί πλέον σταθερό θεσμό. Εκτοτε ουδέποτε σημειώθηκε συστημική κρίση παρά τις πολλαπλές πτωχεύσεις χρηματιστηριακών εταιριών στα χρόνια που ακολούθησαν.

Απαραίτητο παρακολούθημα και συμπλήρωμα της δημιουργίας συλλογικού ασφαλιστικού κεφαλαίου αποτέλεσε η θέσπιση ελάχιστων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας για κάθε εταιρία που παρείχε επενδυτικές υπηρεσίες. Ακολουθώντας της αντίστοιχη Ευρωπαϊκή Οδηγία η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όρισε τα μεγέθη των ‘εποπτικών ιδίων κεφαλαίων’, προσδιόρισε την διαδικασία μέτρησης και υποβολής στοιχείων σχετικά με τα εποπτικά κεφάλαια κάθε εταιρίας και θέσπισε το κατώτατο όριο του συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας το 1997. Εκτοτε, η παρακολούθηση και η έκτακτη μέτρηση της επάρκειας κεφαλαίων έγινε το πιο σημαντικό εποπτικό εργαλείο για την ρύθμιση της λειτουργίας των Ελληνικών χρηματιστηριακών εταιριών. Η διατήρηση επάρκειας ιδίων κεφαλαίων από κάθε εταιρία ήταν απαραίτητο στοιχείο για την βιωσιμότητα και την αξιοπιστία του συλλογικού ασφαλιστικού κεφαλαίου που συγκροτήθηκε το 1996. Χωρίς κεφαλαιακή επάρκεια των επιμέρους εταιριών, θα είχαμε αλληπάλληλες κρίσεις που θα κατέτρωγαν τελικά και το συλλογικό κεφάλαιο. Γι’ αυτό το λόγο άλλωστε το συλλογικό κεφάλαιο είχε ονομασθεί «Επικουρικό».

Η Επιβολή Διαφάνειας και η Θέσπιση Κωδίκων Συμπεριφοράς

Οι δύο μεγάλοι πυλώνες του συλλογικού αγαθού που ονομάσαμε ‘εμπιστοσύνη’ είναι η διαφάνεια και η χρηστή συμπεριφορά των παρόχων υπηρεσιών στην αγορά κεφαλαίου. Στους δύο αυτούς τομείς η Ελληνική κεφαλαιαγορά ήταν σε βαθιά υπανάπτυξη μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Η επιβολή κανόνων διαφάνειας τόσο στο πεδίο των συναλλαγών όσο και στο πεδίο των χαρακτηριστικών των διαπραγματεύσιμων τίτλων έγινε με σώμα νέων κανόνων. Αναφέρω τους κυριότερους: (α) υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών να δημοσιεύουν τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις, ελεγμένες εξαμηνιαίες και ετήσιες καταστάσεις καθώς και πίνακες ταμειακών ροών. (β) η υποχρέωση των μεγαλομετόχων να αναγγέλουν σημαντικές συναλλαγές τους. (γ) η υποχρέωση των χρηματιστών να σηματοδοτούν τις ανοικτές πωλήσεις που πραγματοποιούνταν με δανεισμό τίτλων, όταν αυτό επιτράπηκε. (δ) η υποχρέωση δημοσίευσης εκτεταμένου ενημερωτικού δελτίου για την έκδοση νέων τίτλων. (ε) η υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης εταιρικών γεγονότων που μπορούν να επιδράσουν στην τιμή μιας ή περισσότερων μετοχών. Με τις νέες ρυθμίσεις διαφάνειας συρρικνώθηκε σημαντικά το πεδίο κυκλοφορίας φημών και εικασιών που, σε συνθήκες έλλειψης διαφάνειας, τροφοδοτούν τις πρακτικές στρέβλωσης των τιμών και την κερδοσκοπία που αναπτύσσεται με βάση την παραπλάνηση [Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1998-2001].

Ένα από τα προνομιακά πεδία της ‘θεσμικής αυτο – ρύθμισης’ είναι η παραγωγή και εφαρμογή κανόνων χρηστής συμπεριφοράς. Έχουμε πολλά ιστορικά παραδείγματα αυτο – ρύθμισης στον τομέα αυτό, διότι πράγματι η συμπεριφορά κάθε μέλους μιας επαγγελματικής ομάδας έχει αντανάκλαση στην καλή φήμη του συνόλου της ομάδας. Όταν ο γιατρός ή ο χρηματιστής αποδεικνύονται ασυνείδητοι ή ανίκανοι αυτό δυσφημεί ολόκληρη την αντίστοιχη επαγγελματική

ομάδα. Αυτή η εξωτερικότητα είναι ισχυρό κίνητρο και επι δεκαετίες παρατηρούμε την ανάπτυξη δεοντολογικών κανόνων από τα μέλη πολλών επαγγελματικών οργανώσεων.

Στην Ελληνική κεφαλαιαγορά δεν προϋπήρχαν αυτο – επιβαλλόμενοι κανόνες συμπεριφοράς. Δεν είχε δηλαδή λειτουργήσει παραγωγικά η θεσμική αυτο – ρύθμιση των φορέων της αγοράς. Ίσως η εξήγηση να ήταν ότι η αγορά ήταν μικρή και κλειστή και ότι η ‘χρηστή συμπεριφορά’ εξαντλούνταν σε άγραφους κανόνες και συμφωνίες κυρίων μεταξύ των παλαιών χρηματιστών. Όταν οι υπόλοιπες συνθήκες για το άνοιγμα της αγοράς έκαναν την εμφάνισή τους στην δεκαετία του 1990 η έλλειψη ρητών κανόνων συμπεριφοράς ήταν οδυνηρή και η θέσπιση κωδίκων έπρεπε να προχωρήσει ως επείγον έργο υποδομής της αγοράς. Έτσι κατά το διάστημα 1997-2000 με πρωτοβουλία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συγκροτήθηκαν και τέθηκαν σε εφαρμογή τέσσερα σώματα κανόνων συμπεριφοράς με τη μορφή κωδίκων: (α) κώδικας δεοντολογίας χρηματιστηριακών εταιριών, (β) κώδικας δεοντολογίας θεσμικών επενδυτών, (γ) κανονισμός αναδοχών, (δ) κανονισμός συμπεριφοράς εισηγμένων (στο χρηματιστήριο) εταιριών. Αυτά τα σώματα κανόνων κάλυψαν όλο το πλέγμα φορέων της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς. Θεμελιώδεις αρχές ήταν η ίση μεταχείριση των επενδυτών, η αποσόβηση συγκρούσεων συμφερόντων, η ισότιμη πληροφόρηση, η ταχεία διάχυση πληροφοριών.

Η θέσπιση υποχρεώσεων διαφάνειας και κωδίκων συμπεριφοράς είναι αναγκαία αλλά όχι επαρκής συνθήκη για την οικοδόμηση εμπιστοσύνης. Η συμμόρφωση είναι το δεύτερο συστατικό που απαιτείται. Αυτή απαιτεί παρακολούθηση και η παρακολούθηση απαιτεί πόρους, ανθρώπους και μηχανισμούς. Η δημιουργία κατάλληλων υπηρεσιακών μονάδων της εποπτικής αρχής ήταν επομένως το απαραίτητο στοιχείο που θα συμπλήρωνε την θέσπιση των κανόνων. Αυτή την έννοια έχει η ανάπτυξη της εποπτείας που πραγματοποιήθηκε στην περίοδο 1996-2004. Χαρακτηριστικό της στοιχείο ήταν ότι από ένα γραφείο με 3 υπαλλήλους το 1996 η Ελληνική εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς εξελίχθηκε σε οργανισμό με δύναμη προσωπικού 146 ατόμων, με εσωτερική οργάνωση (διευθύνσεις και τμήματα), με ικανή τεχνική υποδομή για την παρακολούθηση της αγοράς και των φορέων της και με προσωπικό που εκπαιδευόταν συνεχώς και διέθετε ικανότητες σε ελεγκτικά, νομικά και χρηματοοικονομικά θέματα.

Η Καταστολή των Καταχρήσεων της Αγοράς

Οι καταχρήσεις της αγοράς αποτελούν την μεγάλη απειλή για κάθε αγορά κεφαλαίου, ακόμη και εκείνη την θεωρητική αγορά που είναι απόλυτα ορθολογική και αυτο – ρυθμιζόμενη. Κατάχρηση της αγοράς είναι κάθε ενσυνείδητη δημιουργία ή αξιοποίηση τεχνητών τιμών για την απόσπαση κέρδους. Οπου υπάρχει επιδίωξη κέρδους εμφιλοχωρεί και το κίνητρο για αξιοποίηση τεχνητής τιμής και αποκομιδή μη οφειλόμενου κέρδους. Οι καταχρήσεις της αγοράς αποτελούν ιστορικό συστατικό της λειτουργίας των αγορών και διογκώνονται ακριβώς όταν οι αγορές παραδίδονται σε υπερβολικό ενθουσιασμό ή καταθλιπτικές υφέσεις [Kindleberger 1978].

Αν δεν προέκυπτε κανένας άλλος λόγος για την ύπαρξη εποπτείας των αγορών, η καταστολή της κατάχρησης θα ήταν επαρκής αιτία για την παροχή εποπτικών υπηρεσιών. Μόνον μία δημόσια αρχή με ικανότητα ελέγχου συναλλαγών, προσώπων και κερδοφορίας μπορεί να στοιχειοθετήσει κατάχρηση αγοράς. Οι ιδιώτες δεν έχουν αυτή την ικανότητα λόγω των ορίων του ιδιωτικού απορρήτου και του κινδύνου μετατροπής της καταστολής των καταχρήσεων σε εργαλείο αθέμιτου ανταγωνισμού. Για τον λόγο αυτό η καταστολή της κατάχρησης δεν μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο αυτο – ρύθμισης. Αφ’ ετέρου βέβαια η ανεμπόδιστη ανάπτυξη καταχρήσεων της αγοράς οδηγεί σε γενική πεποίθηση ότι οι τιμές δεν είναι ποτέ αξιόπιστες και προκαλεί ισχυρή διάβρωση της εμπιστοσύνης στην αγορά.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 η Ελληνική νομοθεσία περιελάμβανε μία παλαιά (και ανεπαρκή όπως αποδείχθηκε) ρύθμιση κατά της «διασποράς ψευδών ειδήσεων» και μία απαγόρευση της χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών που βασιζόταν στο επίσης ανεπαρκέστατο Ευρωπαϊκό κεκτημένο (Ν. 3632/1928, Ν. 1969/91 και Π.Δ.53/1992). Αυτή η νομοθεσία όμως ουδέποτε είχε τεθεί σε εφαρμογή και ουδείς είχε ποτέ τιμωρηθεί για καταχρηστική συμπεριφορά στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά! Ήταν και αυτό δείγμα μιας ολόκληρης περιόδου αυτο – ρύθμισης κατά την οποία οι καταχρήσεις έμεναν ατιμώρητες και κατέτρωγαν το κύρος της κεφαλαιαγοράς. Επρεπε λοιπόν το μεν νομοθετικό πλαίσιο να αναταχθεί – διαδικασία πολύ χρονοβόρα - η δε εφαρμογή του ήδη υπάρχοντος οπλοστασίου να πραγματοποιηθεί αξιόπιστα ώστε να δοθεί στιβαρό σήμα ότι οι καταχρήσεις αγοράς δεν θα ήσαν πλέον ανεκτές. Πράγματι, μετά τις προσλήψεις ειδικευμένου προσωπικού και την απαραίτητη εκπαίδευση σε ένα αντικείμενο που ουδέποτε στο παρελθόν είχε ασκηθεί στην Ελλάδα, οι συστηματικοί έλεγχοι των καταχρήσεων αγοράς ξεκίνησαν σε περιορισμένη κλίμακα το 1998 για να αναπτυχθούν σε μεγάλη έκταση τα χρόνια που ακολούθησαν. Ο πίνακας Δ εμφανίζει τον αριθμό περιπτώσεων επιβολής κυρώσεων για κατάχρηση αγοράς. Οι κυρώσεις ήσαν χρηματικά πρόστιμα, ανακλήσεις αδειών και μηνύσεις στην ποινική δικαιοσύνη.

ΠΙΝΑΚΑΣ Δ : Περιπτώσεις Κυρώσεων για Κατάχρηση Αγοράς (Κατηγορίες Προσώπων)

	Χρηματιστηριακές Εταιρίες	Εισηγμένες Εταιρίες	Άλλα Νομικά Πρόσωπα	Φυσικά Πρόσωπα	ΣΥΝΟΛΑ
1999	13	1	0	18	32
2000	43	3	19	7	72
2001	9	7	22	12	50
2002	16	8	25	51	100
2003	26	7	16	7	56

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1999-2003

Τα στοιχεία του πίνακα δείχνουν την ένταση της ενεργού εποπτείας. Η ερμηνεία των στοιχείων πρέπει να λάβει υπόψη της το ότι κάθε υπόθεση κατάχρησης αγοράς απαιτεί χρόνο έρευνας και επεξεργασίας για την θεμελίωση της, με τρόπο ώστε πολλές κυρώσεις που επιβάλλονταν σε ένα έτος αναφέρονταν σε παραβάσεις που σημειώθηκαν το προηγούμενο. Λόγου χάριν, ο μεγάλος αριθμός περιπτώσεων του 2000 οφείλεται σε πολλά περιστατικά παραβατικότητας το 1999, οπότε πράγματι στο κλίμα ευφορίας που τότε επικρατούσε επιβεβαιωνόταν η παλαιά σοφία του Bagehot [1873]: “The good times of high price almost always engender much fraud. All people are most credulous when they are most happy; and when much money has just been made, when some people are really making it, when most people think they are making it, there is a happy opportunity for ingenious mendacity.”

Η ανεπάρκεια του νομικού πλαισίου για την καταπολέμηση της κατάχρησης της αγοράς δεν ήταν μόνον Ελληνικό ελάττωμα. Ήταν γενικό γνώρισμα της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας. Η αδυναμία του νομικού οπλοστασίου για την καταστολή των καταχρήσεων αγοράς φάνηκε καθαρά στην μεγάλη διεθνή χρηματιστηριακή κρίση του 2000 που βρήκε την πλειοψηφία των Ευρωπαϊκών αγορών ανέτοιμες. Μεταξύ αυτών η Ελληνική εποπτική αρχή είχε αρχίσει νωρίς την καταπολέμηση των φαινομένων αυτών, είχε επιδείξει μεγάλη δραστηριοποίηση και είχε αποκτήσει σχετική εμπειρία. Η πρωτοπόρα δράση της πράγματι αναγνωρίστηκε όταν το 2001 ανατέθηκε στον τότε πρόεδρο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (και υπογράφοντα το παρόν κεφάλαιο) η προεδρία της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων για την επεξεργασία μέτρων εφαρμογής της Οδηγίας για την Κατάχρηση της Αγοράς. Η Επιτροπή αυτή ολοκλήρωσε το έργο της το 2003 και η Οδηγία ολοκληρώθηκε το 2004 [Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC, 2004/72/EC and Commission Regulation EC No. 2273/2003].

Η εισαγωγή της Οδηγίας για την κατάχρηση στα εθνικά δίκαια των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (περιλαμβανομένης και της Ελλάδας το 2005) αποτέλεσε μεγάλο εκσυγχρονισμό του θεσμικού οπλοστασίου για την καταπολέμηση των καταχρήσεων αγοράς στην Ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου. Οι δύο κύριες μορφές κατάχρησης περιγράφηκαν επακριβώς ως η κατάχρηση ιδιωτικής πληροφόρησης και η χειραγώγηση των τιμών. Οι καταστολή των καταχρήσεων εξειδικεύθηκε με μεγάλη σειρά μέτρων παρακολούθησης, διαφάνειας, απαγόρευσης και αποφυγής συγκρούσεων συμφερόντων.

Το νέο πλαίσιο εφαρμόζεται τα τελευταία χρόνια και έχει ασφαλώς βελτιώσει την αξιοπιστία των Ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου. Βεβαίως η εφαρμογή της κατασταλτικής εποπτείας απαιτεί εγρήγορση, πόρους και ισχυρή πολιτική βούληση για την καταστολή της κατάχρησης αγοράς με το νέο και πολύ αποτελεσματικό νομικό πλαίσιο, το οποίο από μόνο του δεν εγγυάται την επιτυχή αποφυγή καταχρήσεων. Με άλλα λόγια απαιτεί μία ενεργό και γρηγορούσα εποπτική αρχή.

Δ. Μαθήματα από τη Θεωρία και την Ιστορία

Η αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς δεν κατανοείται με το απλό ιδεολόγημα της ‘αυτο – ρυθμισης’ αν δεν γνωρίσουμε το ρυθμιστικό πλαίσιο που την διέπει. Οι ρυθμίσεις και η εποπτεία είναι αναπόσπαστο κομμάτι της ζωής και της ιστορίας των αγορών. Αν απουσιάζουν ολοσχερώς ή αν υπάρχουν αλλά είναι ανίσχυρες, η λειτουργία των αγορών αντανακλά αυτές τις ανεπάρκειες. Οι εποπτικές αρχές δεν είναι προφήτες για να προβλέπουν το μέλλον καλύτερα από άλλους και ούτε μπορεί κανείς να προσδοκά κάτι τέτιο. Έχουν όμως συνολική εικόνα της αγοράς που επιτρέπει να διαπιστώνουν συστημικούς κινδύνους και να καταδιώκουν τις καταχρήσεις αγοράς. Αλλωστε η δημιουργία επαρκών προληπτικών ρυθμίσεων για την ομαλότητα και την ακεραιότητα της αγοράς, όπως η διαφάνεια, η ασφάλεια των συναλλαγών, η χρηστή συμπεριφορά των μεσολαβητών είναι έργα που επιδρούν άμεσα στην ποιότητα μιας αγοράς κεφαλαίου αλλά δεν μπορούν να αφεθούν στη λογική και τη δράση ιδιωτικών συμφερόντων. Η έννοια του δημοσίου συμφέροντος σηματοδοτείται και ξεδιπλώνεται μέσα από την δημόσια ρύθμιση και εξουσία.

Για να είναι αξιόπιστη η δημόσια ρύθμιση πρέπει να διαθέτει τεχνογνωσία και επαρκή μέσα (προσωπικό και πόρους), νομικό οπλοστάσιο και πολιτική ανεξαρτησία. Μία αξιόπιστη δημόσια ρύθμιση βελτιώνει την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Μία αναξιόπιστη δημόσια ρύθμιση αντίθετα την καταβαθαθρώνει, επιβεβαιώνοντας την ‘ιδεολογία’ των ζηλωτών της αυτο - ρύθμισης. Για τον λόγο αυτό η δημιουργία ρυθμιστικών αρχών είναι μόνον η αφετηρία του έργου της ανάπτυξης της αγοράς. Η διαφύλαξη της ανεξαρτησίας, η ανανεούμενη βούληση για

την παραγωγή αποτελεσμάτων δημοσίου συμφέροντος έχουν κεντρική σημασία για την ανάπτυξη τόσο της εποπτείας όσο και της αγοράς.

Στην Ελλάδα η περίοδος 1996-2004 ήταν εποχή μιάς μεγάλης τομής για την Ελληνική κεφαλαιαγορά. Παράλληλα με την πελώρια αύξηση των συναλλαγών, θεμελιώθηκε μέσα από πολλές αντιξοότητες ένα ευρύτατο θεσμικό οικοδόμημα για την ρύθμιση και την εποπτεία της αγοράς. Το οικοδόμημα αυτό ήταν απάντηση στις προκλήσεις τόσο των κρίσεων, όπως η κρίση της ΔΕΛΤΑ το 1996, όσο και των μεγάλων προοπτικών της Ευρωπαϊκής νομισματικής ολοκλήρωσης που πυροδότησαν ένα πολύπλευρο μεταρρυθμιστικό πυρετό. Η δημιουργία νέων ρυθμίσεων για μία υποανάπτυκτη αλλά αυτο – ρυθμιζόμενη αγορά ήταν επομένως τόσο έργο ανταπόκρισης σε ανεπάρκειες που αποκαλύπτονταν όσο και έργο πρόνοιας για την υποδοχή του μέλλοντος.

Με αφορμή την πελώρια κρίση εμπιστοσύνης που πλήττει τις αγορές από το 2007 πολλές συζητήσεις γίνονται στις μέρες μας για την απαραίτητη νέα ρύθμιση των αγορών κεφαλαίου. Το κρισιμότερο ίσως ζήτημα που δεν αναδεικνύεται επαρκώς στις συζητήσεις αυτές είναι η προικοδότηση των εποπτικών αρχών με επαρκή ισχύ ώστε να μπορούν να αντιστέκονται στα κύματα ευφορίας που συχνά καταλαμβάνουν τις αγορές και που διαποτίζουν την κοινή γνώμη και την πολιτική γνώμη με τεχνητή αυτοπεποίθηση ότι «οι αγορές ξέρουν τι κάνουν» και ότι η καλύτερη ρύθμιση είναι η μη – ρύθμιση. Η ανεξαρτησία και η ικανότητα επιβολής του δημόσιου συμφέροντος είναι εύκολα κατορθώματα για μία εποπτική αρχή σε στιγμές κρίσης, όταν όλοι προσβλέπουν σε σωστικές δημόσιες παρεμβάσεις. Η δοκιμασία έρχεται (και θα έλθει πάλι) σε στιγμές υπερβολικού ενθουσιασμού, όταν οι πάντες επιζητούν ελευθερία να βγάζουν υπερκέρδη. Αν αυτή η ελευθερία έχει ως τίμημα μία μεταγενέστερη κρίση με πελώριο κόστος δημοσίων πόρων τότε η ελευθερία της αγοράς δεν είναι παρά ένα προπέτασμα για την απομύζηση των φορολογούμενων. Ακριβώς γι' αυτό το λόγο η ρύθμιση της ευφορίας είναι κύριο ζητούμενο. Και η ρύθμιση αυτή δεν μπορεί να γίνει παρά από εποπτικές αρχές που θα είναι ισχυροί, τεχνικά ικανοί και ανεξάρτητοι εντολοδόχοι του δημοσίου συμφέροντος.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Banerjee, A. (1992) "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-818.

Bikhchandani, S. and S. Sharma (2000) "Herd Behavior in Financial Markets" *IMF Staff Papers*, 47, 279-310.

Bagehot, W. (1873) *Lombard Street*, (London, Henry S. King and Co.)

Coase , R.H. (1960) “The problem of social cost” *The Journal of Law and Economics*, vol. 3 (October 1960)

Fama, Eugene F. (1970) “Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work,” *Journal of Finance*. 25, 383-417.

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (London Macmillan)

Kindleberger, C. P. (1978), *Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (Basic Books, New York)

Knight, F. H. (1921), *Risk, uncertainty and profit* (Houghton Mifflin, Boston, Reprinted 1985 University of Chicago Press, Chicago, IL).

Lucas, R. (2009) “In defense of the dismal science “ *The Economist* (August 8th -14th) 63

Rajan, R. G. and L. Zingales (2004) *Saving Capitalism from the Capitalists* (Princeton)

Shiller, Robert J. (1995) “Conversation, Information and Herd Behavior” *American Economic Review*, 85, 181-185

Shiller, R. J. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton University Press

Stigler, G.J. (1971) “The Theory of Economic Regulation” *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2, 3-21.

Thomadakis, S. (2007) “Financial Markets: Self – regulation, External Intervention, and Institutional Homogeneity” , in P. Korliras (ed.) *The Variety of Economic Institutions Under the Many Forms of Capitalism*, Economic Policy Studies (Athens Univ. of Economics and Business)

.....

Θωμαδάκης, Σ. [2004] “Σύγχρονα Χρηματιστήρια: Σημειώσεις για Θέματα Ιδιοκτησίας, Διοίκησης και Εποπτείας” στον τόμο *Μνήμη Μιχάλη Μηνούδη* (Αθήνα-Σάκκουλας 2004), 289-302

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, *Ετήσιες Εκθέσεις 1998-2003*

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς [1997] *Η Χρηματιστηριακή Κρίση του Νοεμβρίου 1996: Μέτρα Πολιτικής, Ευρήματα, Πορίσματα* (Αθήνα)