

B.

Έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται  
από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση



# Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση

Νικόλαος Τραυλός

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΚΑΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΔΡΑΣ "ΚΑΙΤΗ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΥ"

ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΠΡΥΤΑΝΗΣ

ALBA GRADUATE BUSINESS SCHOOL

## Περίληψη

*Αυτό το άρθρο παρουσιάζει τις σχετικές έννοιες, πρακτικές και τάσεις στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επίσης και τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζονται από τα αντίστοιχα συστήματα. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης και στον ρόλο που έπαιξαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Το άρθρο επισημαίνει πως απαιτείται ριζική αλλαγή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε επτά περιοχές: στα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, στη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), στην προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), στο ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, στη δυνατότητα ανάληψης δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, στον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, και στον τρόπο προσέλευσης και αξιολόγησης Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Όπως επισημαίνεται, οι σχετικές πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένεται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να θεωρούμε πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν πλήρως και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η ιστορία των παγκόσμιων οικονομικών κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, θεραπεύονται εκ των υστέρων μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ευτυχώς όμως, μετά το πέρασμα πολλών δεκαετιών.*

## 1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ακολούθησε την κατάρρευση κολοσσιαίων τραπεζικών οργανισμών (π.χ. Lehman Brothers) αποδίδεται, μεταξύ άλλων, κυρίως στα ανεπαρκή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και στο χαλαρό εποπτικό πλαίσιο (Mulbert, 2010, Yeoh, 2010). Σε πλήρη αρμονία με την παραπάνω διαπίστωση, έχει αρχίσει πλούσιος διάλογος σχετικά με τη βελτίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, κυρίως των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Το παρόν άρθρο αποσκοπεί στην παρουσίαση των σχετικών εννοιών, πρακτικών και τάσεων στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης. Το κεφάλαιο 2 εξηγεί την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζονται από τα σχετικά συστήματα. Το κεφάλαιο 3 εστιάζει στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Το κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τα κύρια αίτια της πρόσφατης κρίσης και τα συνδέει με αδυναμίες του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το κεφάλαιο 5 αναδεικνύει τις απαραίτητες βελτιώσεις στο υφιστάμενο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Το κεφάλαιο 6 παρουσιάζει τις υφιστάμενες προτάσεις βελτίωσης του συστήματος. Το τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζει το άρθρο και αναφέρει τα βασικά συμπεράσματα.

## 2. Εταιρική διακυβέρνηση

### 2.1 Ορισμός

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ-OECD) ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως τις μεθόδους και διαδικασίες σύμφωνα με τις οποίες ένας οργανισμός διευθύνεται και ελέγχεται (OECD, 2002 και 2004). Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού καθορίζει την κατανομή των περιουσιακών δικαιωμάτων (και ψήφου) και ευθυνών ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων ενός οργανισμού (διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, μέτοχοι, πιστωτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη) και καταγράφει τους κανόνες και τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τον διαχωρισμό διοίκησης (management) από ιδιοκτησία (ownership) στις σύγχρονες επιχειρήσεις και οργανισμούς. Αυτός ο διαχωρισμός, που πρωτοαναλύθηκε από τους Berle και Means (1933) δημιουργεί σχέσεις εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent) ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, πιστωτές και μετόχους, και μικρομετόχους και μεγαλομετόχους, αντίστοιχα. Συγκεκριμένα, στις σύγχρονες επιχειρήσεις, οι μέτοχοι (εντολείς) αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης στα διευθυντικά στελέχη (management – εντολοδόχους). Ομοίως, οι πιστωτές (εντολείς) εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μετόχων (εντολοδόχων). Κατά τον ίδιο τρόπο οι μικρομέτοχοι (εντολείς) εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μεγαλομετόχων (εντολοδόχων) που συνήθως αποτελούν τη διευθυντική ομάδα της επιχείρησης. Ο εντολοδόχος παίρνει αποφάσεις κατ' εντολή και προς όφελος του εντολέα. Εάν ο εντολέας μπορούσε να επιβάλει στον εντολοδόχο τη λήψη αποφάσεων που θα εξυπηρετούσαν αποκλειστικά τα δικά του συμφέροντα, ο εντολοδόχος θα ικανοποιούσε πάντοτε τα συμφέροντα του εντολέα του. Εν τούτοις, τόσο η θεωρία όσο και η πράξη αναδεικνύουν περιπτώσεις που τα συμφέροντα των δύο φορέων αποκλίνουν, και ο εντολοδόχος λειτουργεί αντίθετα με τα συμφέροντα του εντολέα (Jensen and Meckling, 1976).

## 2.2 Πηγές προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

### *α. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών*

Η σχετική βιβλιογραφία αναφέρει τις παρακάτω μορφές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- ▼ Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, κ.λπ.).
- ▼ Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τον συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα, να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
- ▼ Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρότι συμβάλλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

### *β. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών*

Εδώ η σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές:

- ▼ Ανάλυση από την επιχείρηση επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου από ό,τι είχε αρχικά παρουσιαστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο.
- ▼ Περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση, μετά την έκδοση του αρχικού δανείου, πέρα από ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί.
- ▼ Άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφάλαιο όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

### *γ. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων*

Στις κεφαλαιαγορές της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνίας και πολλών άλλων χωρών, το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η βασική ειδοποιός διαφορά είναι η ύπαρξη, στις πρώτες χώρες, αρκετών εταιρειών οικογενειακής μορφής και η συνύπαρξη ενός μικρού αριθμού μεγαλομετόχων, που συνήθως αποτελούν και την κορυφαία διευθυντική ομάδα της επιχείρησης, με μία μεγάλη ομάδα μικρομετόχων. Σε αυτές τις κεφαλαιαγορές το πρόβλημα επικεντρώνεται κυρίως στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που μπορεί να πάρει τις εξής μορφές:

- ▼ Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομέτοχους μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος.

- ▼ Ανάλυση δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου.

Όπως προκύπτει από τα εμπειρικά πορίσματα αρκετών δημοσιευμένων ερευνητικών εργασιών, τα σχετικά προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων είναι εντονότερα στις περιπτώσεις που α) ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διοικητικό/διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (Πρόεδρος ΔΣ/Διευθύνων Σύμβουλος), και β) τα δικαιώματα ψήφου –άρα και ελέγχου της επιχείρησης– ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, όπως όταν υπάρχουν δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου ή όταν ο μεγαλομέτοχος ελέγχει πολλές θυγατρικές εταιρείες μέσω πυραμοειδούς σχήματος.<sup>1</sup>

Συμπερασματικά, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει σημαντικά προβλήματα στη λειτουργία των επιχειρήσεων τόσο στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς μετοχικού κεφαλαίου, όσο και στις περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικού κεφαλαίου σε λίγους μεγαλομετόχους. Συνεπώς, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται τόσο σε πολυμετοχικά σχήματα, όπως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και σε μεγαλομετόχους, όπως στην Ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και αλλού, έχουν ανάγκη βελτίωσης.

## 2.3 Η σημασία ύπαρξης ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Αυτή η απόκλιση εγείρει σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικροεπενδυτών, των πιστωτών και όλων των άλλων φορέων που αντλούν νόμιμα συμφέροντα από την επιχείρηση. Τόσο η βιβλιογραφία της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης όσο και η πρακτική των εποπτικών αρχών των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν ασχοληθεί εκτενώς με αυτά τα θέματα και έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των σχετικών προβλημάτων. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance), έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια.

Η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στην οικονομία κάθε χώρας. Συγκεκριμένα, έρευνα της Εταιρείας Συμβούλων McKinsey, το 2000, βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές από όλο τον κόσμο, αποκαλύπτει πως τουλάχιστον 75% των θεσμικών επενδυτών λαμβάνουν υπόψη τους, για τη διαμόρφωση των επενδυτικών τους επιλογών, εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαιά τους όσο και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα.

Επίσης, σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, περισσότεροι από 80% των θεσμικών επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές των εταιρειών που έχουν ισχυρά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με εταιρείες που διαθέτουν ασθενή συστήματα προστασίας των επενδυτών. Το επιπλέον τίμημα, για εταιρείες με την ίδια χρηματοοικονομική επίδοση, διαφέρει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με την ποιότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, το επιπλέον τίμημα είναι 18% για εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο, 22% στη Βενεζουέλα και 27% στην Ινδονησία. Αυτό συνεπάγεται πως σε χώρες όπως η Ινδονησία οι εταιρείες με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου, συγκριτικά με τις εταιρείες που διαθέτουν ισχυρά συστήματα. Το τελικό αποτέλεσμα είναι λιγότερες παραγωγικές και αντίστοιχα χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας.

Από την άλλη πλευρά, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν επιτρέπει την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, στη Ρωσία, που η ύπαρξη ασθενών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σαν αποτέλεσμα τη συστηματική ιδιοποίηση, από τα διευθυντικά στελέχη, των περιουσιακών στοιχείων επιχειρήσεων που πρόσφατα ιδιωτικοποιήθηκαν, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις, οδηγώντας την κεφαλαιαγορά σε μαρασμό.

<sup>1</sup> Βλέπε: Morck, Shleifer and Vishny (1998), Claessens, Djankov and Lang (2000), Milonas (2000) και Claessens, Djankov, Fan and Lang (2002).

## 2.4 Διεθνείς πρωτοβουλίες βελτίωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

### *α. Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury*

Η διερεύνηση και ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς αναζωπυρώθηκε με την έκδοση των πορισμάτων της Επιτροπής Cadbury, το 1992, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η σχετική Επιτροπή (Report on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992), που δημιουργήθηκε από τη βρετανική κυβέρνηση τον Μάιο του 1991 υπό την πίεση των δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων της εποχής, εξέδωσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice), τον Δεκέμβριο του 1992, ο οποίος προτείνει πως:

- ▼ Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών πρέπει να περιλαμβάνουν και μη-εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία.
- ▼ Οι θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι προτιμότερο να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα.
- ▼ Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ▼ Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών/Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- ▼ Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο.

Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου υιοθέτησε τον Κώδικα σαν κριτήριο εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο, παρέχοντας όμως στις επιχειρήσεις την επιλογή μη υιοθέτησης του Κώδικα, υπό τον όρο ότι θα απεκάλυπταν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησής τους και τους λόγους μη υιοθέτησης του σχετικού κώδικα.

Ο Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury αποτέλεσε το πρότυπο των σχετικών πρωτοβουλιών σε αρκετές χώρες, όπως ΗΠΑ, Καναδά, Χονγκ-Κονγκ, Νότια Αφρική, Αυστραλία, Γαλλία και Ελλάδα. Στη χώρα μας οι σχετικές πρωτοβουλίες ξεκίνησαν με την έκδοση της «Γαλάζιας Βίβλου» το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που συνέβαλε στην ψήφιση του Νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

Οι προτάσεις της Επιτροπής Cadbury έγιναν αντικείμενο ευρείας συζήτησης τόσο σε κυβερνητικούς όσο και σε επιχειρηματικούς και ακαδημαϊκούς κύκλους. Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell and Travlos (2002) διερευνούν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου και συμπεραίνουν πως η εισαγωγή και υιοθέτηση του κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury ενίσχυσε τον εποπτικό ρόλο των Διοικητικών Συμβουλίων.

### *β. Μεταρρυθμίσεις που επηρεάζουν τις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρείες που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές*

Η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK, 1998) του Ηνωμένου Βασιλείου ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

- ▼ Την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες έχουν επενδύσει.
- ▼ Την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις εταιρείες και στους βασικούς τους θεσμικούς επενδυτές.

Η σχετική εμπειρική έρευνα των Solomon and Solomon (1999) διαπιστώνει πως τα διευθυντικά στελέχη των Επενδυτικών Εταιρειών:

- ▼ Υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες επενδύουν, και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.
- ▼ Ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν.
- ▼ Υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.
- ▼ Έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις εταιρείες στις οποίες επενδύουν.
- ▼ Έχουν εκφράσει κάποιον προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές εταιρείες.

#### γ. Άλλες σημαντικές διεθνείς πρωτοβουλίες

Ανάμεσα στις άλλες διεθνείς πρωτοβουλίες ενίσχυσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αξιοσημείωτες είναι:

- ▼ η έκδοση των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 2002 και 2004), και
- ▼ η έκδοση του Νόμου Sarbanes-Oxley το 2002 στις ΗΠΑ.

Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ κινούνται στο πλαίσιο των προτάσεων του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury. Ο Νόμος Sarbanes-Oxley επιφορτίζει με σοβαρές ευθύνες τα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου των εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και επιβάλλει υψηλές ποινές σε όσα άτομα αποδεικνύονται κατώτερα των ευθυνών τους.

#### δ. Ο Νόμος 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση

Στη χώρα μας, η Βουλή ψήφισε τον Νόμο 3016 ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας.

Ο Νόμος ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, απαγορεύεται τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας. Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντά τους που ανακύπτουν από συναλλαγές της εταιρείας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων της.

Ο Νόμος επίσης αναφέρεται στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, προβλέποντας τη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Περαιτέρω, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, εκτός εάν στο διοικητικό συμβούλιο συμμετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Περαιτέρω, ο Νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον κ.ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με τον χρόνο που τα μέλη



του διοικητικού συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Επιπλέον, θεσπίζονται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία ασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, που δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας, και εποπτεύεται από μη εκτελεστικά (ένα έως τρία) μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο. Δεν μπορούν να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρείας. Το διοικητικό συμβούλιο έχει την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο τους, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητά της να αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016 αποτελεί ένα στέρεο βήμα στη σωστή κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω τη διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι των τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, τα σχετικά άρθρα εισάγουν μερικές ασφαλιστικές δικλείδες για την προστασία των μικρομετόχων έναντι των μεγαλομετόχων. Για παράδειγμα, η συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury και των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 2002 και 2004). Από τη φύση του ο Κώδικας αντιμετωπίζει τα προβλήματα μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών που ανακύπτουν σε μία πολυμετοχική επιχείρηση, όπως κατά κανόνα είναι οι επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις ΗΠΑ. Επομένως, ο Κώδικας δεν δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που αποτελούν το πιο σημαντικό πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας και σε άλλες χώρες με παρόμοιο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Συνεπώς, ο Νόμος 3016 παρότι είναι χρήσιμος, είναι πολύ πιθανόν να χρειαστεί να εμπλουτιστεί στο μέλλον με περισσότερες διατάξεις που θα διέπουν τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

### 3. Εταιρική διακυβέρνηση σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί γενικότερα και οι τράπεζες ειδικότερα έχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που κάνουν πιο έντονες τις περιπτώσεις απόκλισης συμφερόντων ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης [Macey and O' Hara, (2003)]. Πρώτον, οι τράπεζες χρησιμοποιούν πολύ λιγότερα ίδια κεφάλαια σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, ενώ οι άλλες επιχειρήσεις κατά κανόνα χρηματοδοτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία με 50% δανειακά κεφάλαια και 50% ίδια κεφάλαια, οι τράπεζες αντίθετως χρηματοδοτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία συνήθως με 90% δανειακά κεφάλαια. Αυτή η υψηλή χρήση δανειακών κεφαλαίων δίνει ισχυρότερα κίνητρα στις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς επιχειρηματικούς κινδύνους, γιατί ενώ οι κίνδυνοι των μετόχων περιορίζονται στην απώλεια του περιορισμένου κεφαλαίου τους, τα κέρδη τους είναι πολλαπλάσια στην περίπτωση επιτυχίας των επιχειρηματικών τους σχεδίων, αφού

σε αυτήν την περίπτωση πληρώνουν μεν το χαμηλό επιτόκιο, αλλά καρπούνται τη διαφορά ανάμεσα στην απόδοση των συνολικών κεφαλαίων και του χαμηλού επιτοκίου. Συνεπώς, προκύπτει ανάγκη παρακολούθησης και περιορισμού του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι τράπεζες για την προστασία των πιστωτών, κυρίως των μικροκαταθετών.

Δεύτερον, οι περισσότερες υποχρεώσεις (δάνεια) των τραπεζών συνίστανται σε καταθέσεις οι οποίες είναι συνήθως διαθέσιμες σε πρώτη ζήτηση. Αντιθέτως, τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών είναι δάνεια (καταναλωτικά, στεγαστικά, επιχειρηματικά) τα οποία λήγουν πέραν της περιόδου λήξης των καταθέσεων. Συνεπώς, οι τράπεζες προσφέρουν μια σημαντική υπηρεσία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, τη δημιουργία δηλαδή ρευστότητας στην οικονομία με το να διακρατούν περιουσιακά στοιχεία χαμηλής ρευστότητας και να δημιουργούν υποχρεώσεις (καταθέσεις) υψηλής ρευστότητας. Η απόκλιση όμως της περιόδου λήξης ανάμεσα σε υποχρεώσεις και περιουσιακά στοιχεία δημιουργεί σοβαρό πρόβλημα στις τράπεζες σε περιόδους κρίσης που εμφανίζονται φαινόμενα πανικού, καταλήγοντας σε ομαδική απόσυρση καταθέσεων από τις τράπεζες (bank runs). Πράγματι, οι τράπεζες –που παραδοσιακά διατηρούν σε ρευστά διαθέσιμα ένα μικρό τμήμα των καταθέσεων– αδυνατούν να ικανοποιήσουν, σε περιπτώσεις ομαδικής απόσυρσης καταθέσεων, τις απαιτήσεις των καταθετών για άμεση ρευστοποίηση των καταθέσεών τους. Έτσι, η αδυναμία των καταθετών να συντονίσουν την απόσυρση των καταθέσεών τους επιδεινώνει το πρόβλημα και καταλήγει σε μια λύση που είναι ζημιολόγος σε όλους. Προς περιορισμό των προβλημάτων που η παραπάνω συμπεριφορά μπορεί να δημιουργήσει, το τραπεζικό σύστημα έχει επινοήσει την ασφάλιση των καταθέσεων, η οποία απομακρύνει τα κίνητρα των μικροκαταθετών προς ομαδική απόσυρση των καταθέσεων σε περιόδους κρίσης.

### 3.1 Το Ταμείο Ασφάλισης Καταθέσεων (Deposit Insurance Fund)

Ως αποτέλεσμα της μαζικής κατάρρευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια του κραχ του 1929, ψηφίστηκε από τη Βουλή (των ΗΠΑ) το 1933 ο Νόμος περί Τραπεζών (Banking Act) ο οποίος θέσπισε το Ταμείο Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC) και εξουσιοδότησε την κεντρική κυβέρνηση να καθιερώσει την ασφάλιση των καταθέσεων των τραπεζών. Είναι αναμφισβήτητο γεγονός πως η ίδρυση του συγκεκριμένου ταμείου είχε δύο σημαντικές θετικές επιδράσεις στην οικονομία των ΗΠΑ. Πρώτον, περιόρισε σημαντικά τα φαινόμενα ομαδικής απόσυρσης καταθέσεων σε περιόδους κρίσης. Δεύτερον, απομάκρυνε την επέκταση αποτυχίας μιας μεμονωμένης τράπεζας σε ολόκληρη την οικονομία (Friedman and Schwartz, 1963, Macey and O' Hara, 2003).

Όπως συμβαίνει με κάθε οικονομικό μέτρο/νεωτερισμό, έτσι και η ίδρυση του Ταμείου (FDIC) συνοδεύτηκε και με αρνητικές επιδράσεις. Συγκεκριμένα, εισήγαγε ηθικό κίνδυνο (moral hazard) στους μετόχους και διευθυντικά στελέχη των τραπεζών σχετικά με την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Το κίνητρο ανάληψης υπερβολικού κινδύνου απορρέει από δύο λόγους. Πρώτον, οι μέτοχοι μιας αποτυχούσας τράπεζας μεταθέτουν μέρος της ζημίας τους σε τρίτα μέρη, άσχετα με τις δικές τους ενέργειες. Τα τρίτα μέρη περιλαμβάνουν τις υγιείς τράπεζες, των οποίων οι εισφορές στο κεφάλαιο του Ταμείου χρησιμοποιούνται για την πληρωμή των καταθετών της αποτυχούσας τράπεζας, και τους φορολογούμενους που καλούνται να συμπληρώσουν τα κεφάλαια του Ταμείου όταν αυτά εξανεμίζονται. Δεύτερον, οι εισφορές των τραπεζών στο Ταμείο δεν σχετίζονται με τον βαθμό κινδύνου κάθε τράπεζας, δίνοντας έτσι κίνητρα στις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους. Το κίνητρο για ανάληψη υψηλών κινδύνων από τις τράπεζες είναι ισχυρότερο όταν η τράπεζα βρίσκεται σε δυσχερή οικονομική κατάσταση, γιατί σε αυτή την περίπτωση οι μέτοχοι μοιράζονται με τους πιστωτές-καταθέτες τις ζημιές που τυχόν δημιουργούνται αν αποτύχουν τα επενδυτικά σχέδια υψηλού κινδύνου, ενώ αντιθέτως κρατούν όλα τα κέρδη σε περίπτωση επιτυχούς υλοποίησης των αντίστοιχων σχεδίων. Το σχετικό κίνητρο ανάληψης υπερβολικού κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα έχει αντιμετωπιστεί με την καθιέρωση από το κανονιστικό πλαίσιο ελάχιστων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας, τα οποία εξαρτώνται και από τον βαθμό κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου στον ισολογισμό των τραπεζών συνεπάγεται τη δέσμευση μεγάλου ποσοστού ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας, γεγονός που απωθεί τις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους.

Υπό την πίεση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης τα ελάχιστα όρια κεφαλαιακής επάρκειας αναπροσαρμόστηκαν ανοδικά, μειώνοντας περαιτέρω τα κίνητρα ανάληψης υπερβολικού κινδύνου από τις τράπεζες. Εν τούτοις, τα κίνητρα ανάληψης υψηλού κινδύνου παραμένουν, γεγονός που συνηγορεί για την επιβολή πιο αυστηρών κανόνων λογοδοσίας (accountability) στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου των τραπεζών σε σχέση με τα αντίστοιχα μέλη διοικητικού συμβουλίου μη τραπεζικών επιχειρήσεων.

### 3.2 Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης για χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς

Τα ειδικά χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών οργανισμών απαιτούν έναν ευρύτερο ορισμό του όρου «εταιρική διακυβέρνηση» σε σχέση με τον αντίστοιχο ορισμό που έχει υιοθετηθεί από τον ΟΟΣΑ (OECD). Συγκεκριμένα, ο ευρύτερος ορισμός αναφέρεται σε ουσιαστικές διοικητικές πτυχές της επιχείρησης και στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων από το Διοικητικό Συμβούλιο και τα Διευθυντικά Στελέχη. Επίσης, αναφέρεται στην εσωτερική οργάνωση αυτών των επιχειρήσεων σε επίπεδο κάτω από την κορυφαία διευθυντική ομάδα.

Αυτός ο ορισμός συνάδει με τη σχετική φιλοσοφία της Επιτροπής Βασιλείας σχετικά με την Τραπεζική Εποπτεία, όπως αντανακλάται στην Έκθεση-Οδηγία «Βελτίωση Εταιρικής Διακυβέρνησης για Τραπεζικούς Οργανισμούς» (Basel Committee on Banking Supervision, 2006). Πράγματι, η σχετική Έκθεση-Οδηγία αναφέρει πως, υπό το πρίσμα των ιδιαιτεροτήτων του τραπεζικού κλάδου, η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τον τρόπο που ασκούνται οι διευθυντικές αρμοδιότητες από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ηγετική διευθυντική ομάδα σχετικά με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και δράσεις των τραπεζών. Κατ' ακολουθία, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί η Επιτροπή Βασιλείας επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο το Διοικητικό Συμβούλιο και η Διευθυντική ομάδα:

- ▼ καθορίζουν τους εταιρικούς στόχους
- ▼ διαχειρίζονται τις καθημερινές υποθέσεις της τράπεζας
- ▼ ανταποκρίνονται στην υποχρέωση λογοδοσίας στους μετόχους και στα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (εποπτικές αρχές, κυβέρνηση, καταθέτες)
- ▼ προστατεύουν τα συμφέροντα των καταθετών
- ▼ ευθυγραμμίζουν τις εταιρικές δραστηριότητες/συμπεριφορές με τον στόχο της συνετής και ασφαλούς διαχείρισης και προσηλωσης στους σχετικούς νόμους και κανονισμούς.

### 3.3 Εμπειρικά πορίσματα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση τραπεζών

Η σχετική βιβλιογραφία παρέχει πορίσματα τόσο σχετικά με τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου από τις τράπεζες, όσο και σε σχέση με τα χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών σε σύγκριση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις.

Ως προς το πρώτο θέμα, οι Saunders, Strock and Travlos (1990) καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο τραπεζικών επιχειρήσεων (στις ΗΠΑ) και στο ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών της τράπεζας. Ο κίνδυνος μετράται τόσο με χρηματιστηριακά στοιχεία (συνολικός κίνδυνος αποδόσεων, συστηματικός κίνδυνος, μη συστηματικός κίνδυνος) όσο και με λογιστικά στοιχεία (δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων). Ανεξάρτητα με τον τρόπο μέτρησης, όσο είναι μεγαλύτερο το ποσοστό μετοχών που κατέχεται από τα διευθυντικά στελέχη, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει η τράπεζα. Είναι ενδιαφέρον να τονιστεί πως αυτή η σχέση είναι ισχυρότερη σε περιόδους χαλαρού κανονιστικού πλαισίου. Ανάλογα πορίσματα αναφέρονται και πρόσφατα από τους Laeven and Levine (2007), χρησιμοποιώντας δείγμα 296 μεγάλων τραπεζών από 48 χώρες.

Αναφορικά με το δεύτερο θέμα, οι Adams and Mehran (2003) καταγράφουν, μεταξύ άλλων, τα κάτωθι χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών σε σχέση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις:

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ</b>		
	<b>Τράπεζες</b>	<b>Μη-Τράπεζες</b>
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	18,2	12,1
% Μη Εκτελεστικών Μελών ΔΣ	69,7	60,6
Αριθμός Επιτροπών ΔΣ	4,9	4,4
Αριθμός Συνεδριάσεων ΔΣ	7,9	7,6
% Μετοχικής ιδιοκτησίας CEO	2,3	2,9
% Δικαιωμάτων Αίρεσης επί Μετοχών	–	–
% συμμετοχή Stock Options στη συνολική αμοιβή CEO	1,0	1,6
ΠΗΓΗ: Adams and Mehran (2003)		

Τα πορίσματα των Adams and Mehran (2003) πράγματι υποστηρίζουν την άποψη πως στις τράπεζες τα διοικητικά συμβούλια είναι επικρατέστερα με περισσότερες ευθύνες, και πως τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν λιγότερες μετοχές σε σχέση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις, έχοντας ασθενέστερα κίνητρα για ανάληψη κινδύνου.

## 4. Εταιρική διακυβέρνηση και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση

Η πρόσφατη κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές έχει κλονίσει σημαντικά την εμπιστοσύνη ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έχει εγείρει το ερώτημα πώς αυτή η εμπιστοσύνη μπορεί να αποκατασταθεί.

Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα συνδέεται με τα βασικά αίτια της κρίσης τα οποία συνοψίζονται ως εξής<sup>2</sup>:

- ▼ Αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)
- ▼ Υπερβολική χρήση δανείων (Financial Leverage)
- ▼ Πλημμελής διαβάθμιση πιστωτικού κινδύνου από τους σχετικούς οργανισμούς (Bond Rating Agencies)
- ▼ Μη αποτελεσματικό σύστημα αμοιβών ανώτατων στελεχών
- ▼ Μη επαρκής εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έλλειψη διαφάνειας σε ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσεως
- ▼ Ασθενής εταιρική διακυβέρνηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών

Πιο συγκεκριμένα, η τιτλοποίηση είναι ένας μηχανισμός μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών και αποταμιευτικών τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Για παράδειγμα, ένα στεγαστικό δάνειο € 1.000 αντικαθίσταται από τον διαμε-

<sup>2</sup> Βλέπε σχετικά το άρθρο «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», των Χ. Καμπόλη και Ν. Τραυλού, στην ιστοσελίδα [www.alba.edu.gr/faculty/Documents/cabolis%20siite.pdf](http://www.alba.edu.gr/faculty/Documents/cabolis%20siite.pdf), καθώς επίσης και περίληψη αυτού με τίτλο: «Πέντε βασικές αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης», όπως δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα Καθημερινή της Κυριακής στις 28.06.09.

σολαβητικό οργανισμό με ισοδύναμο ποσό μετρητών τα οποία χρησιμοποιούνται από την τράπεζα για νέα στεγαστικά δάνεια, που με τη σειρά τους μεταφέρονται σε έναν διαμεσολαβητικό οργανισμό ο οποίος αντικαθιστά το στεγαστικό δάνειο με μετρητά κ.ο.κ. Τα αρχικά στεγαστικά δάνεια με αυτή τη διαδικασία μεταφέρονται από την αρχική τράπεζα στον διαμεσολαβητικό οργανισμό, όπου χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια και έκδοση ιδίων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης. Με αυτό τον τρόπο, οι υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια βρίσκονται σε επίπεδα 20 προς 1, 30 προς 1, ακόμη και 50 προς 1, σε αντίθεση με τη σχέση υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια της τάξης 9 προς 1 που έχουν συνήθως οι τραπεζικοί οργανισμοί. Επομένως, ο μηχανισμός της τιτλοποίησης δημιουργεί δύο προβλήματα. Πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη, αφού ο κίνδυνος αυτός μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς. Δεύτερον, οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities ή MBS). Τα εταιρικά ομόλογα αγοράζονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds).

Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρείες Διαβάθμισης (Bond Rating Agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA, κ.λπ.) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Ένας από τους λόγους αυτής της «λανθασμένης» βαθμολόγησης είναι ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard), η σχέση εξάρτησης δηλαδή που υπήρχε μεταξύ τους, αφού οι εταιρείες διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων. Έτσι, οι επενδυτές παραπλανήθηκαν ως προς τον κίνδυνο των ομολόγων που αγόρασαν. Επιπλέον, για τη διασφάλισή τους, οι θεσμικοί επενδυτές αγόρασαν συμβόλαια προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων (Credit Default Swaps). Δυστυχώς, τα περισσότερα συμβόλαια προστασίας είχαν εκδοθεί κύρια από μια ασφαλιστική εταιρεία, την AIG, η οποία δεν ήταν δυνατό να σηκώσει το βάρος μιας εντεταμένης χρεοκοπίας των ομολόγων, οδηγούμενη και εκείνη σε πιστωτικό αδιέξοδο τον Σεπτέμβριο του 2008.

Παρόμοιο πρόβλημα δημιούργησε και το σύστημα αμοιβών στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η δομή των (υπερ)αμοιβών των στελεχών έδινε ιδιαίτερη σημασία στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας. Επομένως, τα στελέχη ελάμβαναν υπόψη μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους αδιαφορώντας για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους στην εταιρεία. Αυτό ουσιαστικά έθεσε κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών (NINJA Δάνεια: No-Income, No-Job, No-Assets), καλύπτοντας μάλιστα 100% της αξίας του ακινήτου.

Οι παραπάνω αιτίες βρήκαν γόνιμο έδαφος και στο «απελευθερωμένο» (deregulation) κανονιστικό πλαίσιο. Το 1999, με την κατάργηση του νόμου Glass Steagall, υιοθετήθηκε το δόγμα της αυτορρύθμισης των επενδυτικών τραπεζών. Επιπρόσθετα, υιοθετήθηκε και η μετακίνηση σχετικών δραστηριοτήτων εκτός του ισολογισμού, μειώνοντας την ικανότητα της αγοράς να αποτιμήσει το μέγεθος του κινδύνου. Επιπλέον, η διάσωση του Long-Term Capital Management (LTC) το 1998 δημιούργησε προσδοκίες πως η Κεντρική Τράπεζα δεν θα άφηνε πιστωτικά ιδρύματα να καταρρεύσουν.

Τέλος, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών δεν προέβλεπε τον σχεδιασμό συστημάτων αξιολόγησης και παρακολούθησης των εταιρικών κινδύνων (ιδιαίτερα του πιστοληπτικού κινδύνου) από το Διοικητικό Συμβούλιο, με αποτέλεσμα τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους εν αγνοία του Διοικητικού Συμβουλίου.

Βασισμένοι στις παραπάνω εξελίξεις, η διαδρομή της κρίσης μπορεί τώρα, εκ των υστέρων, να απεικονιστεί καθαρά. Σε κάποιο σημείο, η προσφορά ακινήτων ξεπέρασε τη ζήτησή τους, οδηγώντας σε πτώση των τιμών που με τη σειρά της δημιούργησε αρνητική καθαρή θέση στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων. Για παράδειγμα, τον Μάρτιο του 2008 το 11% των κατόχων στεγαστικών δανείων (8,8 εκατομμύρια ιδιοκτήτες) είχαν μηδενική ή αρνητική θέση, έχοντας κίνητρο να παύσουν να αποπληρώνουν το δάνειο, εγκαταλείποντας το ακίνητο στην τράπεζα. Τον Μάιο του 2008 τα ακίνητα στις ΗΠΑ έχασαν 18,4% της αξίας τους σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο του 2006.



Περαιτέρω, η αύξηση των επιτοκίων (Adjustable Mortgage Rates – AMR) μετά την αρχική περίοδο χάριτος χαμηλών επιτοκίων δυσχέρανε τη διατήρηση του ακινήτου στα χέρια του αρχικού επενδυτή, οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις σε χαμηλές τιμές. Το αποτέλεσμα ήταν οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων δανείων να μην εισπράξουν τις ταμειακές ροές που ανέμεναν (τόκους και κεφάλαιο) με αποτέλεσμα τα εταιρικά ομόλογα (MBS) που είχαν χρηματοδοτήσει τα τιτλοποιημένα δάνεια να υποστούν σημαντική μείωση της βαθμολογίας τους, σημαντική αύξηση των απαιτούμενων επιτοκίων τους και υποτίμηση της αξίας τους, πράγμα που οδήγησε στην κατάρρευση των διαμεσολαβητικών οργανισμών.<sup>3</sup>

Το σημαντικότερο όμως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας ήταν η άρση της εμπιστοσύνης μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών στη διατραπεζική αγορά που οδήγησε στο «κλείσιμο της στρόφιγγας» των πιστώσεων και επομένως στην κρίση ρευστότητας, με όλες τις επακόλουθες αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία των διαφόρων χωρών.

## 5. Απαραίτητες αλλαγές για την ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Με βάση τα παραπάνω αίτια, οι κάτωθι προτάσεις μπορούν να αντιμετωπίσουν τα σύγχρονα προβλήματα και να αποκαταστήσουν την απαραίτητη εμπιστοσύνη στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα:

- ▼ Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να τροποποιηθούν και να μεταφέρουν τον έλεγχο του εταιρικού κινδύνου (κυρίως default risk) σε επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου, ανεξάρτητη από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο (CEO) και τα κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- ▼ Η επιτροπή Αμοιβών των Διευθυντικών Στελεχών πρέπει να λαμβάνει υπ' όψη της τους εταιρικούς κινδύνους στον σχεδιασμό και την εφαρμογή συστημάτων και πολιτικών αμοιβών ανώτατων διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, τα σχετικά συστήματα πρέπει να συνδέουν τις αμοιβές των ανώτατων διευθυντικών στελεχών με την κερδοφορία και τον κίνδυνο σε βάθος χρόνου, ανεξάρτητα από την επίδραση των ενεργειών των στελεχών στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία και στους βραχυπρόθεσμους κινδύνους της εταιρείας τους.
- ▼ Η αξιολόγηση του ρίσκου των εταιρικών ομολόγων από τις εταιρείες αξιολόγησης πρέπει να γίνεται με ανάθεση από τον Σύμβουλο Έκδοσης σε οργανισμό που εξασφαλίζει αμεροληψία. Για παράδειγμα, οι εταιρείες διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου να εφαρμόζουν κριτήρια, υποδείγματα και μεθοδολογίες που κατ' ελάχιστον ικανοποιούν οδηγίες των εποπτικών αρχών (Κεντρική Τράπεζα, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κ.λπ.).
- ▼ Το ποσοστό συμμετοχής των ανώτατων διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο των χρηματοπιστωτικών οργανισμών είναι μια χρήσιμη πληροφορία που πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψη στην αξιολόγηση του πιστωτικού τους κινδύνου και της διαβάθμισής τους (Saunders, Strock and Travlos, 1990).
- ▼ Οι τράπεζες πρέπει να κατατάσσουν τα δάνειά τους σε ποιοτικές ομάδες με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο των συγκεκριμένων δανείων, ακολουθώντας συγκεκριμένους κανόνες που καθορίζονται από τις εποπτικές αρχές. Επίσης, οι τράπεζες πρέπει να παρέχουν συντελεστές συσχέτισης ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες δανείων.
- ▼ Σε περίπτωση έκδοσης ομολόγων (MBS) προς χρηματοδότηση τιτλοποιημένων δανείων, τα ενημερωτικά φυλλάδια πρέπει να παρέχουν πλήρη πληροφόρηση για τις ομάδες δανείων με τον αντίστοιχο πιστωτικό τους κίνδυνο.

<sup>3</sup> Το σύστημα mark to market επιδείνωσε την κατάσταση λόγω της αναπροσαρμογής (μείωσης) της αξίας των ομολόγων στον ισολογισμό των διαμεσολαβητικών οργανισμών και την επιβάρυνση των αποτελεσμάτων χρήσεώς τους με την αντίστοιχη μείωση.

- ▼ Περιορισμός των δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού (US Accounting Standards) ή αναφορά σε υποσημειώσεις του ισολογισμού των κρυφών υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (περιλαμβανομένων και μελλοντικών υποχρεώσεων από την ύπαρξη παράγωγων προϊόντων) και των επιπτώσεών τους στα εταιρικά κέρδη.

Οι παραπάνω προτάσεις για να είναι αποτελεσματικές πρέπει να υιοθετηθούν από την παγκόσμια οικονομική κοινότητα, ή τουλάχιστον από ευρύτερες οικονομικές ζώνες. Άρα, απαιτούνται πρωτοβουλίες συνεργασίας σε πολυεθνικό επίπεδο. Πάντως, όσο αποτελεσματικές και να είναι οι παραπάνω προτάσεις, δεν πρέπει να επαναπαυόμαστε πως θα εξαλείψουν και μελλοντικές κρίσεις. Κάθε κρίση αναδεικνύει και νέες πτυχές του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι όποιες προτάσεις/λύσεις εφαρμοστούν αντιμετωπίζουν μεν τα σύγχρονα προβλήματα, αδυνατούν δε να προβλέψουν τα προβλήματα που η ελεύθερη αγορά απρόβλεπτα δημιουργεί.

## 6. Πρόσφατες αλλαγές

Όπως επισημαίνεται από τον Mulbert (2010), τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, με μοναδική εξαίρεση τις αμοιβές διευθυντικών στελεχών, δεν απέτελεσαν αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης τα πρώτα χρόνια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης [υπάρχουν μερικές εξαιρέσεις, όπως η Τράπεζα της Ιταλίας (Banca d' Italia, 2008) και η UBS (UBS, 2008)]. Είναι μάλιστα αξιοσημείωτο πως αρκετές εκθέσεις που εκδόθηκαν το 2008 και αναφέρονται στα αίτια και τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης ούτε καν αναφέρονται στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών (Mulbert, 2010). Πρόσφατα όμως υπάρχει έντονη κινητικότητα με πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν από το OECD Steering Group on Corporate Governance (Grant Kirkpatrick, 2009), το G20 στη συνάντηση του Λονδίνου τον Απρίλη του 2009 (G20, 2009), την ΕΕ με την Επιτροπή του Jacques de Larosière (Report of the High-Level Group, 2009), τη Βρετανική Κυβέρνηση (David Walker, 2009) και τη Βρετανική Επιτροπή Χρηματαγοράς και Κεφαλαιαγοράς (Financial Services Authority, 2010).<sup>4</sup> Κοινό χαρακτηριστικό αυτών των πρωτοβουλιών είναι πως οι αδυναμίες των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών αναδεικνύονται ως τα κύρια αίτια της κρίσης, και πως αναγνωρίζεται η ανάγκη ενίσχυσης των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων, καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών, πρακτικών λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και άσκησης των δικαιωμάτων των μετόχων. Οι συγκεκριμένες συζητήσεις αντηχούν τις απόψεις που διατυπώνονται στην Έκθεση-Οδηγία της Επιτροπής Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision, 2006).

### 6.1 Έκθεση-Οδηγία της Επιτροπής Βασιλείας σχετικά με την Εποπτεία στον Τραπεζικό Κλάδο (Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations)

Η σχετική Οδηγία περιλαμβάνει τις κάτωθι οκτώ αρχές:

- (1) Τα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να έχουν τα κατάλληλα προσόντα για τη θέση, να έχουν ξεκάθαρη κατανόηση του ρόλου τους στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης τραπεζών και να διαθέτουν ορθή κρίση στη διαχείριση των τραπεζικών θεμάτων.
- (2) Το ΔΣ πρέπει να εγκρίνει και εποπτεύει τους στρατηγικούς στόχους και εταιρικές αξίες της τράπεζας.

<sup>4</sup> Στη βάση των συστάσεων της Επιτροπής de Larosière, η ΕΕ ανέλαβε σοβαρές νομοθετικές πρωτοβουλίες για την ενοποίηση (consolidation) των εποπτικών αρχών των τραπεζών (banking supervision) και των κεφαλαιαγορών (financial supervision), καθώς επίσης και για τη δημιουργία μιας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board).

- (3) Το ΔΣ πρέπει να θεσπίσει και επιβάλει σαφείς γραμμές υπευθυνότητας και λογοδοσίας σε ολόκληρο τον οργανισμό.
- (4) Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει πως τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη ασκούν επαρκή εποπτεία επί των υπολοίπων στελεχών.
- (5) Το ΔΣ και τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη πρέπει να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα πορίσματα των εσωτερικών ελεγκτών, εξωτερικών ελεγκτών και των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου.
- (6) Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει πως οι αμοιβές διευθυντικών στελεχών συνάδουν με την εταιρική κουλτούρα, τους μακροπρόθεσμους εταιρικούς στρατηγικούς στόχους και στρατηγική και το ρυθμιστικό περιβάλλον.
- (7) Η τράπεζα πρέπει να διοικείται με διαφανή τρόπο.
- (8) Το ΔΣ και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη πρέπει να κατανοούν τη λειτουργική δομή της τράπεζας.

Βασικό στοιχείο των παραπάνω αρχών είναι πως οι τράπεζες έχουν βασική υποχρέωση να προστατεύουν όχι μόνο τα συμφέροντα των μετόχων τους, αλλά και των καταθετών.

## 6.2 Επιτροπή Βασιλείας III

Οι είκοσι επτά (27) χώρες μέλη της Επιτροπής Βασιλείας για την Εποπτεία των Τραπεζικών Οργανισμών συμφώνησαν την Κυριακή 12 Σεπτεμβρίου 2010 να αυξήσουν το ποσοστό κεφαλαιακής επάρκειας του βασικού κεφαλαίου τύπου 1 (core tier 1 capital) από 2% σε 7% μέχρι το έτος 2019. Ο υπερτριπλασιασμός του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών ενισχύει την κεφαλαιακή τους δομή και αναμένεται, από τις εποπτικές αρχές και εμπειρογνώμονες του τραπεζικού κλάδου, να αποτρέψει μελλοντική επανάληψη της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης χωρίς να θέτει σε κίνδυνο την αναθέρμανση της διεθνούς οικονομίας (Masters, Hughes and Tait, 2010).

## 7. Συμπεράσματα

Υπό την πίεση της κατάρρευσης σημαντικών επιχειρηματικών ομίλων σε Ευρώπη και ΗΠΑ τα τελευταία τριάντα χρόνια, έχει αναπτυχθεί εκτεταμένη συζήτηση ανάμεσα σε ακαδημαϊκούς, εποπτικούς και πολιτικούς κύκλους για την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια. Η σχετική συζήτηση είναι εντονότερη, πρόσφατα, υπό το φως της σοβαρής χρηματοπιστωτικής κρίσης που από το 2008 μαστίζει την παγκόσμια οικονομία. Λόγω της ιδιαιτερότητας των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, απαιτείται ριζική αναδιάρθρωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αυτών των επιχειρηματικών μονάδων. Οι απαραίτητες αλλαγές αγγίζουν τα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, τη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), την προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), το ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, τη δυνατότητα δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, τον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου και τον τρόπο προσέλευσης και αξιολόγησης μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι σχετικές πρωτοβουλίες βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένονται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να αναμένει κάποιος πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η παγκόσμια ιστορία των κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, εκ των υστέρων θεραπεύονται μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ελπίζοντας όμως, μετά την πάροδο πολλών δεκαετιών.



## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

Καμπόλης Χ. και Τραυλός, Ν. Γ. (2010), «Τα αίτια της πρόσφατης Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης», [www.alba.edu.gr/faculty/documents/cabolis](http://www.alba.edu.gr/faculty/documents/cabolis)

### Ξενόγλωσση

Adams, R. and Mehran, H. (2003), "Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April 2003, pp. 12-142.

Banca d' Italia (2008), "Supervisory Provisions Concerning Banks' Organization and Corporate Governance", [www.bancaditalia.it/vigilanza/branche/normativa/disposizioni/provv](http://www.bancaditalia.it/vigilanza/branche/normativa/disposizioni/provv)

Basel Committee on Banking Supervision (2006), "Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations", [www.bis.org/publ/bcbs122.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs122.htm)

Berle, A. A. and Means G. C. (1932), "The Modern Corporation and Private Property", New York, MacMillan.

Claessens, S., Djankov, S. and Lang L. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics* 58(1-2), pp. 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. and Lang L. (2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance* 57(6), pp. 2741-2771.

Committee on Corporate Governance, 1998, UK.

Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N. G. (2002), "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *The Journal of Finance* 57(1), pp. 461-83.

Financial Services Authority (2010), "Effective Corporate Governance", [www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp103.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp103.pdf)

Friedman, M. and Schwartz, A. (1963), "A Monetary History of the United States, 1867-1960".

G-20 Working Group1, 2009, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency". [www.internationalepolitik.de/ip/dossiers/g20/enhancing-sound-regulation-and-strengthening-transparency.html](http://www.internationalepolitik.de/ip/dossiers/g20/enhancing-sound-regulation-and-strengthening-transparency.html)

Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-60.

Kirkpatrick, G. (2009), "The Corporate Governance Lessons for the Financial Crisis". *Financial Market Trends – ISSN*, pp. 1995-2864, OECD.

Laeven, L. and Levine, R. (2007), "Corporate Governance, Regulation, and Bank Risk Taking", Working Paper, Brown University.

Macey, J. R. and O' Hara, M. (2003), "The Corporate Governance of Banks", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April 2003, pp. 91-107.

Masters, B., Hughes, J. and Tait, N. (2010), "Bankers Fear Race to Surpass Basel III", *Financial Times*, September 12, p. 1.

Milonas, N. (2000), "Similarly Traded Securities: Greek Common vs Preferred Stock", *European Financial Management*, Vol. 6(3), pp. 343-366.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. ½, Jan./Mar. pp. 293-315.

Mulbert, P. O. (2010), "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis-Theory, Evidence, Reforms", European Corporate Governance Institute Law Working Paper, No. 130 (Last Version, April 2010).

OECD. "Principles of Corporate Governance", 2002, Paris, OECD.

OECD. "Principles of Corporate Governance", 2004, Paris, OECD.

Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009, No. 110, [www.ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm#delarosierereport](http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#delarosierereport)

Report on the Financial Aspects of Corporate Governance (With the Code of Best Practice), 1992, Gee and Co. Ltd., London.

Saunders, A., Strock, E. and Travlos, N. G. (1990), "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking", *Journal of Finance* 45, pp. 643-54.

Solomon, A. and Solomon, J. (2002), "Empirical Evidence of Long-termism and Shareholder Activism in UK Unit Trusts", *Corporate Governance: An International Review* 7(3), pp. 288-300.

UBS, Investor Release of July 1, 2008, [www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=144611](http://www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=144611)

Walker, D. (2009), "A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities-Final Recommendations", [www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm)

Yeo, P. (2010), "Causes of the Global Financial Crisis: Learning from the Competing Insights", *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 7,1, pp. 42-69.