

Ελληνική Περιφέρεια και Επιχειρηματική Χρηματοδότηση: Δομικές Δυσκολίες, «Κενά» και Προτάσεις

Χρήστος Τριαντόπουλος
ΚΕΠΕ, ctrianto@kepe.gr

Business funding in Greece: Structural problems, funding gaps, and instruments

Christos Triantopoulos, KEPE

1. Εισαγωγή

Η χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην ελληνική περιφέρεια χαρακτηρίστηκε, κατά την προγενέστερη της κρίσης περίοδο, από ιδιαιτερότητες και χαρακτηριστικά, που την περιόριζαν σε συγκεκριμένους διαύλους και, δη, τους τραπεζικούς χρηματοδοτικούς διαύλους. Επρόκειτο, επί της ουσίας, για ιδιαιτερότητες και χαρακτηριστικά που ανταποκρινόντουσαν στο εγχώριο βασισμένο στις τράπεζες (bank-based) μοντέλο χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας, στο οποίο σημαντικό ρόλο είχαν τα κρατικά ή ημι-κρατικά τραπεζικά ιδρύματα, ενώ περιορισμένος ήταν ο ρόλος των περιφερειακών τραπεζικών ιδρυμάτων –σε αντίθεση με άλλες βασισμένες στις τράπεζες οικονομίες. Η σημαντική χρηματοπιστωτική ρευστότητα, ωστόσο, που χαρακτήριζε την ευρύτερη χρηματοδοτική πραγματικότητα στη χώρα (και όχι μόνο) είχε δημιουργήσει συνθήκες που δεν ευνοούσαν την ανάπτυξη ιδιαίτερου προβληματισμού για τις ιδιαιτερότητες αυτές.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 και η επακόλουθη κρίση της ελληνικής οικονομίας έπληξαν καθοριστικά τη ρευστότητα και τις χρηματοδοτικές συνθήκες στη χώρα, καθώς το εγχώριο τραπεζικό σύστημα –τόσο σε εθνικό, όσο και σε περιφερειακό επίπεδο– επιβαρύνθηκε, μεταξύ άλλων, από μια σειρά καταρρεύσεις ιδρυμάτων¹, από «διακοπή» της διεθνούς και διατραπεζικής χρηματοδότησης, από αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, από συρρίκνωση και εκροή των καταθέσεων, αλλά και από μία ευρύτερη επιδείνωση του ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σε αυτό το δυσμενές περιβάλλον, συνεπώς, οι (προϋπάρχουσες) δομικές ιδιαιτερότητες της επιχειρηματικής χρηματοδότησης στην ελληνική περιφέρεια επιδεινώθηκαν, συνιστώντας ένα πλέγμα δυσκολιών που επιβάρυναν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, οι οποίες είχαν, πλέον, να αντιμετωπίσουν και μία σειρά από «κενά» στο πεδίο της χρηματοδότησης, που επηρέασαν καθοριστικά τη βιωσιμότητα και την ευρωστία τους. Η αδυναμία –σύμφωνα με τα τρέχοντα δεδομένα– της χώρας να δρομολογήσει μία διατηρήσιμη έξοδο της οικονομίας από την ιδιαίτερα δύσκολη κατάσταση των τελευταίων ετών επιβαρύνει περαιτέρω τις χρηματοδοτικές

¹ Τέτοια ιδρύματα ήταν, μετά άλλων, η Proton Bank, η T Bank, η Probank, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος, αλλά και άλλες συνεταιριστικές τράπεζες (Τριαντόπουλος, 2015).

προοπτικές της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην ελληνική περιφέρεια, καθιστώντας αναγκαία την προώθηση διαρθρωτικών αλλαγών και εναλλακτικών πολιτικών για να «αμβλυθούν» οι δομικές δυσκολίες και να καλυφθούν τα κενά που εντοπίζονται.

Η παρούσα εργασία, αναπτύσσει το θεωρητικό υπόβαθρο των δομικών χαρακτηριστικών του χρηματοδοτικού περιβάλλοντος της ελληνικής οικονομίας, αλλά και περιφέρειας, και εστιάζει (α) στην ανάλυση των βασικών δομικών χαρακτηριστικών της χρηματοδότησης της επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα (προ κρίσης περίοδος), (β) στον εντοπισμό των προβλημάτων και κενών στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικότητας (κυρίως περίοδος κρίσης), και (γ) στην ανάπτυξη προτάσεων για την αντιμετώπιση των δυσκολιών χρηματοδότησης της επιχειρηματικότητας (προς την έξοδο από την κρίση περίοδος).

2. Θεωρητικό Υπόβαθρο

Το θεωρητικό υπόβαθρο για τη συγκριτική ανάλυση της φυσιολογίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μίας οικονομίας και, ειδικότερα, μιας καπιταλιστικής οικονομίας βασίζεται σημαντικά στη θεωρητική συζήτηση που αναπτύχθηκε αναφορικά με τις διαφορετικές εκδοχές της καπιταλιστικής οργάνωσης μίας οικονομίας –όπως αυτή καθιερώθηκε από το έργο των Hall and Soskice (2001) περί “varieties of capitalism”. Ειδικότερα, σε ένα ευρύτερο περιβάλλον παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής υπερβολής –όπου ο ρυθμός χρηματοοικονομικής μεγέθυνσης και μόχλευσης ήταν πολλαπλάσιος της (πραγματικής) οικονομικής ανάπτυξης (Τριαντόπουλος, 2014), τα σημαντικά σημεία διαφοροποίησης της φυσιολογίας της χρηματοπιστωτικής οργάνωσης των οικονομιών, μπορούν –από τη στιγμή που εδράζονται σε συγκεκριμένα θεσμικά περιβάλλοντα και συμπληρωματικότητες– να χαρακτηρίσουν διαφορετικές εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης.

Έτσι, η δομική σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει εντοπιστεί από τη σχετική συγκριτική βιβλιογραφία, η οποία εδράζεται πάνω στην αρχική διάκριση – περιλαμβάνεται και στη συζήτηση των “varieties of capitalism”)– των χρηματοπιστωτικών συστημάτων μεταξύ των «βασισμένων στην αγορά» (market-based) και των «βασισμένων στην πίστωση» (credit-based) συστημάτων. Ειδικότερα, η συγκεκριμένη διάκριση βασίζεται, κυρίως, στον τρόπο και στους διαύλους μέσω των οποίων χρηματοδοτείται η οικονομική και παραγωγική δραστηριότητα μίας καπιταλιστικής οικονομίας. Όσον αφορά στην πρώτη κατηγορία, πρόκειται για τις περιπτώσεις οικονομιών όπου, μεταξύ άλλων, η κεφαλαιαγορά είναι ο κύριος χρηματοδότης της οικονομικής δραστηριότητας και παρατηρείται σε περιπτώσεις που βασίζονται, κυρίως, στο αγγλοσαξονικό καπιταλιστικό μοντέλο (βλ. Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ). Η δεύτερη κατηγορία αφορά στις περιπτώσεις οικονομιών, στις οποίες οι τράπεζες αποτελούν τον βασικό χρηματοδότη της οικονομικής δραστηριότητας και παρατηρείται, κυρίως, στο καπιταλιστικό μοντέλο της ηπειρωτικής Ευρώπης (βλ. Γερμανία, Γαλλία), αλλά και της Ιαπωνίας. Συνάμα, ο κεντρικός ρόλος των τραπεζών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επιτρέπει τον χαρακτηρισμό της εν λόγω κατηγορίας και ως «βασισμένη

στις τράπεζες» (bank-based). Η αρχική, συνεπώς, διάκριση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων είναι μεταξύ «βασισμένων στην αγορά» και «βασισμένων στις τράπεζες» χρηματοπιστωτικών συστημάτων, ή «αγορακεντρικών» (market-centered) και «τραπεζοκεντρικών» χρηματοπιστωτικών συστημάτων (bank-centered) (Zysman, 1983; Dosi, 1990; Levine και Zervos, 1998; Allen και Gale, 2000; Vitols, 2001; Levine, 2002; Rajan και Zingales, 2003; Vitols, 2004; Von Mettenheim, 2009). Στην προαναφερθείσα αρχική συγκριτική ανάλυση που εδράζεται, κυρίως, στους διαύλους χρηματοδότησης της οικονομικής δραστηριότητας, ο παράγοντας που πρέπει, επίσης, να συνυπολογιστεί είναι ο βαθμός παρέμβασης του κράτους στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος (ή ακόμα και η παρέμβαση και των νομισματικών αρχών), καθώς ορισμένα από τα «βασισμένα στις τράπεζες» χρηματοπιστωτικά συστήματα χαρακτηρίζονται, σε σχέση με άλλα συστήματα της αντίστοιχης «ομάδας», από έντονη ρύθμιση και κρατική παρέμβαση, κυρίως στα πεδία του καθορισμού των επιτοκίων και προσανατολισμού της κατανομής της πίστωσης (π.χ. Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα), ενώ σε άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα της ίδιας «ομάδας» αυτή η εξωσυστημική παρεμβατικότητα είναι περιορισμένη, και στα «αγορακεντρικά» χρηματοπιστωτικά συστήματα είναι ιδιαίτερα συρρικνωμένη (Zysman, 1983; Grabel, 1997; Bertero, 1997; Cernat, 2002; Pagoulatos, 2003; Mugge, 2005).

Με βάση, λοιπόν, την προσέγγιση των μοντέλων καπιταλιστικής οργάνωσης, όπως διαμορφώθηκε από το έργο των Hall και Soskice (2001) και εξελίχθηκε –κάνοντας ένα βήμα πίσω– με το έργο, μεταξύ άλλων, των Hancke κ.ά. (2007) και της Schmidt (2003, 2006), κυριαρχούν τρεις εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης –η φιλελεύθερη οικονομία της αγοράς, η συντονισμένη οικονομία της αγοράς και η «κρατικιστική» ή μικτή οικονομία της αγοράς– και προκύπτουν αντίστοιχα εκδοχές χρηματοπιστωτικής οργάνωσης (Τριαντόπουλος, 2014). Οι τρεις βασικές εκδοχές χρηματοπιστωτικής οργάνωσης είναι (α) το αγορακεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από τη μεγάλη σημασία της κεφαλαιαγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα υψηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, τα ιδιωτικά καθεστώτα κοινωνικής ασφάλισης, τη χρηματοδότηση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης από την αγορά και την περιορισμένη σημασία των καταθέσεων, με παράλληλη αυξημένη σημασία των επενδύσεων των νοικοκυριών σε επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά και στην αγορά ιδιωτικής ασφάλισης, (β) το τραπεζοκεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα σχετικά υψηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, τα δημόσια ή με ισχυρή δημόσια παρουσία καθεστώτα κοινωνικής ασφάλισης, τη μετριασμένη εξάρτηση της τραπεζικής διαμεσολάβησης από την αγορά και τη διατήρηση της σημασίας των καταθέσεων ως επενδυτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών, και (γ) το κρατικοκεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα σχετικά χαμηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, την άμεση ή έμμεση εμπλοκή του κράτους σε μέρος της τραπεζικής αγοράς, τα δημόσια συνταξιοδοτικά καθεστώτα, τα χαμηλά επίπεδα εξάρτησης της τραπεζικής διαμεσολάβησης από την αγορά και την υψηλή σημασία των καταθέσεων ως

επενδυτικό προσανατολισμό των νοικοκυριών (Τριαντόπουλος, 2014; Triantopoulos, 2014).

Αναλυτικότερα, όσον αφορά στην κρατικοκεντρική εκδοχή, από την πλευρά του ενεργητικού, τα τραπεζικά ιδρύματα κατέχουν και διατηρούν έναν κυρίαρχο ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, στην οποία εμπλέκονται ως ένα βαθμό (παλαιότερα περισσότερο) οι κρατικές επιλογές και πολιτικές. Ειδικότερα, τα τραπεζικά ιδρύματα παρέχουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που υιοθετούν ένα λατινικό ή μεικτό καθεστώς εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και σε επιχειρήσεις με δημόσιο ή ημί-δημόσιο χαρακτήρα (Papadopoulos και Triantopoulos, 2014), ενώ τα υψηλά ποσοστά μικρών σε μέγεθος επιχειρήσεων καθιστούν τη χρηματοδότηση από τα τραπεζικά ιδρύματα ζωτικής σημασίας για την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Έτσι, μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων αναπτύσσεται μία χρηματοδοτική σχέση που έχει υπομονετικά χαρακτηριστικά απόδοσης, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις δεν βασίζεται σε όρους απόδοσης, και ανταποκρίνεται στην αδυναμία των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν πόρους από τις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές. Από την πλευρά του παθητικού, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών των οικονομιών των κρατικοκεντρικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων συμβάλλει καθοριστικά στη διατήρηση του κυριάρχου ρόλου των τραπεζικών ιδρυμάτων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, διοχετεύοντας υψηλό μέρος των διαθέσιμων πόρων τους προς αυτά. Ειδικότερα, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών επηρεάζεται θετικά από τα συνταξιοδοτικά συστήματα, τα οποία είναι δημόσια, ιδιαίτερα γενναιόδωρα (με υψηλή συνταξιοδοτική κάλυψη του εισοδήματος και με τις παροχές να υπερβαίνουν των εισφορών) και βασίζονται στο καθεστώς των καθορισμένων παροχών αναφορικά με τον προσδιορισμό των συνταξιοδοτικών απολαβών, συρρικνώνοντας τα περιθώρια άνθησης της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης και ωθώντας τους ιδιώτες αποταμιευτές να επιλέγουν την τοποθέτηση των πλεοναζόντων πόρων τους σε μεγάλο βαθμό στα καταθετικά προϊόντα της τραπεζικής αγοράς (Triantopoulos, 2014). Στον αποταμιευτικό προσανατολισμό των νοικοκυριών των εν λόγω οικονομιών συμβάλλει και το χαμηλότερο –έναντι των άλλων δύο εκδοχών– επίπεδο χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, δημιουργώντας αδυναμίες τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης για τα προϊόντα των αγορών όπου δραστηριοποιούνται τα επενδυτικά ιδρύματα (Οικονόμου και Τριαντόπουλος, 2018).

Στην κρατικοκεντρική εκδοχή της χρηματοπιστωτικής οργάνωσης εντάσσονται και τα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης και, δη, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας, της Ιταλίας και –η πιο χαρακτηριστική περίπτωση– της Ελλάδας.

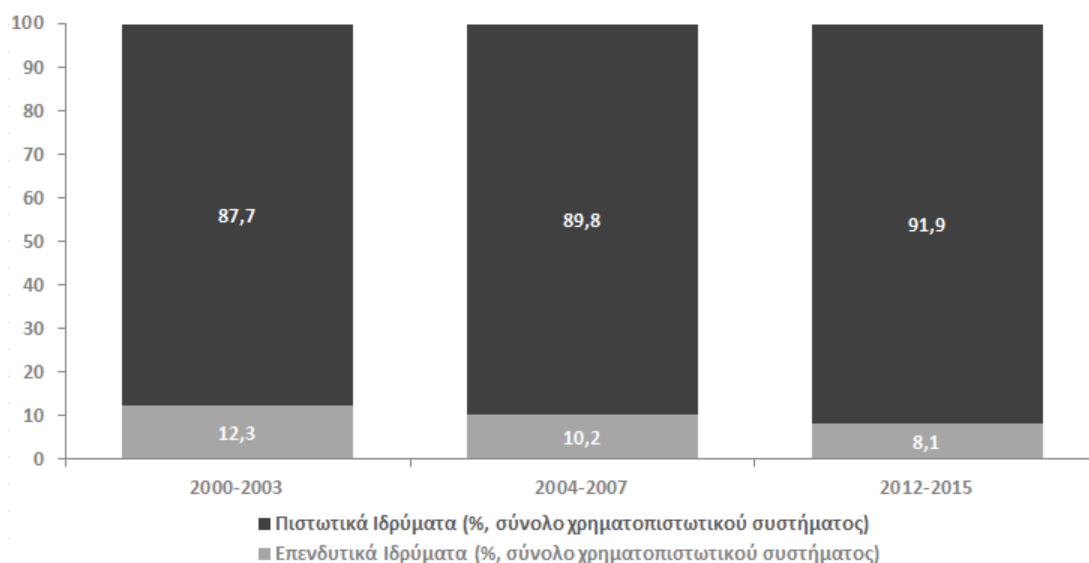
3. Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Η κρίση της ελληνικής οικονομίας, σε συνέχεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, κατέδειξε με τον πλέον emphaticό τρόπο τις δομικές αδυναμίες του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος (Pagoulatos and Triantopoulos, 2009; Pagoulatos and Triantopoulos, 2014; Τσακλόγλου κ.ά., 2016). Επρόκειτο για ένα παρωχημένο αναπτυξιακό υπόδειγμα, στον πυρήνα του οποίου

εντοπίζεται, αφενός, η έντονη κρατική παρέμβαση, η οποία εδραιώθηκε κατά τη δεκαετία του 1980, αν και σταδιακά «υποχώρησε» κατά την πορεία της χώρας εντός της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, και, αφετέρου, η περιορισμένη ανταγωνιστικότητα της εγχώριας (ιδιωτικής) παραγωγικής και επιχειρηματικής δραστηριότητας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, λοιπόν, αποτέλεσε πυρηνικό στοιχείο του εγχώριου παρωχημένου αναπτυξιακού υποδείγματος, συνιστώντας, συνάμα, και το σημείο αναφοράς του κρατικοκεντρικού μοντέλου χρηματοπιστωτικής οργάνωσης. Συγκεκριμένα, πριν από τη δεκαετία του 1990, η ελληνική τραπεζική αγορά λειτουργούσε σε ένα πλαίσιο ρυθμιστικών κανόνων και κρατικών παρεμβάσεων που αποσκοπούσαν στη διοχέτευση των αποταμιευτικών κεφαλαίων σε προκαθορισμένες δραστηριότητες και επενδύσεις που κρίνονταν ως αναγκαίες και αποδοτικές από τα εκάστοτε κρατικά προγράμματα επενδύσεων και βιομηχανικής ανάπτυξης (Προβόπουλος και Καπόπουλος, 2001). Ο μεγάλος αριθμός κρατικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα καθορισμένα από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) επιτόκια με «δημοσιονομικά κριτήρια» και οι αυστηροί περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων είχαν ως αποτέλεσμα το ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδότησης της επιχειρηματικής και παραγωγικής δραστηριότητας, και την αναποτελεσματική κατανομή πόρων, συρρικνώνοντας την αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας. Από τα μέσα, όμως, της δεκαετίας του 1980 καταβλήθηκαν συστηματικές προσπάθειες για τον εκσυγχρονισμό της ελληνικής τραπεζικής αγοράς με βασικούς άξονες τη θεσμική απελευθέρωση της αγοράς, με την κατάργηση των διοικητικών περιορισμών στις τιμές, τις ποσότητες και τη διάρθρωση του πιστωτικού τομέα, την ιδιωτικοποίηση κρατικών πιστωτικών ιδρυμάτων, τη μεταβολή του πλαισίου κανόνων και εποπτείας των τραπεζών, την απορρύθμιση βασικών πτυχών λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και το σταδιακό άνοιγμα στις ευρωπαϊκές και διεθνείς αγορές. Αποτέλεσμα αυτής της μεταρρυθμιστικής διαδικασίας ήταν ο εκσυγχρονισμός και η μεγέθυνση της εγχώριας τραπεζικής αγοράς, η οποία από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 παρουσίασε έντονη επέκταση στις αναδυόμενες αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (Τριαντόπουλος, 2014).

Σχεδιάγραμμα 1

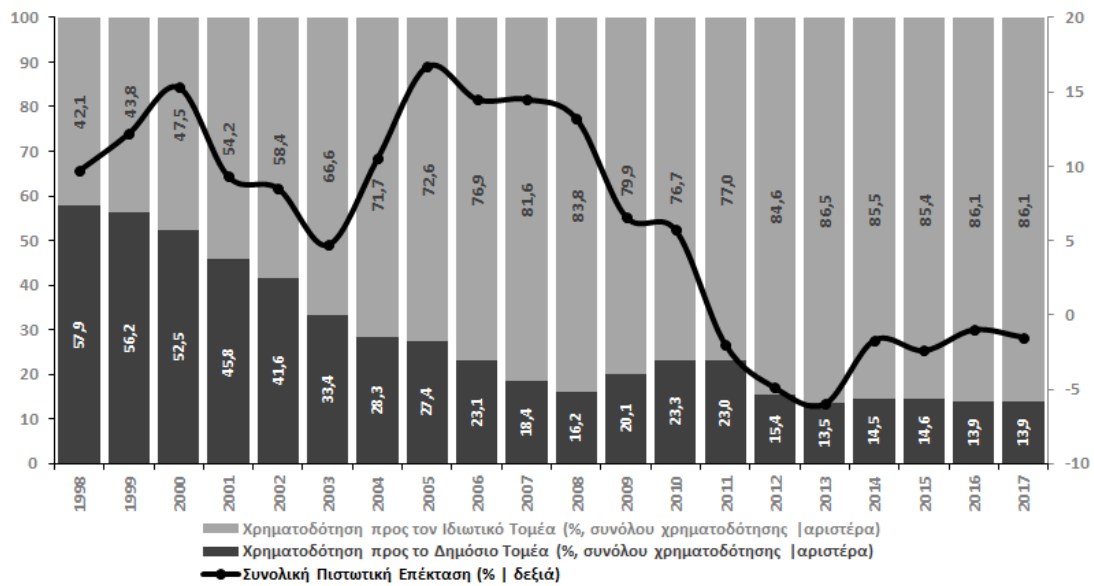
Ελλάδα: Ενεργητικό Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2000-2015)



Πηγή: ECB (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2010, 2016)

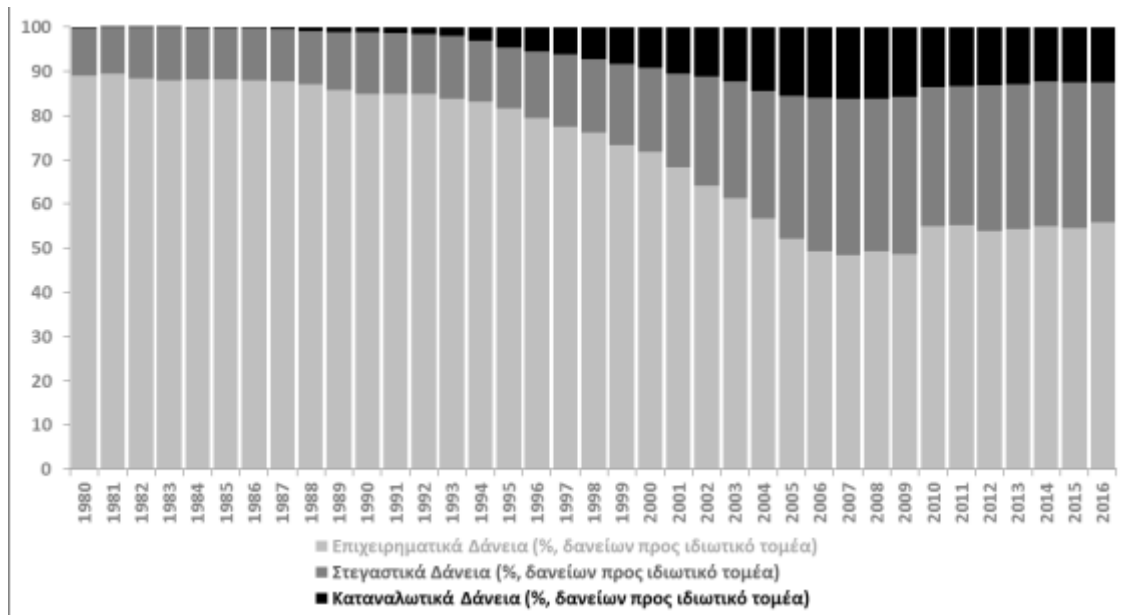
Η πορεία χρηματοπιστωτικής μεταρρύθμισης ενίσχυσε ακόμα περισσότερο τον κυρίαρχο ρόλο των τραπεζικών ιδρυμάτων έναντι των ιδρυμάτων των άλλων αγορών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αφού οι τράπεζες επέκτειναν τη δραστηριότητά τους στην επενδυτική τραπεζική και στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, ενώ μεταξύ των χαμηλότερων επιπέδων στην Ευρώπη εντοπίζεται η δραστηριότητα του ιδιωτικού ασφαλιστικού και συνταξιοδοτικού τομέα. Συγκεκριμένα, τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν, κατά την περίοδο 2012-2015, το 92% του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, έναντι περίπου 88% του συνόλου του συστήματος την περίοδο 2000-2003, με τα υπόλοιπα επενδυτικά ιδρύματα (ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες ασφάλισης και επενδυτικά ταμεία) να κατέχουν μακράν να μικρότερο μερίδιο σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρωζώνη (Σχεδιάγραμμα 1), ενώ το μερίδιο των τραπεζικών ιδρυμάτων υπό κρατικό έλεγχο ή κρατικό μερίδιο ιδιοκτησίας ήταν σημαντικό (Τριαντόπουλος, 2014; Triantoroulos, 2014).

Σχεδιάγραμμα 2
Ελλάδα: Χρηματοδότηση και Πιστωτική Επέκταση (1998-2017)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

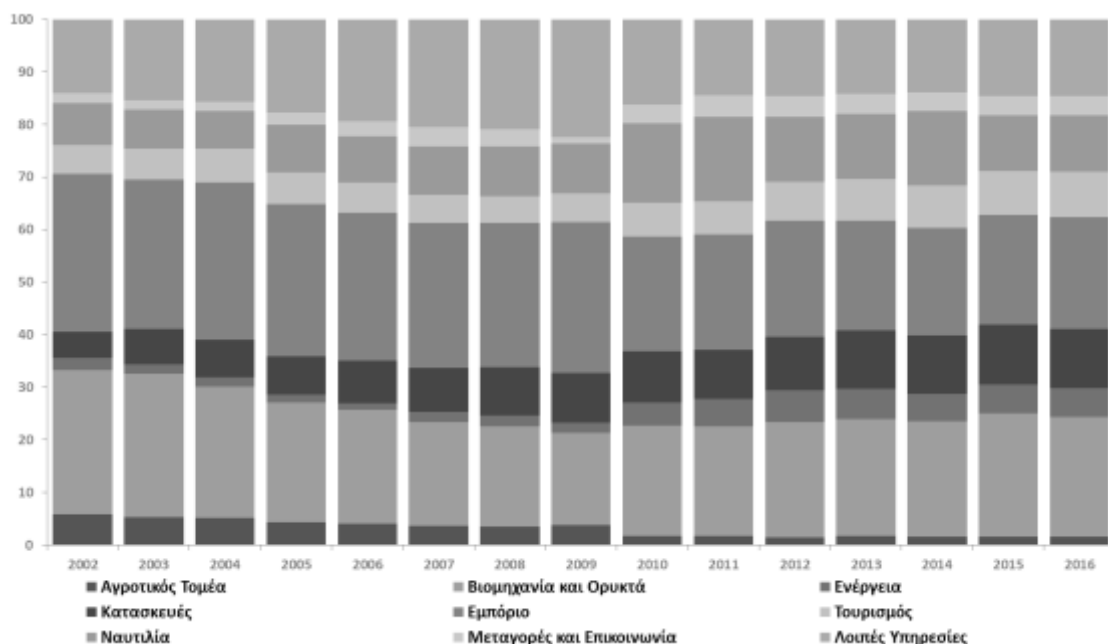
Σχεδιάγραμμα 3
Ελλάδα: Χρηματοδότηση προς τον Ιδιωτικό Τομέα (1980-2016)



Πριν την κρίση, σε περιβάλλον χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης και ανάπτυξης, αλλά και χαμηλού κόστους χρήματος (Pagoulatos, 2014), η ελληνική τραπεζική αγορά ακολούθησε μία πορεία αυξημένης πιστωτικής επέκτασης, με τον μέσο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης να διαμορφώνεται, κατά τη δεκαετία πριν την κρίση (1998-2008), στο 11,7%, ξεπερνώντας το 2005 το 16%. Επρόκειτο για μία πιστωτική επέκταση που διοχετεύθηκε στον ιδιωτικό τομέα, αφού, μεταξύ άλλων, ο δημόσιος τομέας απέκτησε ευρεία (και φθηνή) πρόσβαση στις διεθνείς αγορές. Έτσι, το 2008, περίπου το 84% της συνολικής χρηματοδότησης κατευθύνθηκε προς τον ιδιωτικό τομέα (Σχεδιάγραμμα 2). Ωστόσο, η εν λόγω πιστωτική επέκταση ήταν στρεβλή σε όρους οικονομικής αποτελεσματικότητας, καθώς όλο και περισσότερο δεν αφορούσε στις επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα, λοιπόν, ήταν το 2009 τα επιχειρηματικά δάνεια ήταν το 48,6% των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, τα στεγαστικά δάνεια το 35,5% των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, και τα καταναλωτικά δάνεια το 15,9% των εν λόγω δανείων (Σχεδιάγραμμα 3). Αλλά ακόμα και η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις δεν διοχετεύθηκε σε κλάδους με αξιοσημείωτη «εμπορευσιμότητα». Ειδικότερα, την περίοδο 2002-2009, από τη μία πλευρά, μειώθηκε το μερίδιο των δανείων προς (α) μεταποίηση κ.ά. (από 27,5% σε 17,6%), (β) γεωργία (από 5,8% σε 3,7%), και (γ) εμπόριο (από 30% σε 28%) και, από την άλλη πλευρά, αυξήθηκε το μερίδιο των δανείων προς (α) κατασκευές (από 4,8% σε 9,4%) και (β) λοιπές υπηρεσίες κ.ά. (από 14% σε 22%) (Σχεδιάγραμμα 4).

Σχεδιάγραμμα 4

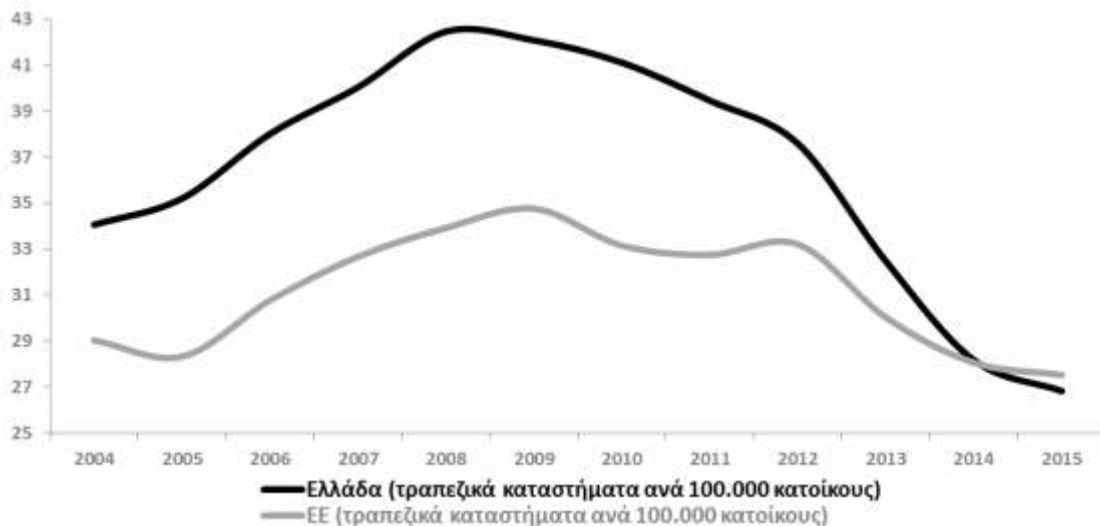
Ελλάδα: Κατανομή Χρηματοδότησης προς τον Ιδιωτικό Τομέα (2002-2016)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

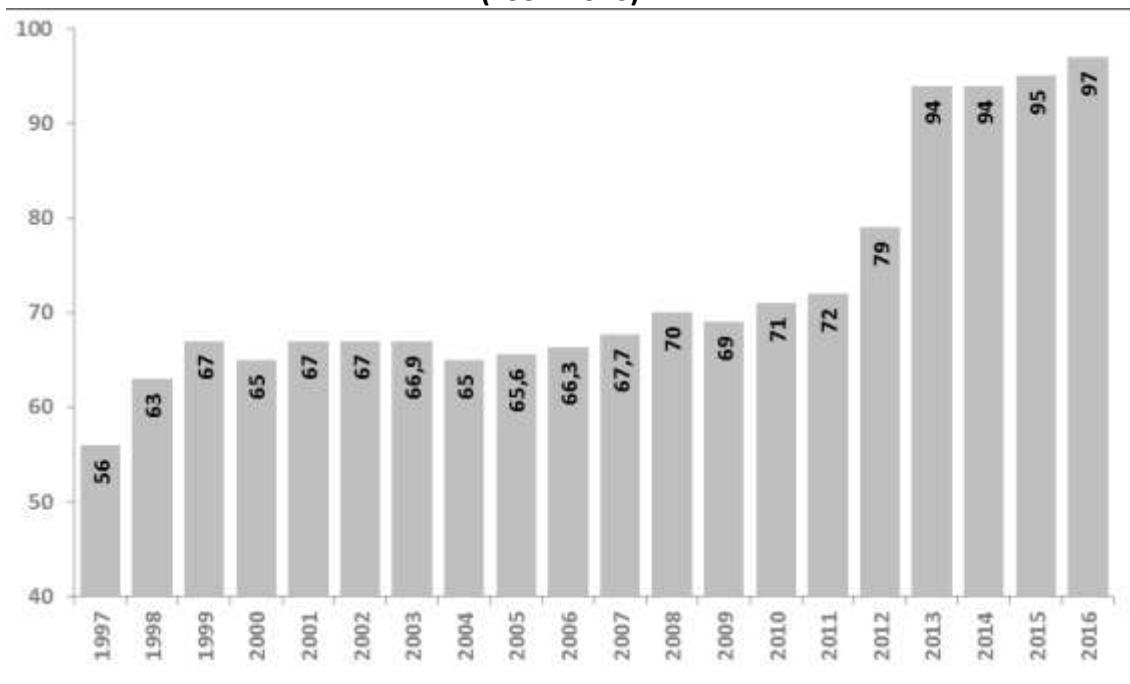
Η πιστωτική επέκταση και η πρόσβαση των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση διευκολύνθηκε από την επέκταση του εμπορικού δικτύου των τραπεζών κατά τα χρόνια πριν από την κρίση. Έτσι, το 2008 (α) για κάθε 100.000 καταναλωτές αντιστοιχούσαν περίπου 42 τραπεζικά καταστήματα –περίπου 25% περισσότερα από ότι στην Ευρώπη, και (β) σε κάθε τραπεζικό υπάλληλο αντιστοιχούσαν 167 καταναλωτές από 190 το 1997 (Σχεδιάγραμμα 5). Το αποτέλεσμα, λοιπόν, ήταν να διευκολυνθεί σημαντικά η πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Παράλληλα, όμως, η τραπεζική αγορά όλο και περισσότερο συγκεντρώνονταν σε μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα, με αποτέλεσμα το μερίδιο των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών να φτάσει το 2008 το 70% του συνόλου του ενεργητικού της τραπεζικής αγοράς έναντι 56% του εν λόγω συνόλου το 1997, αλλά και ενός επιπέδου μεταξύ 44% και 46% του εν λόγω συνόλου που εντοπίζεται καθ'όλη την περίοδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Σχεδιάγραμμα 6).

Σχεδιάγραμμα 5
Ελλάδα και ΕΕ: Πρόσβαση στα Τραπεζικά Ιδρύματα (2004-2015)



Πηγή: World Bank

Σχεδιάγραμμα 6
Ελλάδα: Μερίδιο των Πέντε (5) Μεγάλων Τραπεζών στο Σύνολο του Ενεργητικού (1997-2016)



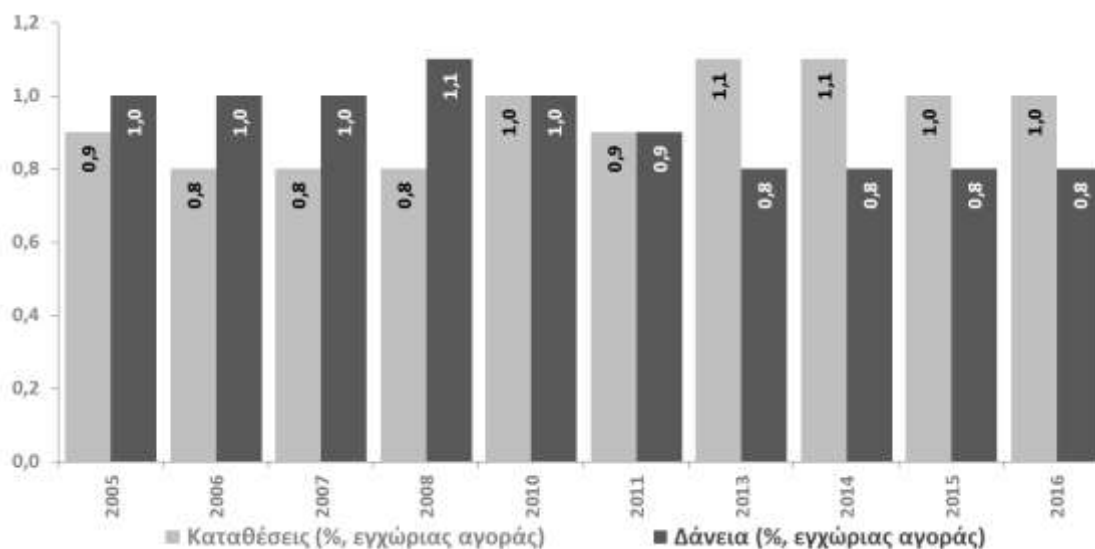
Πηγή: ECB (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2010, 2016)

Αυτές οι συνθήκες, όπως ήταν αναμενόμενο, επηρέασαν και τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στην περιφέρεια. Από τη μία πλευρά, η χρηματοδότηση στην περιφέρεια χαρακτηρίστηκε από αδυναμία ανάπτυξης ισχυρών & αποτελεσματικών συνεταιριστικών (περιφερειακών) τραπεζών. Μία αδυναμία, που οφείλεται (α) στη μεγάλη πιστωτική και εμπορική επέκταση των μεγάλων τραπεζών που δεν άφηνε περιθώρια δραστηριοποίησης των συνεταιριστικών τραπεζών, (β) στην κλαδική διάσταση ορισμένων κρατικών τραπεζών –όπως η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος– που απέτρεπε τη δραστηριότητα των συνεταιριστικών σε κλάδους με μεγάλο μερίδιο στην περιφέρεια, και (γ) στην απουσία «κορπορατιστικής» φιλοσοφίας

μεταξύ των συνεταιριστικών τραπεζών, επιχειρήσεων και περιφερειακών κοινωνιών για συμπράξεις στο «επιχειρείν». Έτσι, τόσο τα δάνεια, όσο και οι καταθέσεις των συνεταιριστικών τραπεζών αντιπροσώπευαν περίπου το 1% της εγχώριας τραπεζικής αγοράς (Σχεδιάγραμμα 7). Συγκεκριμένα, το 2008 οι 16 συνεταιριστικές τράπεζες της χώρας είχαν χορηγήσει δάνεια περίπου 3 δισ. ευρώ, και είχαν καταθέσεις περίπου 2,9 δισ. ευρώ –που πρόκειται για μία μηδαμινή δραστηριότητα σε σύγκριση με πολλές οικονομίες της Ευρωζώνης.

Σχεδιάγραμμα 7

Ελλάδα: Μερίδιο Συνεταιριστικών Τραπεζών στην Τραπεζική Αγορά (2005-2016)



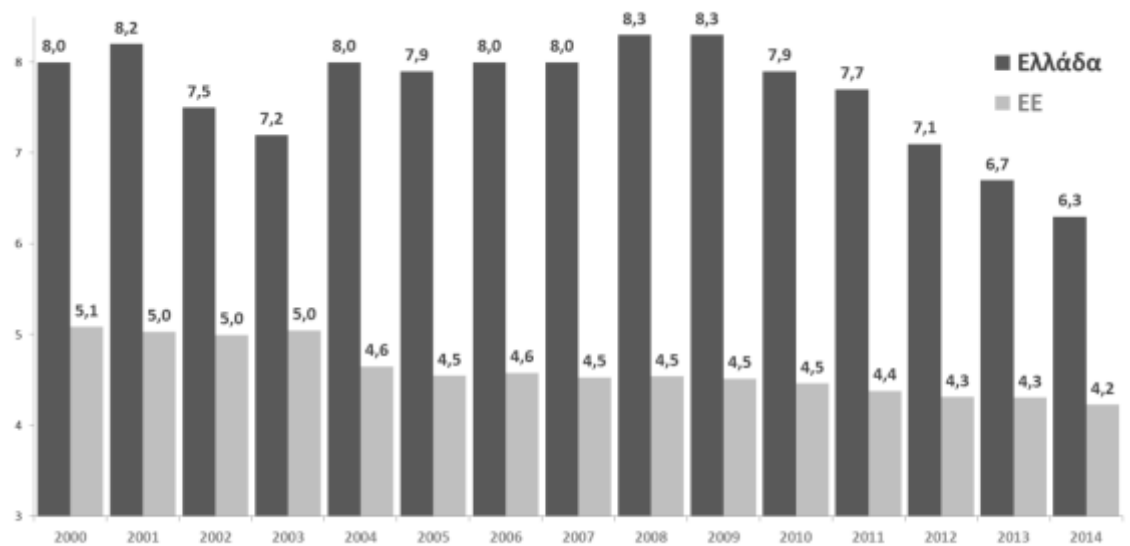
Πηγή: European Association of Co-operative Banks

Από την άλλη πλευρά, οι επιλογές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην περιφέρεια καθορίστηκαν από το ιδιαίτερα μικρό μέγεθος της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα, πριν από την κρίση, είχε από τα μεγαλύτερα ποσοστά πολύ μικρών επιχειρήσεων (Τριαντόπουλος, 2014). Επίσης, ο δείκτης εργοδοτών ως μερίδιο των εργαζομένων είχε διαμορφωθεί σε διπλάσια επίπεδα από την Ευρώπη, ξεπερνώντας το 8% των εργαζομένων (Σχεδιάγραμμα 8). Προς την ίδια κατεύθυνση, το μερίδιο των αυτοαπασχολούμενων ήταν υπερδιπλάσιο από την Ευρώπη, μένοντας σε επίπεδα υψηλότερα του 35% (Σχεδιάγραμμα 9).

Το ζήτημα του μικρού μεγέθους της ελληνικής επιχείρησης φαντάζει πιο έντονο στην περιφέρεια, επηρεάζοντας αρνητικά την άντληση χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, το ιδιαίτερα μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων (α) δεν επιτρέπει την άντληση χρηματοδότησης από την κεφαλαιαγορά και από σχήματα επενδυτικής χρηματοδότησης, (β) δεν επιτρέπει την έκδοση χρεογράφων για την άντληση χρηματοδότησης, και (γ) περιορίζει την άντληση χρηματοδότησης από τα τραπεζικά ιδρύματα και, δη, από τα περιφερειακά υποκαταστήματά τους –με τις υστερήσεις που αυτά εμπεριέχουν (βλ. χρηματοδότηση εξωστρέφειας).

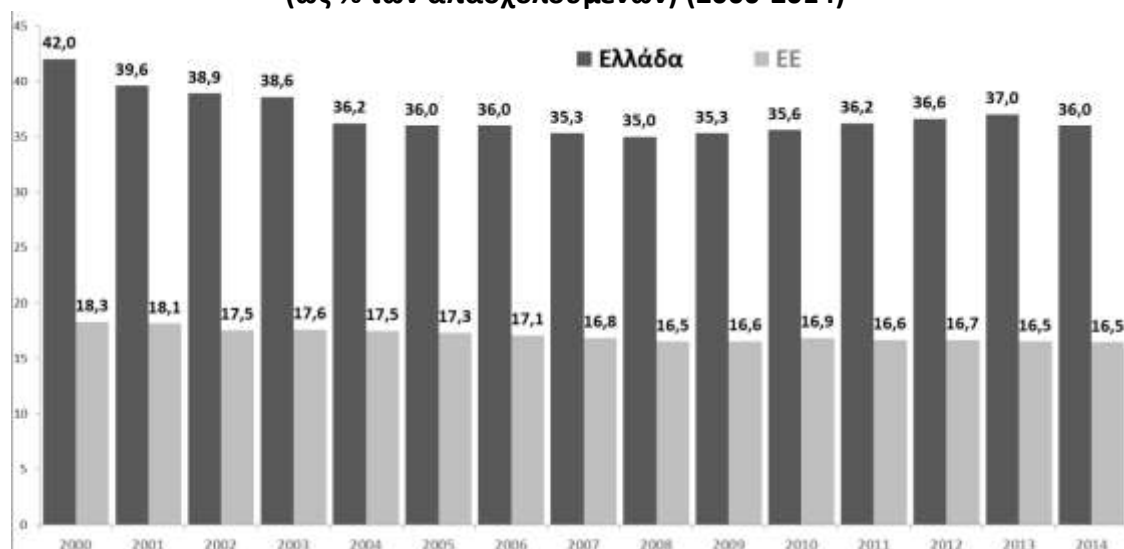
Σχεδιάγραμμα 8

Ελλάδα: Εργοδότες (ως % της απασχόλησης) (2000-2014)



Πηγή: Eurostat

Σχεδιάγραμμα 9
Ελλάδα: Αυτοαπασχολούμενοι
(ως % των απασχολούμενων) (2000-2014)



Πηγή: Eurostat

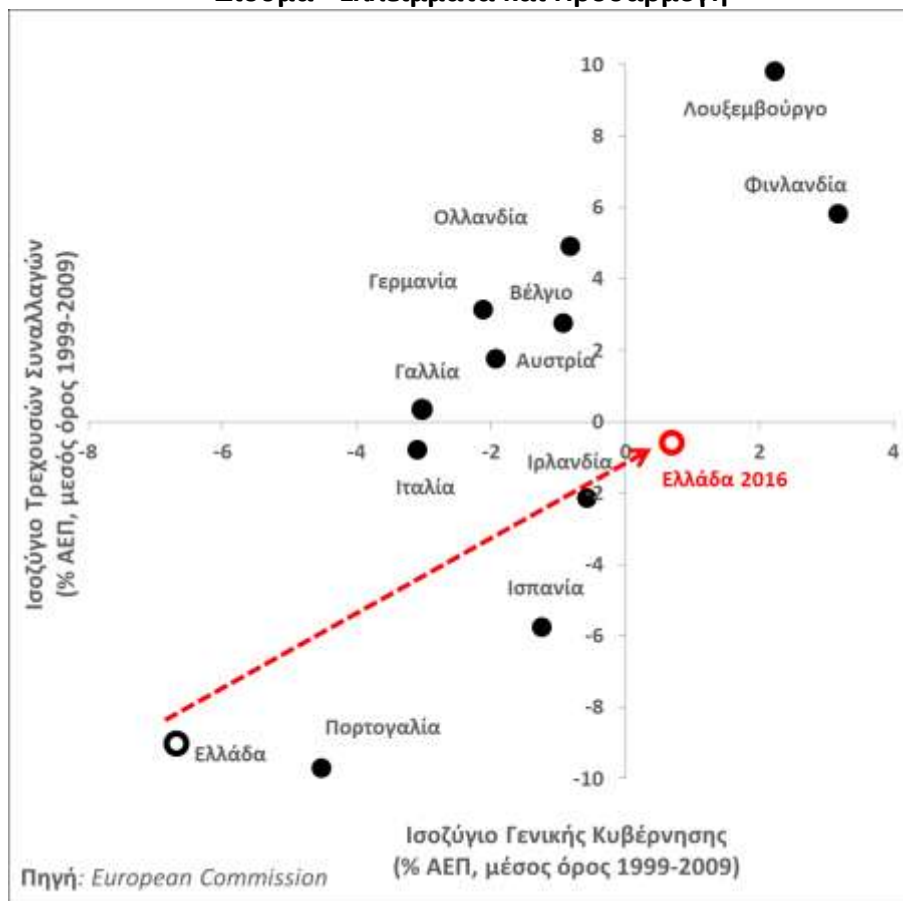
Σε αυτές τις ιδιαιτερότητες του εγχώριου χρηματοδοτικού περιβάλλοντος ήρθαν να προστεθούν οι δυσκολίες που προέκυψαν από την κρίση και τη φάση προσαρμογής στην οποία εισήλθε η ελληνική οικονομία.

4. Κρίση, Προσαρμογή και Χρηματοδοτικό Κενό

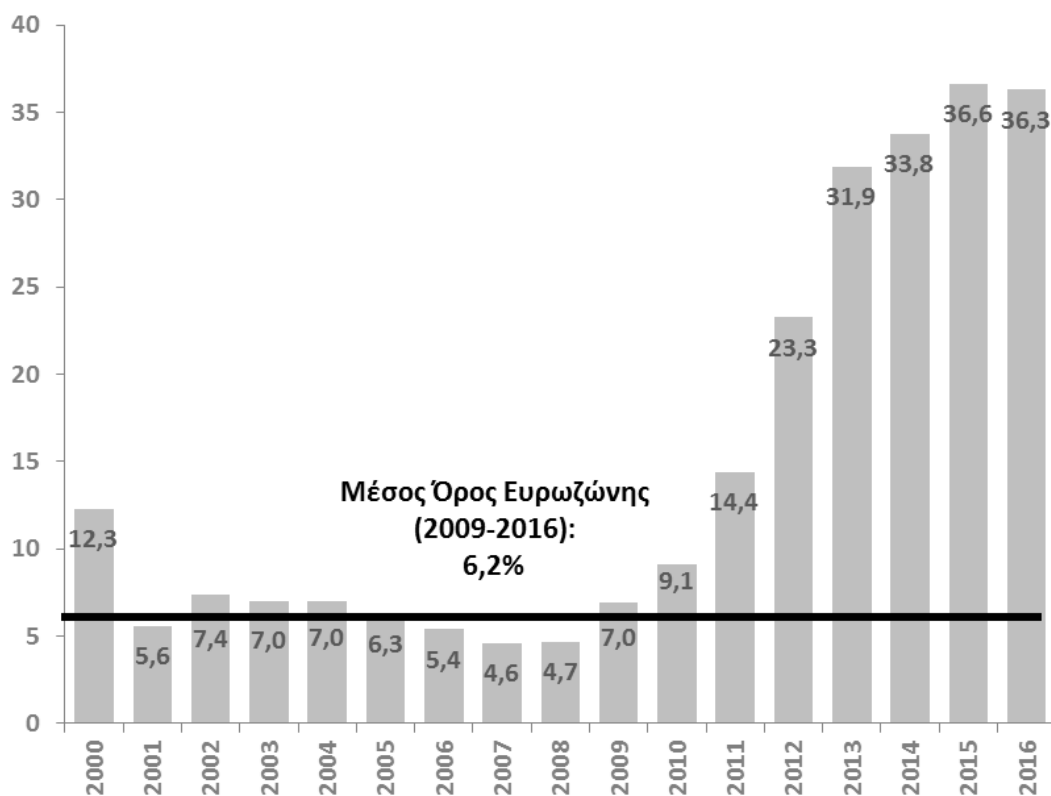
Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 και η συρρίκνωση της ρευστότητας σε διεθνές επίπεδο, σε συνδυασμό με τα διαχρονικά «δίδυμα» ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας, αλλά και μία σειρά πολιτικών επιλογών και παραλείψεων, κατέστησαν δύσκολη –αν όχι αδύνατη– τη χρηματοδότηση της χώρας από τις διεθνείς αγορές (βλ. ιδιωτικό τομέα), ωθώντας τη χώρα στην ανάγκη άντλησης χρηματοδότησης από τον επίσημο τομέα το 2010 και, δη, τον μηχανισμό

στήριξης Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ) / Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) / Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Η ένταξη, φυσικά, στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ συνοδεύτηκε από ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής και οικονομικής προσαρμογής (το δεύτερο σκέλος του «μνημονίου»), κατά το οποίο η χώρα έπρεπε –σε σύντομο χρονικό διάστημα– να σταθεροποιήσει την κατάσταση των δημοσίων οικονομικών της, να βελτιώσει την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού της συστήματος και να ενδυναμώσει την ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομικής και παραγωγικής δραστηριότητας (Triantopoulos and Chymis, 2017). Κατά την εν λόγω διαδικασία οικονομικής και δημοσιονομικής προσαρμογής η Ελλάδα, που πριν από την κρίση είχε τα μεγαλύτερα «δίδυμα» ελλείμματα στην Ευρωζώνη (κατά μέσο όρο την περίοδο 1999-2009), κατάφερε με τεράστιο κοινωνικό και οικονομικό κόστος (Pagoulatos and Triantopoulos, 2014), να «διορθώσει» τα «δίδυμα» ελλείμματά της (Σχεδιάγραμμα 10).

Σχεδιάγραμμα 10
«Δίδυμα» Ελλείμματα και Προσαρμογή

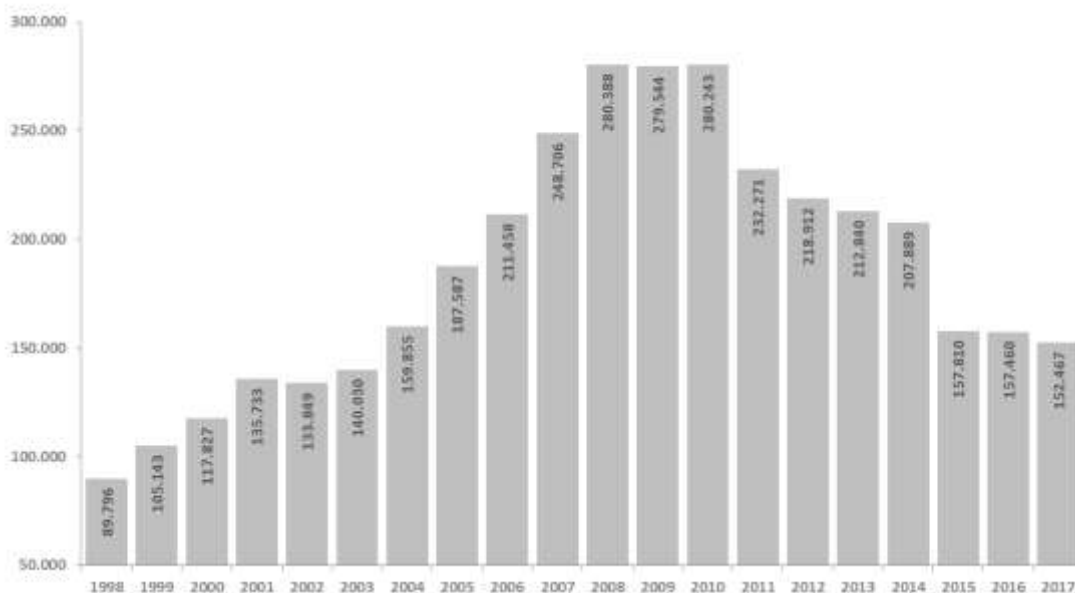


Σχεδιάγραμμα 11
Ελλάδα: Μη Εξυπηρετούμενα Δάνεια ως % των Δανείων (1998-2016)



Πηγή: World Bank

Σχεδιάγραμμα 12
Ελλάδα: Καταθέσεις (εκατ. ευρώ, 1998-2017)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Κατά την περίοδο της κρίσης και τη φάση της μεγάλης προσαρμογής που εισήλθε η οικονομία η ευχέρεια χρηματοδότησης των επιχειρήσεων επηρεάστηκε. Έτσι, η τραπεζική αγορά, αν και δεν ήταν το βασικό αίτιο της κρίσης, βρέθηκε αντιμέτωπη με μεγάλες δυσκολίες από το ξέσπασμα της κρίσης, όπως ο αποκλεισμός

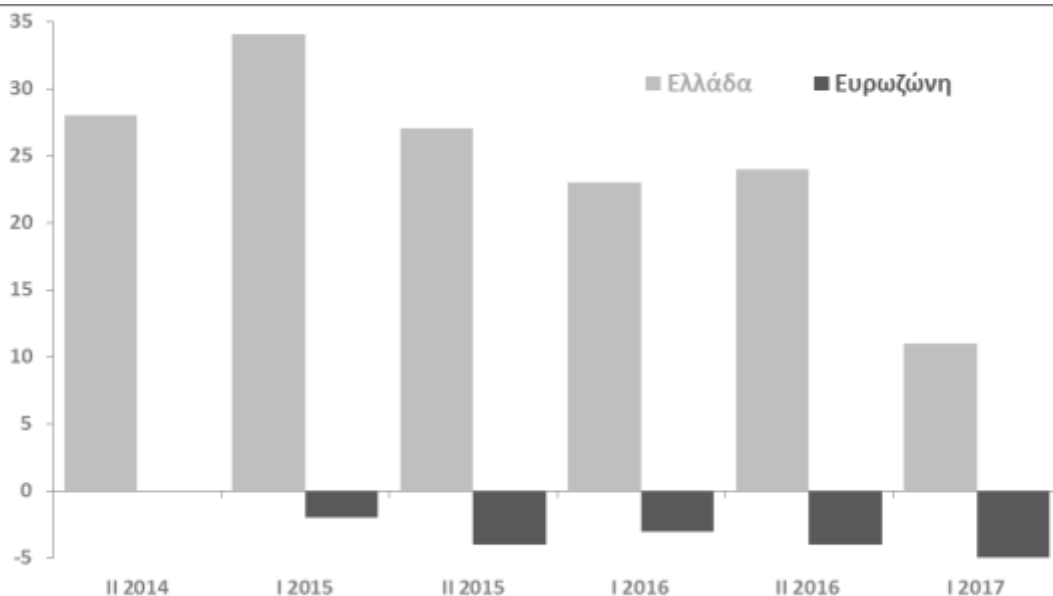
χρηματοδότησης από τις διεθνείς αγορές, οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας, η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, η μεγάλη εκροή καταθέσεων, η επιδείνωση του χαρτοφυλακίου δανείων λόγω ύφεσης, οι ζημιές από την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους και η μη βιωσιμότητα αρκετών πιστωτικών ιδρυμάτων (και συνεταιριστικών τραπεζών) (Τριαντόπουλος, 2015). Έτσι, το 2015, μεταξύ άλλων, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ξεπέρασαν το 36% του συνόλου των δανείων από περίπου 5% πριν την κρίση, ενώ ο μέσος όρος στην Ευρωζώνη, κατά την περίοδο 2009/2016, διαμορφώνεται στο 6,2% (Σχεδιάγραμμα 11). Παράλληλα, το σύνολο των καταθέσεων και *repos* συρρικνώθηκε κατά 43%, φτάνοντας τα 157 δισ. ευρώ το 2016, από 280 δισ. ευρώ πριν την κρίση (Σχεδιάγραμμα 12).

Για να αντιμετωπιστούν αυτές οι δυσκολίες, αλλά και για να μην προκύψουν πιο επώδυνες καταστάσεις προωθήθηκαν –όλη αυτή την περίοδο– μία σειρά από θεσμικές παρεμβάσεις. Επρόκειτο για θεσμικές παρεμβάσεις προς δύο βασικές κατευθύνσεις. Η πρώτη κατεύθυνση ήταν η θεσμική ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, με πρωτοβουλίες όπως το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το Συμβούλιο Συστημικής Ευστάθειας, το νέο πλαίσιο για την εξυγίανση και εκκαθάριση τραπεζών, το νέο πλαίσιο διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το πλαίσιο για τη διευθέτηση της υπερχρέωσης του ιδιωτικού τομέα, και ο εκσυγχρονισμός του πλαισίου για τη λειτουργία των συνεταιριστικών τραπεζών. Η δεύτερη κατεύθυνση ήταν η διασφάλιση της χρηματοδότησης προς τον τραπεζικό τομέα που αντιμετώπιζε τόσο πρόβλημα ρευστότητας, όσο και πρόβλημα κεφαλαιακής επάρκειας. Προς αυτή την κατεύθυνση, βασικές πρωτοβουλίες είναι η ενδυνάμωση του πακέτου ενίσχυσης ρευστότητας του 2008, η αξιοποίηση του μηχανισμού παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, και οι συνεχείς ανακεφαλαιοποιήσεις του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, οι οποίες «απορρόφησαν» περίπου 67 δισ. ευρώ τόσο από τον ιδιωτικό, όσο και το δημόσιο τομέα (Τριαντόπουλος, 2015; Τριαντόπουλος, 2017).

Παρ' όλες τις παρεμβάσεις, οι σημαντικές δυσκολίες στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων παραμένουν. Συγκεκριμένα, η πιστωτική συρρίκνωση παραμένει από το 2011 και έπειτα, όπου αθροιστικά το σύνολο της χρηματοδότησης από τα 320 δισ. ευρώ στα τέλη του 2010 έχει περιοριστεί στα 204 δισ. ευρώ τον Οκτώβριο του 2017, καταγράφοντας μία μείωση 36% (Σχεδιάγραμμα 2). Έτσι, το έντονο χρηματοδοτικό κενό για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις παραμένει, αν και έχει περιοριστεί τελευταία. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το χρηματοδοτικό κενό κατά το πρώτο μισό του 2017 διαμορφώθηκε στο 11% από 34% κατά το πρώτο μισό του 2015 –που συνιστά και τη χειρότερη επίδοση στην Ευρωζώνη (Σχεδιάγραμμα 13). Συνάμα, το χρηματοδοτικό κενό συνοδεύεται και από αντίστοιχο επενδυτικό κενό των επιχειρήσεων, που (σύμφωνα με την ΤτΕ) ανήλθε στα 6,5 δισ. ευρώ (ή 3,6% του ΑΕΠ) το 2016.

Σχεδιάγραμμα 13

Ελλάδα και Ευρωζώνη: Χρηματοδοτικό Κενό Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων (2014-2017)



Πηγή: ECB

Συνεπώς, σε ένα τέτοιο χρηματοδοτικό περιβάλλον οι μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις της ελληνικής περιφέρειας βρίσκονται σε δύσκολη θέση, καθώς (α) αδυνατούν να αντλήσουν εξωτερική χρηματοδότηση μέσω εναλλακτικών επιλογών, όπως οι μεγάλες επιχειρήσεις, (β) περιορίζονται στον (αναίμικτο) τραπεζικό δανεισμό ως αποκλειστική μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης, και (γ) αντιμετωπίζουν μία αυξανόμενη «απόσταση» μεταξύ της έδρας τους και των τραπεζικών ιδρυμάτων, αφού τράπεζες συγχωνεύονται, περιφερειακά καταστήματα «κλείνουν», όπως «κλείνουν» και συνεταιριστικές τράπεζες.

5. Αντί επιλόγου – Προτάσεις

Με βάση, λοιπόν, την προαναφερθείσα ανάλυση, οι δυσκολίες και τα κενά χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην περιφέρεια μπορεί να αντιμετωπιστούν μέσα από τέσσερις διαύλους.

Ο πρώτος δίαυλος είναι η σταδιακή «επαναλειτουργία» της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας της τραπεζικής αγοράς. Πρόκειται, φυσικά, για μία διαδικασία που απαιτεί χρόνο και προσπάθεια, δίνοντας έμφαση (α) στη βελτίωση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών (βλ. μη εξυπηρετούμενα δάνεια), (β) στη διευθέτηση του βάρους του ιδιωτικού χρέους (βλ. ρυθμίσεις, αντιμετώπιση «στρατηγικής πτώχευσης», κ.ά.), (γ) στην αποκατάσταση της αποταμιευτικής εμπιστοσύνης (βλ. επιστροφή καταθέσεων), και (δ) στην αποκατάσταση των χρηματοδοτικών διαύλων με τις διεθνείς αγορές.

Ο δεύτερος δίαυλος είναι η προώθηση εναλλακτικών επιλογών χρηματοδότησης από την κεφαλαιαγορά, δίνοντας, μεταξύ άλλων, έμφαση στην εναρμόνιση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων με τις προϋποθέσεις και απαιτήσεις για την άντληση χρηματοδότησης από εναλλακτικά σχήματα όπως crowdfunding, venture capital, business angels, κ.ά.

Ο τρίτος δίαυλος είναι η πλήρης αξιοποίηση των χρηματοδοτικών εργαλείων που βασίζονται σε ευρωπαϊκούς και διεθνείς πόρους, δίνοντας, μεταξύ άλλων, έμφαση (α) στη δημιουργία της Αναπτυξιακής Τράπεζας με προσήλωση στην περιφερειακή ανάπτυξη, στις υποδομές και στην έξυπνη και πολύ μικρή επιχειρηματικότητα, και (β) στη λειτουργία και προώθηση των EquiFund, ΤΕΠΙΧ II, άλλων προγραμμάτων ΕΠΑνεΚ, εργαλείων για εξωστρέφεια κ.ά. Πρόκειται, ίσως, για τον πιο άμεσο τρόπο κάλυψης του τρέχοντος χρηματοδοτικού κενού.

Ο τέταρτος δίαυλος είναι η ανάπτυξη ενός ευρύτερου σχεδίου επέκτασης της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας των συνεταιριστικών τραπεζών. Και αυτό μπορεί να γίνει μέσα από (α) τον (περαιτέρω) εκσυγχρονισμό της λειτουργίας τους, (β) τη βελτίωση του χαρτοφυλακίου τους, (γ) τη διαμόρφωση συνεργασιών και συμπράξεων μεταξύ των συνεταιριστικών τραπεζών, και (δ) την ενεργό εμπλοκή των συνεταιριστικών τραπεζών στη αξιοποίηση ευρωπαϊκών πόρων και εγγυήσεων. Έτσι, οι συνεταιριστικές τράπεζες θα συνεισφέρουν στην τοπική (γνώριμη) μικρή και μεσαία επιχειρηματικότητα και στην κοινωνική επιχειρηματικότητα. Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι η στόχευση ενός τέτοιου εγχειρήματος θα ήταν πιο εφικτή εάν συνοδεύονταν από προγράμματα προώθησης συνεργασίας και σύμπραξης επιχειρήσεων και συνεταιριστικών τραπεζών, ενσωματώνοντας ουσιαστικά, σταδιακά ιδέες από την «κορπορατιστική» παράδοση άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών –που αποτυπώνεται και στα αντίστοιχα μοντέλα καπιταλιστικής και χρηματοπιστωτικής οργάνωσης.

Επί της ουσίας, λοιπόν, θα ήταν ιδιαίτερα σημαντικό εάν το εγχείρημα της αντιμετώπισης της αδυναμίας χρηματοδότησης της περιφερειακής χρηματοδότησης εστίαζε και στα δομικά στοιχεία που διαφοροποιούν την ελληνική περίπτωση σε σχέση με αυτές άλλων ευρωπαϊκών κρατών-μελών. Έτσι, το εν λόγω εγχείρημα (που δεν είναι εύκολο) θα μπορούσε να έχει διατηρήσιμα αποτελέσματα για τη χρηματοδότηση και άνθηση των δυναμικών επιχειρήσεων στην ελληνική περιφέρεια, δημιουργώντας ευρύτερες συνθήκες ευημερίας και περιορισμού των ανισοτήτων.

6. Βιβλιογραφία

Allen, F., and Gale, D. (2000), *Comparing Financial Systems* (Cambridge, MA: MIT Press).

Bertero, E. (1997), 'Restructuring Financial Systems in Transition and Developing Economies: An Approach Based on the French Financial System', *Economics of Transition*, 5(2): 367-393.

Cernat, L. (2002), 'Institutions and Economic Growth: Which model of capitalism for Central and Eastern Europe?', *Journal for Institutional Innovation, Development and Transition*, 6(1): 18 – 34.

Dosi, G. (1990), 'Finance, Innovation and Industrial Change', *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13(3): 299-319.

Grabel, I. (1997), 'Savings, Investment, and Functional Efficiency: A Comparative Examinations of National Financial Complexes', in R. Pollin (ed), *The Macroeconomics*

of Savings, Finance and Investment (Ann Arbor: University of Michigan Press in conjunction with the Economic Policy Institute, Washington, DC): 251-298.

Hall, P. and **Soskice, D.** (2001) (eds), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage* (Oxford: Oxford University Press).

Levine, R. (2002), 'Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?', *Journal of Financial Intermediation*, 11(4): 398-428.

Levine, R. and **Zervos, S.** (1998), 'Stock Markets, Banks, and Growth', *American Economic Review*, 88(3): 537-558.

Mugge, D. (2005) 'Diluting Varieties of Capitalism From Below: Competitive Imperatives in Financial Markets and the End of the Positive Coordination', paper presented at the 3rd ECPR Conference, Budapest, 8-11 September.

Rajan, R. and **Zingales, L.** (2003), 'The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century', *Journal of Financial Economics*, 69(1): 5-50.

Οικονόμου, Φ. και **Χρ. Τριαντόπουλος** (2018), *Οικονομική Κρίση και Καταθέσεις: Ελλάδα και Νότιος Ευρώπη*, Μελέτη ΚΕΠΕ, υπό έκδοση.

Pagoulatos, G. (2003), *Greece's New Political Economy. State, Finance and Growth from Postwar to EMU* (Houndmills: Palgrave Macmillan).

Pagoulatos, G. (2014), "State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitations of Financial Power in Greece", *Government and Opposition*, 49(3), pp. 452-482.

Pagoulatos, G. and **Triantopoulos, C.** (2009), "The Return of the Greek Patient: Greece and the 2008 Global Financial Crisis", *South European Society and Politics*, 14(1), pp. 35 – 54.

Pagoulatos, G. and **Triantopoulos, C.** (2014), "Growth Strategy and Welfare Reform in Greece", paper presented at the Workshop on National Growth Strategies and Welfare State Reform, Sciences Po, Paris, 11 – 12/12/2014.

Papadopoulos, T. and **Triantopoulos, C.** (2014), Dealing with Unionistic Corporate Governance in Greece, *Journal of Computational Optimization in Economics and Finance*, 6(1), pp. 1-16.

Προβόπουλος, Γ. και **Καπόπουλος, Π.** (2001), *Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος* (Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική).

Τριαντόπουλος, Χρ. (2014), *Ευρωπαϊκές Χρηματοπιστωτικές Αγορές και Εποπτικό Πλαίσιο υπό το Πρίσμα της Πολιτικής Οικονομίας* (Αθήνα: Αδημοσίευτη Διδακτορική Διατριβή, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών).

Triantopoulos, C. (2014), "Financial Structures, Income Inequality and Privatization of Risk in the EU", *Sproudai Journal of Economics and Business*, 64(3), pp. 49-72.

Τριαντόπουλος, Χρ. (2015), "Πλαίσιο Στήριξης Τραπεζικού Συστήματος: Μία Πρώτη Προσέγγιση", *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος 26, Φεβρουάριος 2015, σελ. 72-81.

Τριαντόπουλος, Χρ. (2017), "Είναι Αλήθεια ότι τα Χρήματα που Δανείστηκε η Ελλάδα Προορίζονται Αποκλειστικά για την Αποπληρωμή Προηγούμενων Χρεών και τη Διάσωση των Τραπεζών;", στο Αναστασάτου, Μ., Κατσίκας, Δ. και Κ. Φιλίνης (επ.), *Κατανοώντας την Ελληνική Κρίση* (Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση): 203-223.

Triantopoulos, C. and **A. Chymis** (2017), "Fiscal Council and Pre-Election Platforms Evaluation: A Scenario for Greece", *Management Studies*, Vol. 5, No.3, pp. 153-169.

Τσακλόγλου, Π., Οικονομίδης, Γ., Παγουλάτος, Γ., Τριαντόπουλος, Χρ. και Φιλιππόπουλος, Απ. (2016), *Χάρτης Εξόδου από την Κρίση* (Αθήνα: Οργανισμός Έρευνας και Ανάλυσης διαΝΕΟσις).

Vitols, S. (2001) *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan and United States*, Discussion Paper FSI 01-302 (Berlin: Social Science Research Center).

Vitols, S. (2004) *Changes in Germany's Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective*, Discussion Paper SP II 2004-03 (Berlin: Social Science Research Center).

Von Mettenheim, K. (2009) 'Varieties of Financial Capitalism: Political and Social Foundations of Comparative Advantage in Finance and Banking', paper presented at the 21st Meeting of the Society for the Advancement of Social Economics, Paris, 16-18 July.

Zysman, J. (1983), *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change* (Ithaca, NY: Cornell University Press).