

## **"Regulatory Compliance of Brokerage Firms: Emphasis on Money Laundering"**

**Dimitra Th. Mitrou**

MSc Taxation & Auditing

[demmitrou@yahoo.gr](mailto:demmitrou@yahoo.gr)

**Maria-Eleni k. Agoraki**

Adjunct Lecturer-Researcher

[magoraki@aueb.gr](mailto:magoraki@aueb.gr)

**John L. Filos**

Associate Professor, Panteion University

[filosj@panteion.gr](mailto:filosj@panteion.gr)

### **Abstract**

*This study consist a research effort to examine the phenomenon of money laundering through the financial system. Specifically, it focuses on the institutional and regulatory framework to combat this phenomenon at national and international level. In addition, analyzes the possible factors associated with ML and concludes in a function that predicts "laundering".*

**Keywords:** Money Laundering, Regulatory Compliance, Brokerage Firms, HCMC

**JEL:** G24, G38, K23, L51, M42, M48

## **Κανονιστική Συμμόρφωση Χρηματιστηριακών Εταιρειών: Έμφαση στο «Ξέπλυμα»**

**Δήμητρα Θ. Μήτρου**

Απόφοιτη ΠΜΣ: Φορολογία και Ελεγκτική, Πάντειο Πανεπιστήμιο

[demmitrou@yahoo.gr](mailto:demmitrou@yahoo.gr)

**Μαρία Ελένη Κ. Αγοράκη**

Επιστημονικός Συνεργάτης, Πάντειο Πανεπιστήμιο

[magoraki@aueb.gr](mailto:magoraki@aueb.gr)

**Ιωάννης Λ. Φίλος**

Αναπληρωτής Καθηγητής, Πάντειο Πανεπιστήμιο

[filosj@panteion.gr](mailto:filosj@panteion.gr)

### **Περίληψη**

*Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται το ζήτημα του ξεπλύματος μαύρου χρήματος. Σκοπός της είναι η ανεύρεση συνάρτησης μέτρησης του «ξεπλύματος» μαύρου χρήματος. Ειδικότερα εστιάζει στην νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες μέσω της χρήσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.*

*Στο πρώτο μέρος, γίνεται μια ανάλυση του όρου «Ξέπλυμα Μαύρου Χρήματος» ή «Money Laundering» όπως αυτός έχει αποδοθεί από την παγκόσμια βιβλιογραφία και αρθρογραφία. Αναλύονται οι διαδικασίες νομιμοποίησης*

παράνομων εσόδων αλλά και οι επιπτώσεις της παραοικονομίας στο πολιτικό, κοινωνικό και οικονομικό περιβάλλον.

Ειδικότερα, μελετάται η νομιμοποίησης παράνομων εσόδων μέσω της χρήσης του πιστωτικού συστήματος και ιδιαιτέρως της αγοράς κεφαλαίων.

Στο ερευνητικό κομμάτι της μελέτης, γίνεται μια προσπάθεια συσχέτισης της παραβατικότητας των Χρηματιστηριακών, μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αναφορικά με την οργάνωσή τους για το ξέπλυμα και στοιχείων των οικονομικών τους αποτελεσμάτων. Η παραβατικότητα μελετάται επίσης σε σχέση με το μερίδιο αγοράς που κατέχουν, τη βιωσιμότητα τους αλλά και την γνώμη του ελεγκτή επί των οικονομικών καταστάσεών τους. Η ανάλυση των δεδομένων έγινε με το στατιστικό πρόγραμμα spss με απλή αλλά και πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση.

Τα αποτελέσματα αυτής διέψευσαν την αναμενόμενη συσχέτιση των οικονομικών στοιχείων μιας εταιρείας με την πιθανότητα να υποπέσει η εταιρεία σε παραβατική συμπεριφορά αναφορικά με το «ξέπλυμα μαύρου χρήματος».

Δεν διαπιστώθηκε επίσης, καμία σχέση μεταξύ του τύπου γνώμης που εκφέρει ο ελεγκτής επί των οικονομικών καταστάσεων μιας χρηματιστηριακής εταιρείας, σε σχέση με το ξέπλυμα μέσω αυτής.

Διαπιστώθηκε όμως το φαινόμενο εταιρείες με γενικότερα προβολική συμπεριφορά να έχουν περισσότερες πιθανότητες να χρησιμοποιηθούν ως κανάλι νομιμοποίησης παράνομων εσόδων.

Παρατηρήθηκε επίσης, ισχυρή σχέση μεταξύ βιωσιμότητας και παραβατικότητας μιας χρηματιστηριακής. Επί της ουσίας διαπιστώθηκε μια αποτελεσματική αγορά όπου η ανακοίνωση ενός παραπτώματος για ξέπλυμα από μια χρηματιστηριακή, φαίνεται να είναι ικανό γεγονός να την οδηγήσουν στην παύση της λειτουργίας της.

Τέλος, παρουσιάζονται προτάσεις για τα πεδία που μπορούν να διερευνηθούν στο μέλλον σχετικά με το ζήτημα.

**Λέξεις-κλειδιά:** Ξέπλυμα Μαύρου Χρήματος, Κανονιστική Συμμόρφωση Χρηματιστηριακών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Νομιμοποίηση Παράνομων Εσόδων

### **Θεωρητικό Υπόβαθρο**

Ο όρος Money Laundering δεν αποτελεί φαινόμενο των τελευταίων ετών που σχετίζεται με διάφορα περιστατικά απάτης. Παρά το γεγονός ότι ο όρος διαδόθηκε ευρέως για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1920 με την υπόθεση του Al Capone, η πρώτη αναφορά στην διεθνή βιβλιογραφία εντοπίζεται το 2000ΠΧ στην Κίνα

Πολλοί είναι οι ορισμοί που εντοπίζονται στη βιβλιογραφία για τον όρο Money Laundering. Τα ηνωμένα έθνη ορίζουν το ML ως μια διαδικασία συγκάλυψης παράνομου εισοδήματος χωρίς να εκτίθεται ο εγκληματίας που ωφελείται από την διαδικασία αυτή. Είναι μια δυναμική διαδικασία τριών σταδίων που αναλύεται ως εξής: Το πρώτο στάδιο είναι η απομάκρυνση του κεφαλαίου από την πηγή του και συνεπώς από το έγκλημα. Το δεύτερο στάδιο είναι εξαφάνιση κάθε ίχνους που θα μπορούσε να οδηγήσει στην πηγή. Το τρίτο και τελευταίο στάδιο είναι χρήση του κεφαλαίου, απαλλαγμένου πλέον από κάθε υπόνοια.

Ο κώδικας εγκληματολογίας του Καναδά, προσωποποιεί τον όρο προσδιορίζοντάς τον ως: «οποιοδήποτε που χρησιμοποιεί, μεταφέρει, στέλνει ή παραλαμβάνει, από οποιοδήποτε άτομο ή οποιοδήποτε μέρος, με κάθε τρόπο και μέσο, κεφάλαιο με σκοπό να καλύψει το κεφάλαιο αυτό,

γνωρίζοντας ή πιστεύοντας ότι το σύνολο ή μέρος του κεφαλαίου αυτού προήλθε από άμεση ή έμμεση παράνομη δραστηριότητα, παιδική πορνογραφία, εμπόριο λευκής σαρκός, κλοπή, φόνο, ληστεία, χειραγώγηση αγοράς μέσω χρηματιστηριακών συναλλαγών, απάτη, εμπόριο όπλων, κλπ».

Λαμβάνοντας υπόψη τους δυο παραπάνω ορισμούς είναι προφανές ότι ως ξέπλυμα ορίζεται η διαδικασία που έχει κύριο σκοπό τη συγκάλυψη της προέλευσης του μαύρου χρήματος και την επανεισαγωγή του στη νόμιμη αγορά όπου μπορεί να καταναλωθεί ή να επενδυθεί. Αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο το «καθαρό χρήμα» μπορεί να εποανεπενδυθεί. Το μαύρο χρήμα μπορεί μόνο να καταναλωθεί εκτός αν κάποιος το ξεπλύνει.

Ο όρος «Ξέπλυμα Μαύρου Χρήματος» λέγεται ότι συνδέεται με την ιταλική μαφία και διαβόητους κακοποιούς όπως ο Al Capone. Πιο συγκεκριμένα φημολογείται ότι ο όρος πήρε το όνομά του από τον Al Capone, κατά την περίοδο 1920 στην Αμερική, ο οποίος για να νομιμοποιήσει τα κέρδη του που προέρχονταν από παράνομες δραστηριότητες (όπως πορνεία, παράνομη πώληση αλκοόλ κλπ) αναμίγνυε τα εισοδήματά αυτά με εισοδήματα που προέρχονταν από τα νόμιμα πλυντήρια αυτοκινήτων που κατείχε. Με αυτό τον τρόπο κατάφερε να ξεπλύνει περίπου 100 εκατομμύρια δολάρια χωρίς να αφήσει ίχνη για τις παράνομες δραστηριότητές του.

Παρόλο που ο όρος έκανε την εμφάνισή του για πρώτη φορά το 1920, σαν διαδικασία υπήρχε από αρχαιοτάτων χρόνων. Η πρώτη αναφορά στη βιβλιογραφία εντοπίζεται το 2000 ΠΧ στην Κίνα, όπου οι έμποροι μετέφεραν και επένδυαν τα χρήματά τους σε παράκτιες εταιρίες για να προστατέψουν την περιουσία τους από το κράτος.

Ξέπλυμα συναντάμε επίσης στο εμπόριο ακατέργαστων διαμαντιών από την Αφρική στην Ευρώπη και την Αμερική, όπου οι έμποροι μετέφεραν τους λίθους μεταξύ των κρατών και τους εισήγαγαν επεξεργασμένους πλέον στη νόμιμη αγορά (Morris, Cotterilt, 1999).

Ανά τους αιώνες και σε κάθε περίπτωση, ο άνθρωπος επινοεί ποικίλους τρόπους να νομιμοποιήσει το «μαύρο» χρήμα ή να αποφύγει τις φορολογικές πολιτικές των κυβερνήσεων. Το μόνο πράγμα που αλλάζει από χώρα σε χώρα με το πέρασμα των χρόνων είναι οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη της διαδικασίας του ξεπλύματος έτσι ώστε να εξαφανίζονται τα ίχνη προς την παράνομη πηγή και οι αρχές να μην μπορούν να εντοπίζουν την παρανομία.

Ερευνητές χαρακτήρισαν το ξέπλυμα χρήματος ως μια «άναρχη» βιομηχανία. Μία βιομηχανία δηλαδή που δεν υπακούει σε νόμους και κανόνες, όπου η δυναμική της και η δραστηριότητάς της δεν αναφέρονται ούτε έχει καταγραφεί επισήμως. Παρ'όλα αυτά, είναι ζωτικής σημασίας να γνωρίζουμε το συνολικό μέγεθος της αγοράς του ξέπλυμα χρήματος. Η ανάγκη για τη γνώση δεν είναι απλά ακαδημαϊκού ενδιαφέροντος έρευνα αλλά είναι ανάγκη για χαρτογράφηση της πραγματικής αγοράς. Η γνώση της αξίας και του μεγέθους της αγοράς είναι μια απαραίτητη για την υλοποίηση μιας κόστους - οφέλους ανάλυσης της παγκόσμιας AML πολιτικής που έχει εφαρμοστεί από τα μέσα της δεκαετίας του 1980.

Αρκετοί θεωρητικοί, για να καταστήσουν κατανοητές τις πιθανές πολιτικές για την καταπολέμηση του ξεπλύματος χρήματος (ML) σε όλο τον κόσμο,

εξετάζουν τις οικονομικές ιδιαιτερότητες αυτού του εγκληματικού φαινομένου, με την κλασική οικονομική θεωρία της ζήτησης και της προσφοράς, γνωστή και ως νόμο του Say .

Από μικροοικονομική άποψη, το ξέπλυμα μαύρου χρήματος (ML) αποτελεί μια ιδιόμορφη οικονομική λειτουργία. Η συνολική ζήτηση για «μαύρη χρηματοδότηση», εκφράζεται από άτομα ή ομάδες ατόμων που διαπράττουν παράνομες δραστηριότητες. Η εκτέλεση κάθε παράνομης πράξης, εμπίπτει σε μια ξεχωριστή κατηγορία συναλλακτικού κόστους καθώς τα έσοδα από την παράνομη αυτή δραστηριότητα, όταν χρησιμοποιούνται για ανατροφοδότηση νέας παράνομης δραστηριότητας, αυξάνουν κατακόρυφα την πιθανότητα εντοπισμού της παράνομης δραστηριότητας από τις αρχές. Αυτό το συναλλακτικό κόστος μπορεί να ελαχιστοποιηθεί μέσω της διαδικασίας του ξεπλύματος, μια διαδικασία που ουσιαστικά απομακρύνει τις χρηματοροές από την παράνομη πηγή τους.

Η διαδικασία του ξεπλύματος θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μια ιδιόμορφη οικονομική λειτουργία του χρήματος μέσω της οποίας η «δυσνητική αγοραστική δύναμη» μετατρέπεται σε πραγματική, αφού μόνο μέσα από αυτή τη διαδικασία το μαύρο χρήμα μπορεί να εισέλθει στην πραγματική αγορά. Τι συμβαίνει όμως με την πλευρά της προσφοράς. Ποιος είναι αυτός ο κρίκος που τροφοδοτεί την ζήτηση μαύρου χρήματος; Μελέτες δείχνουν ότι, το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα παίζει τον σημαντικότερο ρόλο, αφού αποτελεί το δούρειο ίππο για την κατανομή του μαύρου χρήματος. Η ύπαρξη και μόνο των υπεράκτιων εταιρειών αρκεί για να θέσει σοβαρές αμφιβολίες στη δομή και ακεραιότητα λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όπως ορθά έχει διαπιστωθεί από πολλούς αναλυτές του θέματος, η βιβλιογραφία που υπάρχει για το «Ξέπλυμα» ή «ML» από τα αρχικά του αγγλικού όρου «Money Laundering» στηρίζεται καθαρά σε εικασίες και υποθέσεις των ίδιων των ερευνητών και όχι σε μεγέθη που έχουν μετρηθεί επισήμως.

Στην βιβλιογραφία συναντάται πρακτική απόπειρα μέτρησης του ML όπου εκτιμάται ότι το μαύρο χρήμα αποτελεί το 2-5% του παγκοσμίου ΑΕΠ. Μάλιστα εντοπίστηκε πως υπάρχει και σχέση ανάμεσα στο ΑΕΠ και το μαύρο χρήμα, καθώς αποδείχθηκε ότι μια αύξηση 10% στο μαύρο χρήμα, μειώνει 0,1% το ετήσιο ΑΕΠ, δυστυχώς όμως η τεκμηρίωση της μελέτης δεν κατάφερε να αποδείξει ότι το συμπέρασμά είναι ασφαλές.

Μια δεύτερη αξιολογή απόπειρα μέτρησης του μαύρου χρήματος υπολόγισε το άδηλο χρήμα στο 4% του ΑΕΠ. Και η μελέτη αυτή αμφισβητήθηκε καθώς θεωρήθηκε ότι έκανε χρήση «σιωπηρής γνώσης» και «διαίσθησης» για την βαθμονόμηση του μοντέλου του.

Η παραδοσιακή μέθοδος για την καταπολέμηση του ξεπλύματος μαύρου χρήματος είναι η χρήση περιοριστικής/κατασταλτικής νομοθεσίας. Μια νέα προσέγγιση για την κατανόηση του ξεπλύματος μαύρου χρήματος και για την επινόηση στρατηγικών για την ελαχιστοποίηση του ξεπλύματος χρήματος, είναι αυτή της εκτίμησης των κινδύνων. Στο Αυστραλιανό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει εφαρμοστεί μια κινδυνοκεντρική προσέγγιση (Risk Based Approach) για την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Αυστραλία πρέπει να προβαίνουν σε εκτίμηση του κινδύνου νομιμοποίησης παράνομου χρήματος ανά πελάτη/ προϊόν/

υπηρεσία/ σύστημα/ χώρα κλπ που συναλλάσσονται. Στην ουσία αυτό που επιτυγχάνεται είναι η ελαχιστοποίηση της δυνατότητας νομιμοποίησης εσόδων μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δεν αποτρέπουν την ίδια την πράξη επί της ουσίας, παρόλα αυτά όμως είναι μια μέθοδος που θέτει προτεραιότητες στην χρήση των πόρων με σκοπό την καταπολέμηση του ξεπλύματος.

### **Η Διαδικασία Νομιμοποίησης Παράνομων Εσόδων**

Το ξέπλυμα μαύρου χρήματος είναι τεχνική αποτελεί διαδικασία αρκετά περίπλοκη καθώς εμπεριέχει αναρίθμητους κινδύνους. Για να εξαφανίζουν τα ίχνη των παράνομων δραστηριοτήτων και την πραγματική πηγή των εισοδημάτων τους οι "launderers", όπως χαρακτηρίζονται από την βιβλιογραφία, ακολουθούν σύμφωνα με τα Ηνωμένα Έθνη, μια συγκεκριμένη διαδικασία μια ή και περισσότερες φορές. Η διαδικασία αυτή συνοψίζεται σε τρία στάδια: Την τοποθέτηση, Την Διανομή και Την Ολοκλήρωση

Το πρώτο στάδιο της διαδικασίας είναι αυτό της τοποθέτησης. Αυτό το στάδιο περιλαμβάνει την προσπάθεια απομάκρυνσης του «μαύρου» χρήματος από την πηγή του και εισαγωγής του στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτό αποτελεί και το πιο επικίνδυνο στάδιο της όλης διαδικασίας του ξεπλύματος αφού ελλοχεύει ο κίνδυνος εντοπισμού από τις αρχές.

Η διανομή (Layering) είναι το επόμενο βήμα της διαδικασίας. Από την στιγμή που το παράνομο χρήμα εισαχθεί επιτυχώς στο τραπεζικό σύστημα, ξεκινάει η διαδικασία απομάκρυνσής του από την πηγή του. Αυτό το στάδιο είναι πολύ σημαντικό γιατί απομακρύνει κατά κάποιο τρόπο το βρώμικο χρήμα από την πηγή του καθιστώντας την ανεύρεση της προέλευσής του αδύνατη.

Τέλος η ολοκλήρωση (Integration) είναι το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας όπου το χρήμα εισάγεται στην νόμιμη οικονομία, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και παρουσιάζεται ως νόμιμο εισόδημα από νόμιμες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

### **Βιβλιογραφική Ανασκόπηση**

Από ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σε μελέτες που έχουν εκπονηθεί για το ξέπλυμα μαύρου χρήματος, παρατηρείται ότι οι περισσότερες από τις μελέτες εστιάζουν στους παράγοντες και τα μέτρα που πρέπει λαμβάνονται για την καταπολέμηση του φαινομένου ξεπλύματος μαύρου χρήματος.

Ενδεικτικά αναφέρεται η μελέτη των Morris και Cotteril το 1999, που απέδειξε ότι η υιοθέτηση προηγμένων τεχνολογιών αποτρέπει το ξέπλυμα.

Σε μελέτη του ο Linell το 1999, συνέδεσε το ξέπλυμα με την διαφυγή μυαλών στο εξωτερικό (brain drain) καθώς απέδειξε ότι τα φαινόμενα ξεπλύματος μαύρου χρήματος ήταν σαφώς σημαντικότερα σε χώρες που αντιμετώπιζαν σοβαρό πρόβλημα εκροής μορφωμένου εργατικού δυναμικού στο εξωτερικό. Στο ίδιο συμπέρασμα φαίνεται να καταλήγει και η μελέτη του treasury dep. των Η.Π.Α. το 2001, σύμφωνα με την οποία η επιμόρφωση των στελεχών φαίνεται να αποτελεί σημαντικό παράγοντα καταπολέμησης του ξεπλύματος.

Επίσης, πολλές μελέτες καταλήγουν στον προσδιορισμό της φοροαποφυγής και της φοροδιαφυγής ως παράγοντα άρρηκτα συνδεδεμένου με φαινόμενα

νομιμοποίησης παράνομων εσόδων. Ενδεικτικά αναφέρονται αυτές του Swenso (2001), του Tomohara (2004), του Summers (2000), του Neville (2002) αλλά και της FATF (2006).

Οι Vaithilingam και Nair σε άρθρο τους στο Science Direct με τίτλο «Mapping global money laundering trends» το 2009 εξετάζουν τους εξής πέντε παράγοντες για να αξιολογήσουν ανά χώρα, τι σχέση έχουν οι παράγοντες αυτοί με το ξέπλυμα μαύρου χρήματος. Εξετάζουν: την ποιότητα (επίπεδο μόρφωσης) του εργατικού δυναμικού, τη φήμη των τραπεζών τραπεζικού συστήματος), το βαθμό φοροαποφυγής και φοροδιαφυγής κάθε χώρας, το βαθμό υιοθέτησης τεχνολογικά προηγμένων προγραμμάτων, και τέλος το βαθμό συμμόρφωσης της κάθε χώρας με τη νομοθεσία.

### **Ερευνητικό Μοντέλο**

Η παρούσα μελέτη, βασισμένη στην έρευνα των Vaithilingam και Nair κάνει μια απόπειρα μεταφοράς του μακροοικονομικού αυτού μοντέλου που έγινε σε επίπεδο χωρών, σε μικροοικονομικό επίπεδο χρηματιστηριακών εταιρειών στην Ελλάδα.

Γίνεται οθσιαστικά μια προσπάθεια συσχέτισης της παραβατικότητας των Χρηματιστηριακών, Μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αναφορικά με την οργάνωσή τους για το ξέπλυμα και στοιχείων των οικονομικών τους αποτελεσμάτων. Η παραβατικότητα μελετάται επίσης σε σχέση με το μερίδιο αγοράς που κατέχουν, τη βιωσιμότητα τους αλλά και την γνώμη του ελεγκτή επί των οικονομικών καταστάσεών τους.

Για τις μεταβλητές «βαθμός συμμόρφωσης με τη νομοθεσία» και «φήμη τραπεζικού συστήματος» του μοντέλου των Vaithilingam και Nair χρησιμοποιήθηκε η παραβατικότητα των εξεταζόμενων εταιρειών σύμφωνα με τα πρόστιμα που τους επιβλήθηκαν από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Τα πρόστιμα αυτά κατηγοριοποιήθηκαν σε πέντε κατηγορίες.

Τύπου 1: παραβράσεις για ξέπλυμα ή ελλιπή οργάνωση για την πρόληψή του  
 Τύπου 2: παραβάσεις σχετικές με την προστασία του επενδυτή (MIFID)  
 Τύπου 3: παραβάσεις σχετικά με παράλειψη γνωστοποίησης προς το κοινό  
 Τύπου 4: παραβάσεις για συμμετοχή σε χειραγώγηση της αγοράς  
 Τύπου 5: παραβάσεις στην παροχή πιστώσεων

Για την μεταβλητή «φοροαποφυγή και φοροδιαφυγή», χρησιμοποιήθηκε η γνώμη των ορκωτών επί των οικονομικών καταστάσεων. Η μεταβλητή ορν όπως ονομάζεται στην παρούσα μελέτη, δείχνει την γνώμη του ορκωτού ελεγκτή επί των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων κάθε εταιρείας. Παίρνει ακέραιες τιμές από 1 έως 3, όπου 1 όταν οι καταστάσεις έχουν τη σύμφωνη γνώμη του ελεγκτή, 2 όταν οι καταστάσεις έχουν τη σύμφωνη γνώμη του ελεγκτή αλλά με θέμα έμφασης και τέλος 3 όταν η γνώμη του ελεγκτή είναι με επιφύλαξη.

Για τους παράγοντες «μορφωτικό επίπεδο» και «υιοθέτηση προηγμένων τεχνολογικών συστημάτων» δεν κατέστη δυνατή η ανεύρεση δευτερογενών δεδομένων και ως εκ τούτου δεν συμπεριλήφθηκαν στο ερευνητικό μοντέλο. Τα δεδομένα αυτά θα μπορούσαν να αντληθούν σε επόμενη μελέτη πρωτογενώς με την χρήση ερωτηματολογίων ενδεχομένως.

Βασισμένη στην θεωρία του ΟΟΣΑ για προπορευόμενους και ακόλουθους δείκτες, η παρούσα μελέτη συμπεριλαμβάνει στο μοντέλο της την βιωσιμότητα των εξεταζόμενων εταιρειών, το μερίδιο αγοράς που κατέχουν καθώς και στοιχεία από τα οικονομικά τους αποτελέσματα

### **Ερευνητική Μεθοδολογία**

Για την συλλογή των δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν επίσημα δευτερογενή στοιχεία όπως αυτά δημοσιεύονται σε επίσημες βάσεις δεδομένων και επίσημα site φορέων. Χρησιμοποιήθηκαν επίσης στοιχεία ύστερα από απευθείας συνεργασία με τον όμιλο Ελληνικά Χρηματιστήρια και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Πιο συγκεκριμένα, στην παρούσα μελέτη αναλύονται στοιχεία των ελληνικών χρηματιστηριακών, μελών του χρηματιστηρίου Αθηνών που εποπτεύονται από την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Από την ανάλυση έχουν αφαιρεθεί τα remote members καθώς εποπτεύονται από την εποπτική αρχή του κράτους μέλους στο οποίο ανήκουν. Έχουν εξαιρεθεί επίσης, τα πιστωτικά ιδρύματα, μέλη το ΧΑ καθώς ως πιστωτικά ιδρύματα καθώς εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Περιλαμβάνονται ωστόσο θυγατρικές πιστωτικών ιδρυμάτων, με νομική μορφή ως ΑΧΕΠΕΥ, που παρουσιάζουν αυτοτελή οικονομικά στοιχεία και λογοδοτούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το Χρηματιστήριο Αθηνών όμως, έχει και μέλη τα οποία δεν έχουν τη νομική μορφή της ΑΧΕΠΕΥ αλλά συμμετέχουν ως πιστωτικά ιδρύματα. Οι περιπτώσεις αυτές έχουν εξαιρεθεί από τα δεδομένα προς επεξεργασία, καθώς η σύγκριση ανόμοιων μορφών εταιρειών που εποπτεύονται από διαφορετικούς φορείς κρίθηκε μη αποτελεσματική.

Από την ανάλυση εξαιρέθηκαν επίσης, για λόγους «καθαρότητας» των αποτελεσμάτων οι Κυπριακές χρηματιστηριακές μέλη το ΧΑ και ΧΑΚ. Δεδομένης της δύσκολης οικονομικής συγκυρίας της χώρας μας, για να μπορούν να είναι συγκρίσιμα τα αποτελέσματα της μελέτης θεωρήθηκε σκόπιμο να εξαιρεθούν οι ξένες χρηματιστηριακές. Να σημειωθεί ότι ο νόμος για τις χρηματιστηριακές άλλων κρατών μελών δεν αφαιρεί από την ελληνική ΕΚ τον εποπτικό της ρόλο, εφόσον αυτές είναι μέλη του ελληνικού χρηματιστηρίου. Απλώς ορίζει αρμόδια εποπτική αρχή κάθε κράτους μέλλους είναι η αρχή του ίδιου του κράτους αρκεί η εποπτεία που ασκεί να είναι εξίσου αυστηρή η αυστηρότερη από την ελληνική. Επί της ουσίας το κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς για το σύνολο σχεδόν των κρατών της ΕΕ ορίζεται και τις ευρωπαϊκές οδηγίες.

Για τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιρειών κατά την περίοδο 2009-2012 χρησιμοποιήθηκαν τα αρχεία, από τον φάκελο μελών που διατηρεί και δημοσίευσε στον προς κατάργηση ιστορικό ιστότοπό του ([www.ase.gr](http://www.ase.gr)) το χρηματιστήριο Αθηνών. Για την περίοδο 2013-2014 χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις όπως αυτές αναρτήθηκαν στα επιμέρους site της εκάστοτε εταιρείας. Δυσχέρεια της έρευνας αποτέλεσε το γεγονός ότι εταιρείες που έκλεισαν κατέβασαν και τους ιστότοπούς τους με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν διαθέσιμα τα οικονομικά τους αποτελέσματα.

Για την κατάταξη των χρηματιστηριακών, τον τζίρο και τον υπολογισμό του μεριδίου αγοράς τους χρησιμοποιήθηκαν τα ετήσια δελτία τύπου του χρηματιστηρίου Αθηνών για τα έτη μελέτης 2009-2014. Να σημειωθεί ότι το μερίδιο αγοράς επαναυπολογίστηκε μετά την εφαρμογή των ως άνω εξαιρέσεων.

Ο επανυπολογισμός έγινε έτσι ώστε το σύνολο των χρηματιστηριακών που αναλύθηκαν να αποτελούν το 100% της αγοράς και έτσι να είναι άμεσα συγκρίσιμα τα μεγέθη μεταξύ τους.

Οι παραβάσεις των χρηματιστηριακών καθώς και τα πρόστιμα που καταλογίστηκαν σε έκαστη αντιλήθηκαν από τα επίσημα δημοσιοποιημένα δελτία τύπου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την περίοδο 2009-2014. Βασικότερος περιοριστικός παράγοντας της περιόδου ελέγχου αποτέλεσε η αδυναμία εξεύρεσης ιστορικών στοιχείων πριν το 2009. Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι πριν το 2008 οι δομές και οι διαδικασίες ελέγχου κυμαίνονταν σε άλλο επίπεδο καθώς εξέλειπε το νομοθετικό πλαίσιο που άρχισε να συγκεκριμενοποιείται και να αστικοποιείται από το 2007 και έπειτα.

Πηγή άντλησης στατιστικών δεδομένων αποτέλεσαν επίσης, και οι ετήσιες εκθέσεις της ΕΚ στις οποίες περιλαμβάνεται απολογισμός του εποπτικού έργου της ΕΚ. Τα στοιχεία βέβαια των εκθέσεων είναι ανώνυμα και δείχνουν μόνο από μακροοικονομική σκοπιά την τάση στην αγορά, καθώς δεν αναφέρονται ονομαστικά οι χρηματιστηριακές αλλά επί συνόλου.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν αναλύονται ακολούθως, ως προς το τι αντιπροσωπεύει έκαστη.

χρησιμοποιήθηκε η παραβατικότητα των εξεταζόμενων εταιρειών σύμφωνα με τα πρόστιμα που τους επιβλήθηκαν από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Τα πρόστιμα αυτά κατηγοριοποιήθηκαν στις εξής πέντε κατηγορίες:

**Τύπου 1 (INF1):** παραβράσεις για ξέπλυμα ή ελλιπή οργάνωση για την πρόληψή του

**Τύπου 2 (INF2):** παραβάσεις σχετικές με την προστασία του επενδυτή (MIFID)

**Τύπου 3 (INF3):** παραβάσεις σχετικά με παράλειψη γνωστοποίησης προς το κοινό

**Τύπου 4 (INF4):** παραβάσεις για συμμετοχή σε χειραγώγηση της αγοράς

**Τύπου 5 (INF5):** παραβάσεις στην παροχή πιστώσεων

Η μεταβλητή **SUR<sub>p</sub>** ή **SUR<sub>2009-2014</sub>**, λαμβάνει τιμές μηδέν και ένα. Η ένδειξη 0 δείχνει ότι η εταιρεία έκλεισε μέσα στο εξεταζόμενο διάστημα ελέγχου 2009-2014, ενώ η τιμή 1 ότι η εξεταζόμενη εταιρεία παραμένει ενεργή. Η συλλογή της πληροφορίας έγινε από το ετήσιο δελτίο «Συναλλαγών Μελών ΧΑ» του χρηματιστηρίου Αθηνών όπως αυτό δημοσιεύεται στον ιστότοπό του ΧΑ. Να σημειωθεί ότι οι όροι «κλειστή» και «ενεργή» χρησιμοποιούνται για να δείξουν αν η εξεταζόμενη εταιρεία στο διάστημα ελέγχου σταμάτησε ή συνεχίζει τη συναλλακτική της δραστηριότητα στο χρηματιστήριο. Συμπερασματικά, ο όρος «κλειστή» δεν συνεπάγεται και την περάτωση της διαδικασίας λύσης και εκκαθάρισης της εταιρείας σαν νομικό πρόσωπο.

Η μεταβλητή **SUR<sub>t</sub>**, ομοίως με την **SUR<sub>p</sub>** λαμβάνει τιμές μηδέν και ένα. Η διαφορά της με την **SUR<sub>p</sub>** έγκειται στο ότι εξετάζεται σε ετήσια βάση και σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα ελέγχου. Θα μπορούσε να συμβολίζεται και **SUR<sub>2009</sub>**, **SUR<sub>2010</sub>**, ..., **SUR<sub>2014</sub>**. Επί της ουσίας από την μεταβλητή αυτή μπορούμε να βγάλουμε συμπεράσματα για το έτος στο οποίο μια εταιρεία σταμάτησε τη συναλλακτική της δραστηριότητα στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η μεταβλητή **mkt**, δείχνει ανά έτος το μέσο μερίδιο αγοράς κάθε εταιρείας όπως αυτό υπολογίζεται από το ίδιο το χρηματιστήριο, ως προς τον όγκο



συναλλαγών κάθε χρηματιστηριακής σε μετοχές. Για λόγους διευκόλυνσης της σύγκρισης του μεριδίου μεταξύ των εταιρειών, χρησιμοποιήθηκε και η ποσοστιαία μεταβλητή **%mkt**. Για τον υπολογισμό της θεωρήθηκε ως σύνολο αγοράς το υποσύνολο των εταιρειών που προέκυψαν μετά την εφαρμογή των παραπάνω εξαιρέσεων.

Η μεταβλητή **ast**, δείχνει το συνολικό ενεργητικό έκαστης εταιρείας ανά έτος για την εξεταζόμενη περίοδο. Η συλλογή των δεδομένων έγινε από τον επίσημο ισολογισμό κάθε εταιρείας όπως αυτός δημοσιεύεται στον ιστότοπο του χρηματιστηρίου ή στον ιστότοπο της ίδιας της εταιρείας.

Η μεταβλητή **cust**, αντιπροσωπεύει τις απαιτήσεις από πελάτες, στοιχείο που έχει αντληθεί από τους ισολογισμούς των εταιρειών.

Η μεταβλητή **cur\_ast**, δείχνει το κυκλοφορούν ενεργητικό κάθε εταιρείας, στοιχείο που έχει αντληθεί από τους ισολογισμούς των εταιρειών, όπως αυτοί δημοσιεύεται στον ιστότοπο του χρηματιστηρίου ή στον ιστότοπο της ίδιας της εταιρείας.

Η μεταβλητή **pos**, δείχνει την καθαρή θέση της εταιρείας, στοιχείο που έχει αντληθεί από τους ισολογισμούς των εταιρειών, όπως αυτοί δημοσιεύεται στον ιστότοπο του χρηματιστηρίου ή στον ιστότοπο της ίδιας της εταιρείας. Η μεταβλητή **trnv**, τον συνολικό τζίρο της εταιρείας ανά έτος για την περίοδο ελέγχου. Να σημειωθεί ότι τα στοιχεία του τζίρου έχουν συλλεχθεί από την ετήσια κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης κάθε εταιρείας όπως παρουσιάζονται στις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κάθε εταιρείας.

Η μεταβλητή **pl**, δείχνει το σύνολο κερδών ή ζημιών μετά φόρων που παρουσίασε η εταιρεία το έτος αναφοράς.

Η μεταβλητή **INF<sub>2-5</sub>** περιλαμβάνει παραβάσεις εταιρειών τύπου δύο, τρία, τέσσερα και πέντε όπως αυτοί περιγράφονται ως άνω.

Ουσιαστικά η μεταβλητή αυτή περιλαμβάνει όλα τα πρόστιμα που έχουν επιβληθεί στις χρηματιστηριακές πλην όμως αυτών που αφορούν το ξέπλυμα και την οργάνωση για την πρόληψή του.

Τέλος, η μεταβλητή **opn**, δείχνει την γνώμη του ορκωτού ελεγκτή επί των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων κάθε εταιρείας. Παίρνει ακέραιες τιμές από 1 έως 3, όπου 1 όταν οι καταστάσεις έχουν τη σύμφωνη γνώμη του ελεγκτή, 2 όταν οι καταστάσεις έχουν τη σύμφωνη γνώμη του ελεγκτή αλλά με θέμα έμφασης και τέλος 3 όταν η γνώμη του ελεγκτή είναι με επιφύλαξη.

Αρχικά εφαρμόστηκε πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με τις ως άνω περιγραφόμενες ανεξάρτητες μεταβλητές ώστε να εξεταστεί η επίδρασή τους στην εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η παραβατικότητα τύπου 1. Η συνάρτηση της ευθείας ελαχίστων τετραγώνων για την περίπτωση της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης είναι της μορφής:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_pX_p + e_i$$

όπου με  $p$  συμβολίζουμε το πλήθος των ανεξάρτητων μεταβλητών και ο όρος  $e_i$  αναφέρεται στο κατάλοιπο της  $i$ -οστής τιμής.

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά όλες οι μεταβλητές που εξετάστηκαν.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Κέρδη μετά φόρων, Παραβάσεις 2-5, Γνώμη, Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, Μερίδιο αγοράς, Κύκλος εργασιών, Καθαρή θέση, Κέρδη προ φόρων, Ενεργητικό, Κυκλοφορούν Ενεργητικό, Πελάτες <sup>b</sup>		. Enter

a. Dependent Variable: Παραβαση 1

b. All requested variables entered.

Το μοντέλο που προσαρμόστηκε στις μεταβλητές (ή ευθεία ελαχίστων τετραγώνων όπως αλλιώς λέγεται) είναι της μορφής  $Y=a+b_1X_1+b_2X_2+\dots+b_pX_p+e_i$ , όπου  $y$  είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,  $x_i$  οι ανεξάρτητες και  $\alpha, \beta$  οι παράμετροι του μοντέλου τις οποίες εκτιμάμε και ο όρος  $e$  αναφέρεται στο κατάλοιπο της  $i$ -οστής τιμής.

**Συμπεράσματα - Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα - Αδυναμίες της Έρευνας**

Φαίνεται, από τα αποτελέσματα των ελέγχων, ότι το ξέπλυμα δεν, μπορεί να προβλεφτεί από παράγοντες όπως τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας ή το μερίδιό της στην αγορά. Δεν διαπιστώνεται επίσης σχέση ξεπλύματος με την γνώμη του ελεγκτή. Η βιωσιμότητα των εταιρειών δεν ήταν εφικτό να εξεταστεί στο γραμμικό μοντέλο και εξετάζεται στατιστικά σε επόμενο κεφάλαιο με άλλες μεθόδους.

Στατιστικά σημαντική σχέση διαπιστώθηκε με την γενικότερη παραβατική συμπεριφορά των εταιρειών και για τον λόγο αυτό η μεταβλητή  $INF_{2-5}$  απομονώθηκε και εκτελέστηκε εκ νέου γραμμική παλινδρόμηση ώστε να εξεταστεί η σχέση των παραβατικών εταιρειών με το ξέπλυμα.

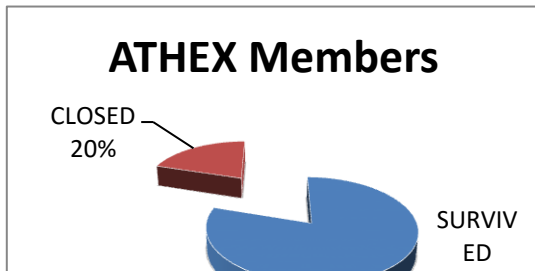
Εξετάστηκε με νέα γραμμική παλινδρόμηση η σχέση μεταξύ ξεπλύματος και γενικότερων παραβάσεων. Η μεταβλητή  $INF_{2-5}$  ενσωματώνει παραβάσεις εταιρειών για τους τύπους δύο έως πέντε όπως αυτοί αναλύθηκαν σε προηγούμενο τμήμα της παρούσης. Ουσιαστικά ανά εταιρεία συγκεντρώθηκαν οι παραβάσεις που δεν αφορούν το ξέπλυμα και εξετάστηκε η σχέση τους με παραβάσεις για ξέπλυμα, δηλαδή παραβάσεις τύπου 1. Από τα αποτελέσματα

της γραμμικής παλινδρόμησης αναμένεται ένα μοντέλο πρόβλεψης του μεγέθους «ξέπλυματος» μαύρου χρήματος ανά εταιρεία ανάλογα με παραβάσεις γενικής φύσεως στις οποίες έχει υποπέσει και που δεν αφορούν «ξέπλυμα». Το μοντέλο που προσαρμόστηκε στις δύο μεταβλητές (ή ευθεία ελαχίστων τετραγώνων όπως αλλιώς λέγεται) είναι της μορφής  $y = \alpha + \beta x + \epsilon_i$ , όπου  $y$  είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,  $x$  η ανεξάρτητη μεταβλητή και  $\alpha, \beta$  οι παράμετροι του μοντέλου τις οποίες εκτιμάμε και ο όρος  $\epsilon$  αναφέρεται στο κατάλοιπο της  $i$ -οστής τιμής.

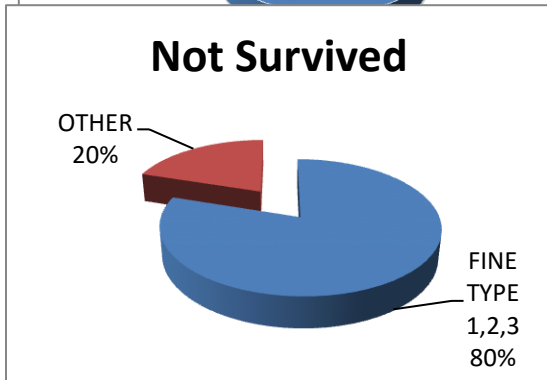
$$INF1 = 0.04 + 0.148 * INF_{2-5}$$

Ουσιαστικά με την παραπάνω γραμμική συνάρτηση θα μπορούσε να γίνει πρόβλεψη για το ξέπλυμα σε μια εταιρεία, γνωρίζοντας τη γενικότερη προβατική της συμπεριφορά για παραβάσεις άλλου τύπου που δεν έχουν να κάνουν με το ξέπλυμα. Επίσης, σύμφωνα με τη συνάρτηση η σχέση ξέπλυματος και γενικότερης παραβατικής συμπεριφοράς φαίνεται θετική. Δηλαδή όσο πιο πολλές παραβάσεις έχει κάποια εταιρεία στο ενεργητικό της τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα να νομιμοποιεί παράνομα μαύρο χρήμα. Ισχυρισμός λογικός, καθώς εταιρείες με όχι και τόσο σωστά οργανωμένες δομές είναι αναμενόμενο να προτιμάται από τους «launderers».

Στατιστικά σημαντική φαίνεται η σχέση μεταξύ της παραβατικότητας σχετιζόμενης με ξέπλυμα και της βιωσιμότητας των εταιρειών.



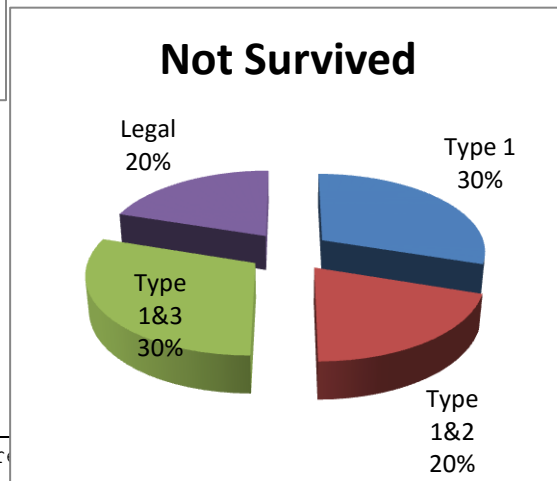
Πιο συγκεκριμένα, από το σύνολο των εταιρειών που αναλύθηκαν παρατηρήθηκε ότι στο διάστημα 2009-2015, το 20% από αυτές έκλεισαν.



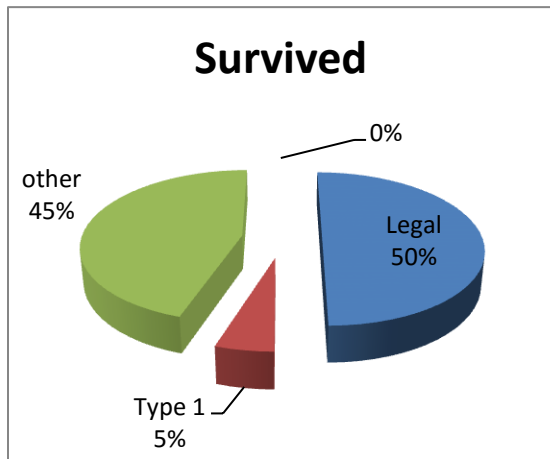
Από αυτές που έκλεισαν το 80% είχε παραβάσεις.  
 (α) για ξέπλυμα μόνο ή  
 (β) ξέπλυμα και κάποια άλλη παράβαση τύπου 2-5 μαζί.  
 Μόνο το 20% των εταιρειών που έκλεισαν δεν είχαν καμία εξακριβωμένη παράβαση.

από τις εταιρείες που δεν επιβίωσαν πρόστιμα αμιγώς κατηγορίας 1 είχε το 30% από αυτές. Κατηγορίας 1 και 2 το 20%.

Ενώ, 1 και 3 το 30%. Το υπόλοιπο 20% δεν φαίνεται να έχει κάποια παράβαση.



Επίσης,



Αναφορικά με τις εταιρίες που εξακολουθούν να επιβιώνουν, το 50% από αυτές δεν έχουν, εξακριβωμένη από τις αρχές, παράβαση για καμία από τις παραπάνω πέντε κατηγορίες.

Παραβάσεις για ξέπλυμα έχει μόλις το 5% από αυτές, ενώ το 45% κατέγραψε παραβάσεις τύπου 2-5.

Ισχυρή θετική σχέση φαίνεται να έχει η παραβατικότητα τύπου 1 με τη βιωσιμότητα των εταιρειών.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα έχει η παρακολούθηση (σε μελλοντική έρευνα) της πορείας του 5%, καθώς από τις παραβατικές εταιρείες που έκλεισαν παρατηρείται ότι έκλεισαν κατά μέσο όρο 2 έτη μετά την ανακοίνωση από την ΕΚ παράβασης τύπου 1. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η αγορά ούσα αποτελεσματική ενσωματώνει την πληροφορία για την παράβαση.

Από την γραμμική παλινδρόμηση διαπιστώθηκε επίσης, θετική συσχέτιση στις περιπτώσεις παραβάσεων τύπου 1-3 με το μερίδιο αγοράς που κατέχει έκαστη εταιρεία. Δηλαδή, εταιρείες με μεγάλους όγκους συναλλαγών τείνουν να έχουν περισσότερο παραβατική συμπεριφορά σε σχέση με εταιρείες που έχουν μικρότερους. Η σχέση αυτή παρατηρήθηκε μόνο για τις παραβάσεις που αφορούν (α) ξέπλυμα, (β) προστασία του επενδυτή και (γ) γνωστοποιήσεις. Ως προς τα οικονομικά στοιχεία και της παραβατικότητας δεν διαπιστώθηκε κάποια στατιστικά σημαντική σχέση. Δεν παρατηρήθηκε επίσης συσχέτιση της παραβατικότητας με την γνώμη του ελεγκτή.

Πέραν από την εξέταση της μελλοντικής πορείας των παραβατικών εταιρειών, συστήνεται η επανεξαγωγή της έρευνας με συλλογή πρωτογενών δεδομένων μέσω ερωτηματολογίων, ώστε να αξιολογηθεί και να μετρηθεί η σχέση που έχει το μορφωτικό επίπεδο των ατόμων που απασχολούνται σε επενδυτικές εταιρείες με το ξέπλυμα. Επιπροσθέτως, η εξοικείωση με τις νέες τεχνολογίες και η υιοθέτησή τους από τις εταιρείες είναι ένας ακόμα παράγοντας που θα πρέπει να εξεταστεί. Παρόμοιες μελέτες έχουν δείξει ισχυρή αρνητική σχέση των παραγόντων αυτών με το εξεταζόμενο φαινόμενο της παρούσας μελέτης. Τέλος, μια συγκριτική μελέτη μεταξύ διαφόρων χωρών εντός και εκτός ΕΕ θα παρουσίαζε ενδιαφέρον λόγω των διαφορετικών κανονιστικών πλαισίων που ισχύουν. Δυστυχώς στην παρούσα μελέτη δεν κατέστη δυνατή η σύγκριση αυτή καθώς οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες της χώρας την ελεγχόμενη περίοδο κατέστησαν την σύγκριση με άλλες οικονομίες αδύνατη. Το γεγονός αυτό αποτέλεσε και την μεγαλύτερη αδυναμία της παρούσης καθώς περιόρισε την ανάλυση μόνο σε ελληνικές επενδυτικές εταιρείες.

## Βιβλιογραφία

- Agoraki, M.E.K., Delis, M.D. & Pasiouras, F., 2011, Regulations, competition and bank risk-taking in transition countries. *Journal of Financial Stability*, 7(1), 38-48. Available at:

- <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308909000448>  
[Accessed June 7, 2015].
- AthexGroup, helex.gr. , p.<http://www.helex.gr/el/the-group>. Available at: <http://www.helex.gr/el/the-group>.
- Carlin, T.M., 2008, *Journal of Law and Financial Management, Financial Management*, 7(2).
- Masciandaro, D. and Barone, R., 2008, "Paolo Baffi" Centre on Central Banking and Financial Regulation "Paolo Baffi" Centre Research Paper Series No . 2008-12 WORLDWIDE ANTI- MONEY LAUNDERING REGULATION: ESTIMATING COSTS AND BENEFITS. , 1-23.
- Γκόρτσος, Χ., Σταϊκούρας, Π. & Λιβαδά, Χ., 2007, *Το Θεσμικό και Κανονιστικό Πλάνισιο της Κεφαλαιαγοράς*, Ελληνική Έκδοση Τραπεζών.
- Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών 9η Τροποποίηση - 25/7/2013
- Διπλωματική Εργασία Εέπλυμα Χρήματος, Νομιμοποίηση Εσόδων Από Παράνομες Δραστηριότητες,
- Γεώργιος Χατζησπύρου, Επιβλέπων Καθηγητής τ. πρύτανης κος Δημ. Παπαδόπουλος, 2010
- The Contribution of Internal Audit on Combating Money Laundering and Terrorism Financing, Dimitra Th. Mitrou , Georgios K. Papachristou, Vienna Academic Conference 12-15 April 2015.
- Hellenic Institute of Internal Auditors, 2013, *International Professional Practices Framework (IPPF)*, ISBN 978-0-89413-701-3
- Peter Lilley, 2006, "Dirty Dealing", ISBN 0-7494-4512-2
- Michael Levi and Peter Reuter (2006), "Money Laundering," *Crime and Justice*, 34(1), 289-375
- Australian Transaction Reports and Analysis Centre, 2008, "Introduction to money laundering"
- OECD, 2009, "Money Laundering Awareness Handbook for Tax Examiners and Tax Auditors"
- Peter Alldridge, 2008, "Money Laundering and Globalization," *Journal of Law and Society*, 35(4), (Dec., 2008), 437-463
- Pieth, Mark and Eymann, Stephanie, 2009, "Combating the Financing of Terrorism: Is It Working?" Verlag Peter Lang.
- Bantekas, Ilias, "The International Law of Terrorist Financing," *American Journal of International Law*, Vol. 97, no. 2, April 2003, pp. 315-333.
- Rafal Dre\_zewski, Jan Sepielaka, Wojciech Filipkowski, (2012), "System supporting money laundering detection," *Digital Investigation* 9, 8-21.
- Daniela Petrașcua,\* , Alexandra Tîeanub, 2014, "The Role of Internal Audit in Fraud Prevention and Detection," *Procedia Economics and Finance* 16, 489 - 497.
- Shijia Gao, Dongming Xu, 2009, "Conceptual modeling and development of an intelligent agent-assisted decision support system for anti-money laundering," *Expert Systems with Applications* 36, 1493-1504
- Santha Vaithilingam, Mahendhiran Nair, 2009, "Mapping global money laundering trends: Lessons from the pace setters," *Research in International Business and Finance* 23, 18-30
- Killian, J. McCarthya, Peter van Santenb, Ingo Fiedler, 2014, "Modeling the money launderer: Microtheoretical arguments on anti-money laundering policy" *International Review of Law and Economics*
- Normah Omar, Zulaikha Amirah Johari, Roshayani Arshad, 2014, "Money laundering - FATF special recommendation VIII: a review of evaluation reports," *Social and Behavioral Sciences* 145, 211 - 225.

- Bhattacharya, G., 2005, *Traffic: The Illegal Movement of People and Things*. London :Pluto Press.
- Bird, G., Blomberg, Brock, S. and Hess G.D., 2008, *International Terrorism: Causes,Consequences and Cures*, *The World Economy*, 31(2), 255.
- Carter, L.D., 1997, *International Organized Crime, Emerging Trends in Entrepreneurial Crime Understanding Organized Crime in a Global Perspective, A Reader (Ryan / Rush )* London : 1997.
- Dini, L., 1997, "The Problem and its Diverse Dimensions," Savona E. (eds.)*Responding to Money Laundering International Perspectives*. Harwood Academic Publishers.
- Fisher, J., 2002, *Recent International Developments in the Fight Against Money Laundering*, *JBL*, 3, 67.
- Held, D. and McGrew A., 2007, *Globalization Theory*, Cambridge: Polity.
- Johnson, J. and Desmond Lim, Y.C. (2002) *Money Laundering: Has the FATF Made a Difference?* *Journal of Financial Crime*, 10: 7.
- Leyshon, A. and Thrift, N., 1997, *Money Space: Geographies of Monetary Transformation*, London: Routledge.
- Levi, M., 1991, *Regulating Money Laundering: the Death of Bank Secrecy in the UK*. *British Journal of Criminology*, 31(2) :122.
- Maltz, M., 1990, 'Defining organized crime' *Measuring the effectiveness of organized crime control efforts*, Chicago: OICJ.
- Masciandaro, D., 1999, *Money laundering: the economics of regulation (1999) 7*, *European Journal of Law and Economics*, 7, 225.
- Savona E.U. and De Feo M.A., 1994, 'Money Trails:International Money Laundering 114 Trends and Prevention/Control Policies' Paper presented at the 1994 Conference, (typescript).
- Tanzi, V., 1996, *Money Laundering and the International Financial System*, IMF Working Paper WP/96/55.
- Wasserman, M., 2002, *Dirty Money*, *Regional Review*, Federal Reserve Bank of Boston , 12, 1.
- Ahn, T., 2002, *Money Laundering in Korea*. International Association of Prosecutors. Available at: <http://www.iap.nl.com/london2002/14.html>.
- Asia/Pacific Group on Money Laundering (APG), 2007, *APG Mutual Evaluation Report on Malaysia*. APGML,Australia.
- Bartlett, L.B., 2002, *TheNegative Effects ofMoney Laundering on Economic Development*, The Asian Development Bank, Regional Assistance Project No. 5967. *Countering Money Laundering in the Asian and Pacific Region*.
- Camdessus, M., 1998, *International Monetary Fund Report*, International Monetary Fund, United States.
- Camp, R., 1995, *Business Process Benchmarking: Finding and Implementing Best Practices*. ASQ Quality Press, Milwaukee,WI.
- Edopu, P., 2004, Chapter 3: *Infrastructure to Detect and Control Money Laundering and Terrorist Funding in Uganda*. In: Goredema,C. (Ed.), *TacklingMoney Laundering in East and Southern Africa*.Available at: <http://www.iss.co.za/pubs/Monographs/No108/Chap3.htm>.
- Etter, B., 2001, *The forensic challenges of e-crime*. Aust. Centre Policing Res. 3, 1-8.
- Financial Action Task Force (FATF), 2006. *Financial Action Task Force: Annual Report 2005-2006*. FATF, OECD, France.
- Granville, J., 2003, *Dot.con: the dangers of cyber crime and a call for proactive solutions*. Aust. J. Polit. History 49(1), 102-109.

- Group of Eight, 1999, Ministerial Conference of the G-8 Countries on Combating Transnational Organized Crime.
- United States Department of Justice, Washington DC, Available from: <http://www.usdoj.gov/criminal/cybercrime/g82004/99MoscowCommunique.pdf>.
- Lilley, P., 2003, Asian money laundering explosion, In: Kidd, J., Richter, F. (Eds.), *Fighting Corruption in Asia—Causes, Effects & Remedies*. World Scientific Co. Ltd., Singapore.
- Lindner, D., 2007, Money laundering between states: a comparison of international money laundering control mechanisms. *Defense Counsel J.* 74(1), 47-63.
- Linell, G., 1999, Cybercops—how Australia lost the war against hackers. *Bulletin*, 40-44.
- Morris-Cotterill, N., 1999, Use and abuse of the internet in fraud and money laundering. *Int. Rev. Law Comput. Technol.* 13(2), 211-228.
- Nair, M., 2007, *National Innovation Ecosystem and Competitiveness: Leapfrogging Strategies for Developing Countries*, Unpublished Working Paper. Monash University, Malaysia.
- Neville, P., 2002, Implications for financial intermediaries in attacking money laundering through enhancing tax law enforcement, *J. Financial Crime* 10(1), 73-75.
- Quirk, P., 1997, Money laundering: mudding the macroeconomy, *Finance Dev.* 34(1), 7-9.
- Summers, H., 2000, The regional and global challenge of tax evasion, corruption and money laundering, In: *Remarks at the Annual Meeting of the Committee of Hemisphere Financial Issues, Cancun, Mexico.*
- Swenson, D., 2001, Tax reforms and evidence of transfer pricing, *Natl. Tax J.* 54 (1), 7-26.
- Tanzi, V., 1996, Money Laundering and the International Financial System, *IMF Working Paper* 55, 1-14.
- Tomohara, A., 2004, Inefficiencies of bilateral advanced pricing agreements (BAPA) in taxing multinational companies, *Natl. Tax J.* 57(4), 863-873.
- United Nations, 1997. *World Drug Report*, United Nations International Drug Control Programme, United Nations Office on Drugs and Crime, Austria.
- United States Department of States, 2000, *Money Laundering and Financial Crimes. International Narcotics Control Strategy Report 2000.* Available at: <http://www.state.gov/p/inl/rls/nrcrpt/2000/959.htm>.
- Official Site of Financial Action Task Force: <http://www.fatf-gafi.org/> (2015)
- Official Site of Hellenic Capital Market Committee: <http://www.hcmc.gr/> (2015)
- Official Site of European Parliament: [http://europa.eu/index\\_el.htm](http://europa.eu/index_el.htm) (2015)
- Official Site of Hellenic Stock Exchange: <http://www.helex.gr/el/> (2015)