



Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης Department of Economic and Regional Development

ΠΜΣ: «Εφαρμοσμένων Οικονομικών & Περιφερειακής Ανάπτυξης»

Κατεύθυνση: «Αστική & Περιφερειακή Ανάπτυξη»

Ειδίκευση: «Οικονομική της Αγοράς Ακινήτων»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«Η Διάρθρωση των ομίλων των εταιρειών του Τεχνικού-Κατασκευαστικού
Κλάδου και των επενδύσεων ακινήτων: Η διερεύνηση των δικαιωμάτων
μειοψηφίας, πλειοψηφίας και της μόχλευσης των ομίλων στο ΧΑΑ»**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΑΠΟΣΤΟΛΙΔΟΥ ΣΤΥΛΙΑΝΗ

ΑΜ: 0821M041

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2023

Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	3
1 Όμιλοι εταιρειών.....	4
1.1 Σύντομη Ιστορική Αναδρομή.....	5
1.2 Έννοιες ομίλου επιχειρήσεων, μητρικής, θυγατρικής και συγγενούς επιχείρησης.....	6
Διάκριση των Ομίλων.....	8
1.3 Δημιουργία Ομίλων – Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα	9
1.4 Ενοποίηση Εταιριών	12
1.4.1 Περιπτώσεις μη Ενοποίησης των Θυγατρικών Εταιριών από τη Μητρική Εταιρεία .	14
1.4.2 Περιπτώσεις Ενοποίησης των Θυγατρικών Εταιριών από τη Μητρική Εταιρεία	15
1.5 Χρηματοοικονομική ανάλυση – Η έννοια της μόχλευσης και η σημασία της για τις επιχειρήσεις.....	17
2 Εταιρική Διακυβέρνηση	23
2.1 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης.....	24
2.2 Διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου	27
2.3 Δικαιώματα πλειοψηφίας/μειοψηφίας	33
3 Ο Κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα.....	41
3.1 Οι παράγοντες που διαμορφώνουν το περιβάλλον των Κατασκευών	44
3.2 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007 και η Πανδημία COVID-19	48
3.3 Επενδύσεις του κατασκευαστικού κλάδου	50
3.4 Όμιλοι εταιρειών στον κατασκευαστικό κλάδο.....	58
4 Μελέτη δεδομένων ομίλων εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου.....	63
4.1 Εξέλιξη Συνολικών Κεφαλαίων	63
4.2 Δείκτης Μόχλευσης.....	68
5 Παράρτημα	72
ΕΛΛΑΚΤΩΡ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE.....	72
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE.....	73
ΙΝΤΡΑΚΑΤ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE.....	74
ΑΒΑΞ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE.....	75

METKA – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE.....	76
Βιβλιογραφία-Πηγές.....	77

Ευρετήριο Πινάκων και διαγραμμάτων

Πίνακας 1 - Διαφορές μεταξύ των δύο κυριότερων μεθόδων ενοποίησης	16
Πίνακας 2 - ΕΛΛΑΚΤΩΡ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE	64
Πίνακας 3 - ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE	65
Πίνακας 4 - ΙΝΤΡΑΚΑΤ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE	66
Πίνακας 5 - ΑΒΑΞ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE	67
Πίνακας 6 - METKA, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE	68
Διάγραμμα 1 - Κύκλος Προγραμματισμού Επιχειρήσεων	17
Διάγραμμα 2 - Γενικευμένη μορφή Οργανωτικής Δομής Μεγάλων Επιχειρήσεων και Οργανισμών	31
Διάγραμμα 3 – Προστιθέμενη αξία κλάδου κατασκευών, Πηγή: Eurostat	42
Διάγραμμα 4 – Ποσοστιαία μεταβολή προστιθέμενης αξίας και απασχόλησης 2008-2013, Πηγή: Eurostat	43
Διάγραμμα 5 – Επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές, Πηγή Προοπτικές ανάπτυξης και ανάγκες χρηματοδότησης του τομέα των Κατασκευών, IOBE, Ιούλιος 2022	44
Διάγραμμα 6 – Ετήσια μεταβολή δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, Πηγή δεδομένων ΕΛΣΤΑΤ	51
Διάγραμμα 7 - Πορεία του δείκτη όγκου παραγωγής των κατασκευών και αριθμός (σε χιλιάδες) των οικοδομικών αδειών, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG.....	54
Διάγραμμα 8 – Κύκλος εργασιών κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	56
Διάγραμμα 9 -Κέρδη προ φόρων και τόκων κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG.....	57
Διάγραμμα 10 – Καθαρά κέρδη κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	58
Διάγραμμα 11 – Μερίδιο αγοράς εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	59
Διάγραμμα 12 – Επίπεδο μόχλευσης μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	60
Διάγραμμα 13 – Κέρδη προ φόρων και τόκων μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	61
Διάγραμμα 14 – Καθαρά κέρδη μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG	62
Διάγραμμα 15 - Διακύμανση Μόχλευσης ΕΛΛΑΚΤΩΡ.....	69
Διάγραμμα 16 - Διακύμανση Μόχλευσης ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ.....	70
Διάγραμμα 17 - Διακύμανση Μόχλευσης - ΙΝΤΡΑΚΑΤ	71

Εισαγωγή

Στην παρούσα εργασία παρουσιάζεται η διάρθρωση των ομίλων εταιρειών και οι έννοιες που τους χαρακτηρίζουν.

Ξεκινάμε στο πρώτο κεφάλαιο με μία σύντομη ιστορική αναδρομή της δημιουργίας και εξέλιξης των ομίλων, συνεχίζουμε με τα χαρακτηριστικά αυτών, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της δημιουργίας τους, τον τρόπο δημιουργίας τους (ενοποίηση εταιρειών), και καταλήγουμε στην χρηματοοικονομική ανάλυση τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, βλέπουμε την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και πώς αυτή ορίζεται, εξετάζουμε τον προβληματισμό γύρω από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου των ομίλων και καταλήγουμε στα δικαιώματα των μειοψηφικών και πλειοψηφικών μετόχων εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο.

Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται ο ρόλος του κατασκευαστικού κλάδου στην οικονομία, οι παράγοντες οι οποίοι διαμορφώνουν τον συγκεκριμένο κλάδο, την πορεία του μέσα στην χρηματοπιστωτική κρίση και την πανδημία, τις επενδύσεις που γίνονται σε αυτόν τον τομέα και τέλος γίνεται αναφορά στους ομίλους εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ που δραστηριοποιούνται στις κατασκευές, παρουσιάζοντας την εικόνα αυτών για το 2020.

Στο τελευταίο κεφάλαιο και αντλώντας πληροφορίες από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των ομίλων που παρουσιάζονται στο προηγούμενο κεφάλαιο για τα έτη 2005, 2010, 2015 και 2020, εξετάζουμε την εξέλιξη τους στα συνολικά κεφάλαια και την αποδοτικότητά τους και στη μόχλευση που παρουσιάζουν.

1 Όμιλοι εταιρειών

Οι περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις συνηθίζουν να δημιουργούν ομίλους εταιριών, οι οποίοι δραστηριοποιούνται σε όλο το φάσμα της οικονομικής ζωής διεθνώς. Οι μητρικές επιχειρήσεις δημιουργούν ομίλους επιχειρήσεων με σκοπό να αποκτήσουν συμμετοχές ή άλλου είδους επιρροές σε άλλες επιχειρήσεις. Εκτός από την δημιουργία ομίλου για επιχειρηματικούς σκοπούς, όμιλοι δημιουργούνται και για χρηματοοικονομικούς σκοπούς. Οι όμιλοι εταιριών συνήθως αποτελούνται από εταιρίες που το αντικείμενό τους συμπληρώνει την μητρική εταιρία, αλλά και τις υπόλοιπες εταιρίες του ομίλου, για να μπορεί να καλύπτεται το συνολικό φάσμα των οικονομικών προϊόντων, παρέχοντας έτσι στους πελάτες της ολοκληρωμένες υπηρεσίες και αποφεύγοντας τον εσωτερικό ανταγωνισμό.

Ο σκοπός δημιουργίας ενός Ομίλου επιχειρήσεων μπορεί να είναι είτε χρηματοοικονομικός, είτε επιχειρηματικός. Στην πρώτη περίπτωση η επιχείρηση αποκτά συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων αποβλέποντας αποκλειστικά σε μία επικερδή μακροπρόθεσμη επένδυση των κεφαλαίων της, ενώ στην περίπτωση του επιχειρηματικού ομίλου, μία επιχείρηση αποκτά συμμετοχές ή άλλου είδους επιρροές σε άλλες επιχειρήσεις ή ιδρύει η ίδια θυγατρικές επιχειρήσεις για την εξυπηρέτηση διαφόρων επιχειρηματικών σκοπών της.

Οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον τεχνικό κατασκευαστικό κλάδο έχουν ως βασικό αντικείμενό τους τις κατασκευές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και όμιλοι που περιλαμβάνουν και επιχειρήσεις οι οποίες καλύπτουν όλο το φάσμα παροχής υπηρεσιών γύρω από τις κατασκευές, οι οποίες με τη λειτουργία τους βοηθούν στην εν γένη λειτουργία του ομίλου. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι ο όμιλος Ελλάκτωρ, ο οποίος εκτός από τις κατασκευές, περιλαμβάνει στους τομείς δραστηριότητάς του τις παραχωρήσεις έργων, το οποίο αφορά στην συμμετοχή του ομίλου σε μεγάλα έργα υποδομής (π.χ. αυτοκινητοδρόμων), από τη μελέτη, χρηματοδότηση και κατασκευή αυτών, μέχρι την συντήρηση και λειτουργία των. Επίσης διαθέτει εταιρείες Διαχείρισης και Ανάπτυξης Ακινήτων που επικεντρώνονται στην ανάπτυξη Εμπορικών, Τουριστικών και Ψυχαγωγικών Κέντρων-Πάρκων, Οργανωμένων Οικιστικών Συγκροτημάτων, Εκθεσιακών Κέντρων, Κτιρίων – Γραφείων και πράσινων αναπτύξεων Μεικτής Χρήσης.

1.1 Σύντομη Ιστορική Αναδρομή

Η επέκταση της σύγχρονης επιχείρησης σε κάθετη, οριζόντια ή διαγώνια διάταξη μέσα στο εύρος της παραγωγικής διαδικασίας γίνεται κυρίως με τη δημιουργία νέων ή την αγορά υπαρχόντων οικονομικών μονάδων, που έχουν συνήθως την μορφή της Ανώνυμης Εταιρεία, τον έλεγχο των οποίων η εταιρεία που επενδύει εξασφαλίζει κυρίως με την κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών τους, αλλά και με άλλους τρόπους. Έτσι δημιουργούνται οι λεγόμενοι όμιλοι εταιρειών, πολλοί εκ των οποίων αναπτύσσουν της επιχειρηματική τους δραστηριότητα σε διεθνές επίπεδο, και είναι ευρέως γνωστοί ως πολυεθνικές εταιρείες.

Ο πρώτος Όμιλος Εταιρειών δημιουργήθηκε στις Η.Π.Α. το 1832. Η επέκταση των Ομίλων Εταιρειών στη χώρα αυτή δημιούργησε μεγάλο ενδιαφέρον και ανάγκη για την κατάρτιση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, αφού η απλή αριθμητική συνάθροιση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών δεν απέδιδε ούτε την περιουσιακή κατάσταση, αλλά ούτε και τα αποτελέσματα του ομίλου των εταιρειών. Ο κύριος λόγος είναι πως ενώ ο Όμιλος εταιρειών από οικονομική άποψη αποτελεί μία ενιαία οντότητα, αντίθετα από νομική άποψη κάθε μία εταιρεία του Ομίλου διατηρεί τη δική της αυθυπαρξία και συντάσσει τις δικές της οικονομικές καταστάσεις.

Για πρώτη φορά θεσμοθετήθηκε η υποχρέωση σύνταξης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων το 1938 στην Αυστραλία, το 1947 στην Μεγάλη Βρετανία, το 1965 στη Γερμανία και το 1967 στη Γαλλία. Παρόλα αυτά η υιοθέτηση των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων στην Αυστραλία καθυστέρησε δέκα με είκοσι χρόνια σε σχέση με την Μεγάλη Βρετανία και σαράντα χρόνια σε σχέση με τις Η.Π.Α..

Στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1890 πραγματοποιείται η πρώτη δημοσίευση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων από διάφορες εταιρείες όπως η General Electric και η Southern Pacific. Η εταιρεία όμως που οδηγήθηκε πρώτη στην κατάρτιση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων αθροίζοντας το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της μητρικής και των θυγατρικών της ήταν η U.S. Steel το 1900.

Στην Ελλάδα θεσμοθετήθηκε η υποχρέωση σύνταξης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων με το Π.Δ. 498/1987 το οποίο προσαρμόστηκε στην 7^η οδηγία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η οποία έθεσε τις γενικές γραμμές για τη σύνταξη Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων. Τέλος τα

Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα εφαρμόστηκαν για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και δημοσιεύουν ενδιάμεσες, εξαμηνιαίες και ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις από 01/01/2005 και μετά.

1.2 Έννοιες ομίλου επιχειρήσεων, μητρικής, θυγατρικής και συγγενούς επιχείρησης

Όμιλος επιχειρήσεων ονομάζεται το σύνολο αυτοτελών οικονομικών επιχειρήσεων που δημιουργούν ένα ενιαίο οικονομικό οργανισμό και μία από αυτές, που είναι η μητρική, ελέγχει τις υπόλοιπες που είναι οι θυγατρικές και οι υποθυγατρικές της. Όμιλος επιχειρήσεων είναι ακόμη και όταν υπάρχουν μόνο δύο επιχειρήσεις που η μία όμως ελέγχει την άλλη.

Η εταιρεία που ελέγχει τον όμιλο, έχει την δύναμη να κατευθύνει τις οικονομικές και επιχειρηματικές πολιτικές των υπόλοιπων επιχειρήσεων του ομίλου, αποσκοπώντας να λαμβάνει οφέλη από τις δραστηριότητες τους. Όμως ο όμιλος επιχειρήσεων δεν έχει νομική προσωπικότητα, όπως έχουν όλες οι επιχειρήσεις που τον αποτελούν, τόσο η μητρική όσο και οι θυγατρικές και έτσι αυτές μπορούν να διατηρούν την αυτοτελή νομική προσωπικότητα τους.

Επίσης ο όμιλος, παρότι έχει τα χαρακτηριστικά μιας ενιαίας οικονομικής μονάδας, δεν υπόκειται σε φορολογία εισοδήματος, διότι αυτό γίνεται για κάθε μια ξεχωριστά από τις εταιρείες – μέλη του.

Έλεγχος υπάρχει όταν μία επιχείρηση έχει τη δύναμη να διευθύνει την οικονομική και επιχειρηματική πολιτική μιας άλλης επιχείρησης κατά τρόπο που να επιδιώκονται οφέλη από τις προαναφερόμενες πολιτικές. Στην πραγματικότητα έλεγχος υπάρχει, όταν μία εταιρεία κατέχει άμεσα ή έμμεσα μέσω άλλων εξαρτημένων εταιρειών, περισσότερο από το μισό της δύναμης των ψήφων σε μια άλλη εταιρεία. Δεσπόζουσα επιρροή μιας μητρικής σε μια εξαρτημένη υπάρχει, όταν η μητρική διαθέτει, άμεσα ή έμμεσα, τουλάχιστον το 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της εξαρτημένης και ταυτόχρονα ασκεί κυριαρχική επιρροή στη διοίκηση ή τη λειτουργία αυτής.

Όπως αναφέρεται και παραπάνω, ο όμιλος επιχειρήσεων αποτελείται από την μητρική εταιρεία και από μία ή περισσότερες θυγατρικές και υποθυγατρικές εταιρείες.

Μητρική επιχείρηση είναι αυτή που κατέχει μια πλειοψηφική συμμετοχή σε μία άλλη επιχείρηση και ασκεί, όπως είναι φανερό, έλεγχο πάνω σε αυτή. Η έννοια της μητρικής αποδίδεται και με άλλους όρους όπως ιθύνουσα, ηγέτιδα, κυρίαρχη ή ελέγχουσα.

Οι τρόποι που ελέγχει τις θυγατρικές της μια μητρική είναι :

- κατέχοντας την πλειοψηφία του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου των θυγατρικών
- ασκώντας κυριαρχική επιρροή στις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

Η μητρική εταιρεία διακρίνεται σε Holding και σε Parent Company.

- *Holding* είναι η εταιρεία που η κύρια δραστηριότητα της είναι η κατοχή και η διαχείριση άλλων επιχειρήσεων, χωρίς να έχει η ίδια άμεσα κάποια παραγωγική δραστηριότητα. Οι εταιρείες αυτές δεν έχουν συνήθως κύκλο εργασιών ούτε μικτά κέρδη και ο ισολογισμός τους εμφανίζει υψηλό ποσοστό συμμετοχών, σε σύγκριση με το ενεργητικό τους. Ο όρος βέβαια Holding είναι οικονομικός και έτσι δεν εκφράζει κάποια νομική μορφή εταιρείας όπως η ανώνυμη ή η ετερόρρυθμη οπότε και δεν υπόκειται σε συγκεκριμένες φορολογικές ρυθμίσεις. Το Χρηματιστήριο Αθηνών έχει ορίσει συγκεκριμένα κριτήρια για τις εταιρείες που εισάγονται σε αυτό με το χαρακτηρισμό ως εταιρείες Holding.
- *Parent Company* είναι η εταιρεία που εκτός από τον έλεγχο που ασκεί σε άλλες επιχειρήσεις, έχει και η ίδια κάποια εμπορική δραστηριότητα που είναι παρεμφερείς με τις άλλες επιχειρήσεις.

Θυγατρική είναι η επιχείρηση που ελέγχεται από μία άλλη ιθύνουσα επιχείρηση. Η θυγατρική καλείται και εξαρτημένη, ελεγχόμενη ή υποτελής επιχείρηση. Οι θυγατρικές ή παραφυάδες εταιρείες έχουν ως χαρακτηριστικό γνώρισμα ότι ιδρύονται από τη μητέρα εταιρεία, κεφαλαιοποιούνται κατά κύριο λόγο από αυτή και αποκτούν συνήθως επωνυμία παραπλήσια της μητρικής εταιρείας που δηλώνει τη μεταξύ τους συγγένεια και έχουν συνήθως ομοειδές αντικείμενο δραστηριότητας. Ουσιαστικά πρόκειται για αποκεντρωμένους κλάδους εκμετάλλευσης με δική τους νομική προσωπικότητα. Συνεπώς κάθε θυγατρική είναι εξαρτημένη αλλά κάθε εξαρτημένη δεν είναι θυγατρική. Οι θυγατρικές επιχειρήσεις μπορούν και αυτές με την σειρά τους να έχουν κάποιες θυγατρικές τους οι οποίες είναι οι *υποθυγατρικές* ή έμμεσα θυγατρικές, της μητρικής.

Συγγενής επιχείρηση είναι η εταιρεία στην οποία η μητρική ή η θυγατρική, ακόμη και χωρίς να έχει την πλειοψηφία του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου σε αυτή, έχει το δικαίωμα της άσκησης «ουσιώδους επιρροής». Ο νόμος ορίζει ότι «ουσιώδης επιρροή» τεκμαίρεται από μια επιχείρηση σε μία άλλη, όταν η παραπάνω συμμετοχή είναι ίση ή μεγαλύτερη από το 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων ή των εταίρων της άλλης επιχείρησης. Έτσι η επιχείρηση στην οποία η μητρική ή η θυγατρική έχει συμμετοχή σε από 20% έως 50%, ποσοστό που δεν τους δίνει το δικαίωμα να εκλέγουν διοίκηση, ονομάζεται συγγενική.

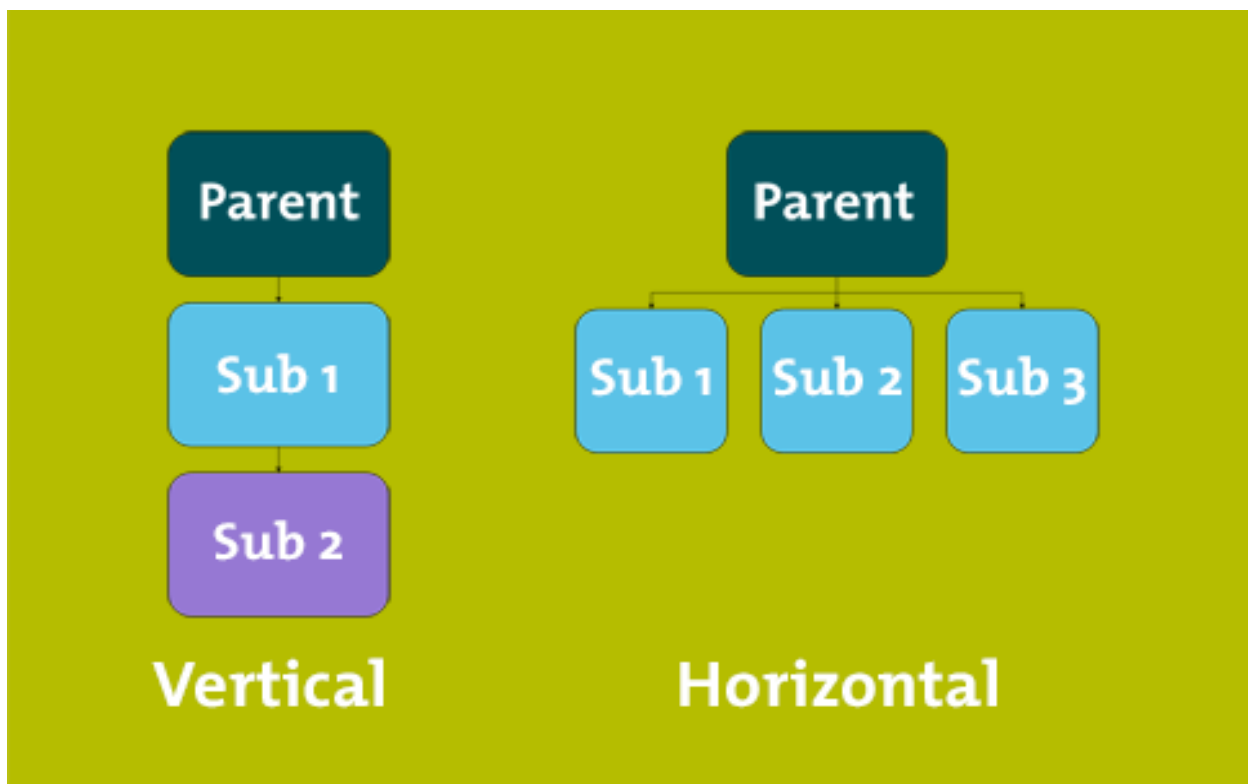
Διάκριση των Ομίλων

Ο διαχωρισμός των ομίλων γίνεται σε κάθετους και οριζόντιους ομίλους.

Ο *κάθετος όμιλος* περιέχει τις εταιρείες που η μητρική κατέχει την πλειοψηφία του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της θυγατρικής ή έχει την εξουσία να ασκεί ή πράγματι ασκεί κυριαρχική επιρροή στην θυγατρική επιχείρηση. Οι εταιρείες που συνιστούν κάθετο όμιλο είναι συνδεδεμένες και ο ενοποιημένος ισολογισμός του ομίλου συμπεριλαμβάνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις αυτών των εταιρειών, απαλλαγμένες από τις μεταξύ τους ενδοεταιρικές συναλλαγές.

Η τυχόν ύπαρξη στον όμιλο και συγγενούς εταιρείας εμφανίζεται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου και αποτιμάται με την μέθοδο της καθαρής θέσης.

Στον *οριζόντιο όμιλο* η μητρική εταιρεία δεν κατέχει μετοχές ή εταιρικά μερίδια των θυγατρικών της αλλά συνδέεται με αυτές με ενιαία διεύθυνση με σύμβαση που έχει συναφθεί με την μητρική ή σύμφωνα με τους όρους του καταστατικού τους ή τα διοικητικά, διαχειριστικά ή εποπτικά όργανα της μητρικής και των θυγατρικών αποτελούνται κατά πλειοψηφία από τα ίδια πρόσωπα.



<https://www.weightmans.com/insights/group-structures/#types-of-group-structures>

1.3 Δημιουργία Ομίλων – Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα

Η δημιουργία των ομίλων γίνεται από μια επιχείρηση, που θεωρείται η μητρική με δύο τρόπους :

α) με την ίδρυση νέων θυγατρικών επιχειρήσεων και β) με την αγορά μετοχών ή εταιρικών μεριδίων άλλων επιχειρήσεων, τις οποίες μετά την αγορά τις καθιστά θυγατρικές της.

α) Ίδρυση θυγατρικών

Η δημιουργία ενός ομίλου επιχειρήσεων με την ίδρυση θυγατρικών, γίνεται την χρονική στιγμή που η μητρική επιχείρηση ιδρύει μια νέα επιχείρηση και στο κεφάλαιο της συμμετέχει με ποσοστό μεγαλύτερο από το 50%. Η συναλλαγή που γίνεται από την συμμετοχή της μητρικής στα κεφάλαια της θυγατρικής είναι ενδοεταιρική και στη σύνταξη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων του ομίλου που δημιουργήθηκε, η ενδοεταιρική αυτή συναλλαγή πρέπει να ακυρωθεί. Η ακύρωση

όμως αυτή δεν δημιουργεί διαφορά ενοποίησης γιατί η αξία κτίσης της συμμετοχής σε τέτοιες περιπτώσεις συμπίπτει απόλυτα με τα κεφάλαια της θυγατρικής που ακυρώνονται.

β) Αγορά μετοχών ή εταιρικών μεριδίων θυγατρικών επιχειρήσεων

Η δημιουργία ομίλου με αυτό τον τρόπο, γίνεται την χρονική στιγμή που μια επιχείρηση αγοράζει από μια άλλη επιχείρηση ποσοστό μεγαλύτερο του 50% από τις μετοχές της ή από τα εταιρικά της μερίδια και η εταιρεία που αποκτά το πλειοψηφικό ποσοστό είναι η μητρική.

Όπως και στην περίπτωση της δημιουργίας ομίλου με την ίδρυση θυγατρικής, έτσι και σε αυτή την περίπτωση υπάρχει ενδοεταιρική συναλλαγή. Και εδώ στην σύνταξη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων του ομίλου, η ακύρωση της ενδοεταιρικής αυτής συναλλαγής είναι επιβεβλημένη. Επειδή όμως η αξία κτίσης της συμμετοχής έχει θετική ή αρνητική διαφορά με τα κεφάλαια της θυγατρικής που ακυρώνονται, δημιουργείται διαφορά ενοποίησης από την ακύρωση αυτή.

Τα βασικά προτερήματα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στο συντονισμό των δραστηριοτήτων τους είναι κυρίως η αντιμετώπιση άλλων μεγάλων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, η ορθολογικότερη κατανομή των πόρων και η αναδιοργάνωση των υπάρχουσών δραστηριοτήτων μεταξύ των συμπραττουσών επιχειρήσεων, η αποτελεσματικότερη εξυπηρέτηση έκτακτων αναγκών που προκύπτουν λόγω της ραγδαία εξελισσόμενης τεχνολογίας, η δυνατότητα εξάπλωσης των δραστηριοτήτων τους σε άλλες εγχώριες ή ξένες αγορές, μέσω της απόκτησης τρίτων -ήδη εγκατεστημένων- επιχειρήσεων ή μέσω της δημιουργίας νέων, η ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση κλπ..

Η δημιουργία ομίλου εταιριών στην Ελλάδα έχει αρκετά πλεονεκτήματα. Ορισμένα από αυτά περιλαμβάνουν:

- *Συνεργία:* Μια ομάδα εταιριών που λειτουργούν υπό έναν κοινό ομπρέλα έχουν τη δυνατότητα να συνεργάζονται και να αξιοποιούν τις συνέργειες μεταξύ των διαφόρων εταιριών του ομίλου. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη αποτελεσματικότητα και αποφεύγει την αποκέντρωση των πόρων.

- *Οικονομίες κλίμακας:* Όμιλοι εταιριών μπορούν να επωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας, καθώς μπορούν να κατανείμουν τα κόστη και να αξιοποιούν κοινούς πόρους, όπως τις υπηρεσίες υποστήριξης, τα συστήματα πληροφορικής και την αγορά υλικών.
- *Διαφοροποίηση:* Ένας όμιλος εταιριών μπορεί να διαφοροποιηθεί σε διάφορες αγορές και τομείς, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο ενός επιχειρηματικού περιβάλλοντος και αποκομίζοντας οφέλη από τη συμπληρωματική λειτουργία των επιχειρήσεων του ομίλου.
- *Αύξηση της αξίας:* Ένας όμιλος εταιριών μπορεί να αυξήσει την αξία του, καθώς η εταιρία μητρική μπορεί να αξιοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία των θυγατρικών και να δημιουργεί συνεργασίες και συνδυασμούς αποτελεσματικότητας στο χαρτοφυλάκιο της.
- *Ανταγωνιστικό πλεονέκτημα:* Ένας όμιλος εταιριών μπορεί να έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες μικρότερες εταιρίες, καθώς μπορεί να διαθέτει μεγαλύτερους πόρους, γνώσεις και εμπειρία, και να προσφέρει πιο ολοκληρωμένες λύσεις στους πελάτες.

Αυτά είναι μερικά από τα πλεονεκτήματα που μπορεί να παρουσιάσει η δημιουργία ομίλου εταιριών στην Ελλάδα, αλλά κάθε περίπτωση είναι μοναδική και μπορεί να υπάρχουν και άλλα πλεονεκτήματα, ανάλογα με τον κλάδο και τις συνθήκες.

Κάποια δυνητικά μειονεκτήματα της δημιουργίας ομίλου εταιριών στην Ελλάδα μπορεί να περιλαμβάνουν:

- *Νομική πολυπλοκότητα:* Η δημιουργία και λειτουργία ενός ομίλου εταιριών απαιτεί την τήρηση πολλών νομικών κανόνων και διαδικασιών, που μπορεί να είναι πολύπλοκες και χρονοβόρες. Αυτό μπορεί να αυξήσει το κόστος και τη γραφειοκρατία που συνδέεται με τη λειτουργία των εταιριών.
- *Φορολογική πίεση:* Οι εταιρίες μέλη του ομίλου υπόκεινται σε φορολογικό καθεστώς, που μπορεί να επιβαρύνει τα κέρδη τους. Ειδικότερα, η Ελλάδα έχει αρκετά υψηλούς φορολογικούς συντελεστές και πολύπλοκους φορολογικούς κανονισμούς, που μπορούν να δυσχεράνουν τη λειτουργία των εταιριών.
- *Λειτουργική δυσκολία:* Η διαχείριση ενός ομίλου εταιριών με πολλαπλά μέλη μπορεί να είναι δυσκολότερη από τη διαχείριση μίας μεμονωμένης εταιρίας. Οι σχέσεις μεταξύ των εταιριών μπορεί να περιπλέκονται και απαιτούν περισσότερο χρόνο και ενέργεια για να αποφασίζονται διάφορα θέματα, όπως ο συντονισμός των δραστηριοτήτων τους και η κατανομή των κερδών.

- *Στρατηγική ασυμφωνία:* Οι εταιρίες μέλη του ομίλου μπορεί να έχουν διαφορετικές στρατηγικές, που μπορεί να οδηγήσουν σε ασυμφωνίες και δυσκολίες στον συντονισμό των δραστηριοτήτων τους.
- *Απώλεια ευελιξίας:* Η λειτουργία μέσα σε έναν όμιλο εταιριών μπορεί να περιορίζει την αυτονομία και την ευελιξία των εταιριών μελών, καθώς οι αποφάσεις μπορεί να πρέπει να λαμβάνονται σε συνεργασία με τις άλλες εταιρίες του ομίλου.

1.4 Ενοποίηση Εταιριών

Η ενοποίηση των λογιστικών καταστάσεων αποτελεί αναπόσπαστο μέρος στις διαδικασίες αποτίμησης ομίλων εταιριών και εξαγωγής της δίκαιης αξίας τους. Στην κατανόηση των ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων – ισολογισμού, κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και κατάστασης ταμειακών ροών – είναι ιδιαίτερα σημαντική η γνώση των διαφορετικών τρόπων ενοποίησης των λογαριασμών μεταξύ της μητρικής εταιρίας και των εκάστοτε θυγατρικών της επιχειρήσεων. Αυτή η ανάγκη γίνεται επιτακτικότερη από το γεγονός ότι οι αποτιμήσεις των εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιριών που εκπονούνται και παρουσιάζονται στις εκθέσεις Ελλήνων και ξένων αναλυτών, βασίζονται στις ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις.

Οι μέτοχοι της μητρικής επιχείρησης, οι τωρινοί και οι μελλοντικοί, οι υπάλληλοι οι πελάτες και οι πιστωτές της ενδιαφέρονται για την τύχη ολόκληρου του ομίλου. Συνεπώς, έχουν την ανάγκη να πληροφορούνται για τα αποτελέσματα των εργασιών και την οικονομική κατάσταση του ομίλου, ως ενιαίου συνόλου. Η ανάγκη αυτή εξυπηρετείται με τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, που εμφανίζουν τις οικονομικές πληροφορίες οι οποίες αφορούν τον όμιλο σαν να ήταν μία ενιαία επιχείρηση.

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις εξετάζουν τη μορφή της εταιρικής οργάνωσης και εμφανίζουν την οικονομική θέση και τα αποτελέσματα εργασιών ενός ομίλου εταιρειών, σαν να είναι μία επιχείρηση που εργάζεται μέσω τμημάτων ή υποκαταστημάτων παρά μέσω εξαρτημένων επιχειρήσεων.

Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, λοιπόν, είναι αυτές που εμφανίζουν την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα των εταιριών του ομίλου, ως ενιαίας οικονομικής οντότητας, παραβλέποντας την ιδιαίτερη νομική προσωπικότητα της καθεμιάς.

Κατά τα Διεθνή λογιστικά πρότυπα ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις είναι οι καταστάσεις ενός ομίλου που παρουσιάζονται ως εκείνες μιας ενιαίας οικονομικής οντότητας. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι οι επιμέρους επιχειρήσεις του εκάστοτε ομίλου δεν υποχρεούνται να καταρτίζουν τις δικές τους οικονομικές καταστάσεις, αφού μέσω αυτών αποκαλύπτεται η χρηματοοικονομική θέση και τη λειτουργική πρόοδο τους.

Επίσης, σκοπός των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων είναι να παρουσιάσουν, πρωτίτως, προς όφελος των μετόχων και των πιστωτών της μητρικής, τα αποτελέσματα των εργασιών και την οικονομική κατάσταση της μητρικής και των εξαρτημένων αυτής σαν να ήταν ο όμιλος μία απλή επιχείρηση.

Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνονται:

- Ο Ενοποιημένος Ισολογισμός
- Η ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Το Ενοποιημένο Προσάρτημα

Κατά τον Ν.2190/1920 και τη 7η Κοινοτική οδηγία της ΕΟΚ δεν προβλέπεται η υποχρεωτική κατάρτιση ενοποιημένου πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, χωρίς όμως οι διατάξεις αυτές να αποκλείουν τη δυνατότητα παροχής σχετικών πληροφοριών στο τέλος της ενοποιημένης κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης ή ακόμα και στο ενοποιημένο προσάρτημα. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι ένας τέτοιος πίνακας δεν παρέχει τη νομική βάση για υποχρεωτική διανομή μερίσματος ή για κράτηση αποθεματικών εκτός από αυτών που εμφανίζονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών του ομίλου.

Παρόλα αυτά σύμφωνα με ένα νομοσχέδιο που ψηφίστηκε πρόσφατα, με το οποίο τροποποιήθηκαν ορισμένες διατάξεις του νόμου 2190/1920, η παράγραφος 1 του άρθρου 100 αναφέρει ότι οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν:

- ο Τον Ενοποιημένο Ισολογισμό
- ο Την Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- ο Τον Ενοποιημένο Πίνακα Κίνησης Ιδίων Κεφαλαίων
- ο Την Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών

- ο Το Ενοποιημένο Προσάρτημα

Πολλές φορές πριν ληφθεί οποιαδήποτε επιχειρηματική απόφαση καταρτίζονται κάποιες ενοποιημένες προκαταρκτικές καταστάσεις. Αυτές οι καταστάσεις δεν μπορούν να αντικαταστήσουν τις κατά την απόκτηση της συμμετοχής ή μετά από αυτή ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν την οικονομική κατάσταση της μητρικής και των εξαρτημένων αυτής επιχειρήσεων. Η κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών, άμεσα ή έμμεσα δεν είναι το μόνο και αποκλειστικό κριτήριο για την ανάγκη της ενοποίησης. Ο ασκούμενος με την πλειοψηφία μετοχών έλεγχος πρέπει να είναι διαρκής, δηλαδή η κατοχή των μετοχών να μην είναι μια προσωρινή βραχυπρόθεσμη επένδυση. Δεν νοείται ενοποίηση στις περιπτώσεις που ο έλεγχος δεν είναι διαρκής και αδέσμευτος.

Από την πλευρά των επενδυτών, οι οικονομικές καταστάσεις δεν παρέχουν τις αναγκαίες πληροφορίες στους μετόχους της μητρικής σχετικά με τη διανομή μερίσματος των θυγατρικών. Επίσης οι καταστάσεις αυτές δεν αποκαλύπτουν ποιες θυγατρικές είναι κερδοφόρες και ποιες ζημιογόνες αφού η αδύναμη κατάσταση μιας θυγατρικής μπορεί να αντισταθμιστεί κατά τη διαδικασία της άθροισης από την ιδιαίτερα καλή κατάσταση μιας άλλης εξαρτημένης. Έτσι οι χρηματοοικονομικές αδυναμίες της μίας εταιρείας συγκαλύπτονται. Επιπλέον όσο αφορά τους πιστωτές τόσο της μητρικής όσο και των θυγατρικών μπορούν εύκολα να παραπληροφορηθούν καθώς δεν μπορούν να αποκομίσουν ωφέλιμες πληροφορίες που να αφορούν αποκλειστικά τα συμφέροντά τους.

Ας δούμε τώρα σε ποιες περιπτώσεις επιχειρήσεων υπάρχει ενοποίηση και σε ποιες όχι.

1.4.1 Περιπτώσεις μη Ενοποίησης των Θυγατρικών Εταιριών από τη Μητρική Εταιρία

Όταν η μητρική εταιρία κατέχει ένα χαμηλό ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής της επιχείρησης (για παράδειγμα, χαμηλότερο του 20%) και δεν ασκεί κανέναν ουσιώδη ή πρακτικό έλεγχο στις λειτουργικές δραστηριότητες της εν λόγω θυγατρικής, τότε η συγκεκριμένη συμμετοχή ή επένδυση δεν πρέπει να ενοποιείται, αλλά να αποτυπώνεται στον ισολογισμό (και συγκεκριμένα στο ενεργητικό) της μητρικής εταιρίας ως ακολούθως:

- Είτε ως στοιχείο του λογαριασμού «Συμμετοχές» (στην κατηγορία του πάγιου ενεργητικού), βάσει ενός ποσού, το οποίο θα είναι μειωμένο από ενδεχόμενες ζημιές (αρνητικές υπεραξίες) ή άλλου είδους απώλειες (impairments),
- Είτε ως στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού, και συγκεκριμένα στο λογαριασμό «χρεόγραφα», βάσει ενός ποσού, το οποίο θα αντιστοιχεί στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ κόστους κτήσης και τρέχουσας αξίας.

Στην περίπτωση αυτή, τα όποια κέρδη της θυγατρικής εταιρίας (που όπως προαναφέρθηκε δεν ενοποιείται) καταχωρούνται στο λογαριασμό «Έσοδα από Συμμετοχές» («Μερίσματα») στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της μητρικής εταιρίας.

1.4.2 Περιπτώσεις Ενοποίησης των Θυγατρικών Εταιριών από τη Μητρική Εταιρία

Στην περίπτωση όμως, κατά την οποία η μητρική εταιρία συμμετέχει με ένα σημαντικό ποσοστό σε μία θυγατρική επιχείρηση (για παράδειγμα, με ποσοστό ανώτερο του 20%), τότε ενδέχεται ή επιβάλλεται η μητρική εταιρία να ενοποιήσει τη εν λόγω θυγατρική στις λογιστικές της καταστάσεις, δηλαδή στον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Για την ενοποίηση αυτή υπάρχουν τρεις σημαντικές μέθοδοι: Η μέθοδος της καθαρής θέσης (equity method of accounting), η μέθοδος της ολικής ενοποίησης (acquisition accounting στη βρετανική βιβλιογραφία), καθώς και η μέθοδος της συγχώνευσης (merger accounting ή pooling-of-interests method όπως είναι γνωστή στην αμερικανική βιβλιογραφία).

1.4.2.1 Μέθοδος Καθαρής Θέσης (Equity Method of Accounting)

Όταν η συμμετοχή μιας εταιρίας στο μετοχικό κεφάλαιο μιας άλλης επιχείρησης είναι μεταξύ 20% και 50%, και η πρώτη ασκεί σημαντικό έλεγχο στη διοίκηση της δεύτερης, τότε εφαρμόζεται η Μέθοδος της Καθαρής Θέσης για την ενοποίηση των εν λόγω δύο εταιριών.

1.4.2.2 Μέθοδος Ολικής Ενοποίησης (Acquisition Accounting, Purchase, Full Consolidation)

Η συγκεκριμένη μέθοδος ενοποίησης εφαρμόζεται συνήθως σε περιπτώσεις στις οποίες μία εταιρία συμμετέχει με ποσοστό άνω του 50% στο μετοχικό κεφάλαιο μιας άλλης επιχείρησης. Εδώ υπάρχει η γνωστή σχέση μεταξύ μητρικής εταιρίας (συμμετοχών ή holding company) και θυγατρικής εταιρίας, και μάλιστα λόγω καταστατικής πλειοψηφίας ασκείται έλεγχος από την

πρώτη επάνω στη δεύτερη. Συνεπώς, σε αυτές τις περιπτώσεις, οι ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει να περιλαμβάνουν τους λογαριασμούς και των δύο εταιριών, ώστε όχι μόνο να αποτυπώνεται το γεγονός ότι η μητρική εταιρία ασκεί πλήρη έλεγχο στη θυγατρική εταιρία, αλλά και το γεγονός της αυξημένης συμμετοχής που διαθέτει η μητρική εταιρία στην εν λόγω θυγατρική.

1.4.2.3 Μέθοδος Συγχώνευσης (Merger Accounting ή Pooling-of-Interests)

Στην περίπτωση κατά την οποία, συγχωνεύονται δύο εταιρίες και δημιουργούν μία ενιαία επιχειρηματική οντότητα, υλοποιείται η μέθοδος της συγχώνευσης, η οποία παρουσιάζει τις ακόλουθες διαφορές σε σχέση με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης:

A) Κατά τη μέθοδο αυτή, ενοποιούνται οι κερδοφορίες και των δύο εταιριών για ολόκληρη τη λογιστική περίοδο ανεξαρτήτως της χρονικής στιγμής που έλαβε χώρα η συγχώνευση μέσα στην εν λόγω λογιστική περίοδο.

B) Επίσης ενοποιούνται οι ισολογισμοί των δύο εταιριών και δεν προκύπτει λογαριασμός φήμης και πελατείας.

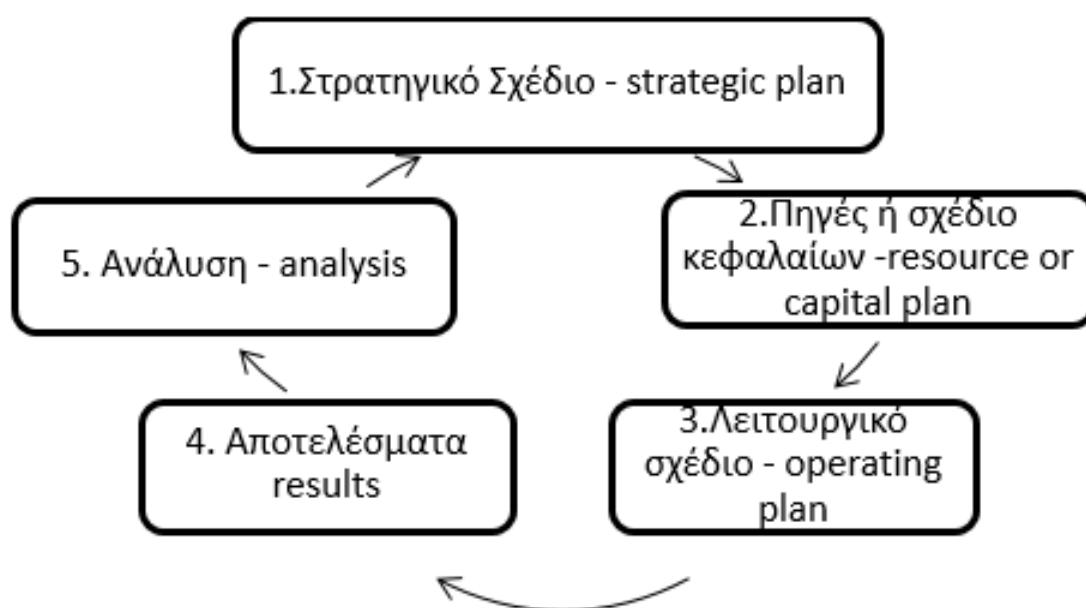
Ο παρακάτω πίνακας αποτυπώνει τις σημαντικότερες διαφορές μεταξύ της μεθόδου της καθαρής θέσης και της μεθόδου της ολικής ενοποίησης, που αποτελούν τις πιο συνήθεις πρακτικές ενοποίησης λογιστικών καταστάσεων.

Πίνακας 1 - Διαφορές μεταξύ των δύο κυριότερων μεθόδων ενοποίησης

Διαφορές μεταξύ των Δύο Κυριότερων Μεθόδων Ενοποίησης	
ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ	Μέθοδος Καθαρής Θέσης
	Μέθοδος Ολικής Ενοποίησης
	- Για συμμετοχές 20% - 50%.
	- Για συμμετοχές άνω του 50%.
	- Κατάσταση Αποτελεσμάτων: Ενοποίηση των λογαριασμών κατά το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής.
	- Κατάσταση Αποτελεσμάτων: Ενοποίηση μέσω πλήρους αθροίσματος των κονδυλίων μητρικής και θυγατρικής. Αφαίρεση των δικαιωμάτων μειοψηφίας.
	- Ισολογισμός: Ενοποίηση των λογαριασμών κατά το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής.
	- Ισολογισμός: Ενοποίηση μέσω πλήρους αθροίσματος των κονδυλίων μητρικής και θυγατρικής. Αναπροσαρμογή ιδίων κεφαλαίων μέσω δικαιωμάτων μειοψηφίας.

1.5 Χρηματοοικονομική ανάλυση – Η έννοια της μόχλευσης και η σημασία της για τις επιχειρήσεις

Οι επιχειρήσεις προγραμματίζουν τη δράση τους εντάσσοντας όλες τις δραστηριότητές τους, λειτουργικές και επενδυτικές, σε ειδικά προγράμματα τα οποία καλούνται και σχέδια. Κάθε επιχείρηση ακολουθεί ένα κύκλο προγραμματισμού, ο οποίος αποτελείται από το στρατηγικό σχέδιο το οποίο καταστρώνεται από την ηγεσία, τις πηγές ή σχέδιο κεφαλαίου, το λειτουργικό σχέδιο, τα αποτελέσματα και την ανάλυση.



Διάγραμμα 1 - Κύκλος Προγραμματισμού Επιχειρήσεων

Το *στρατηγικό σχέδιο* είναι το σχέδιο που περιγράφει ποια είναι η επιχείρηση, ποιους στόχους έχει και πως θα καταφέρει τελικά να υλοποιήσει την στρατηγική της μέσα στην αγορά.

Οι *πηγές ή σχέδιο κεφαλαίων* αναφέρεται και ως προϋπολογισμός κεφαλαίων. Είναι ένα μέσο ή/και μακροπρόθεσμο σχέδιο που προγραμματίζει το μέγεθος στη χρήση ιδίων και ξένων/δανειακών κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις μέσω του σχεδίου αυτού προσπαθούν να διατηρούν σταθερή την σχέση μεταξύ του δανεισμού και των ιδίων κεφαλαίων εντός κάποιων ορίων διακύμανσης οι οποίες ορίζουν ένα κανάλι εφικτών ή ανεκτών τιμών μόχλευσης (leverage), αναλογίας ξένων ή δανειακών κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια.

Τα *λειτουργικά σχέδια* συσχετίζονται με τις παραδοσιακές λογιστικές οικονομικές καταστάσεις, και αποτελούνται από ίδιας ανάλυσης εσωτερικές οικονομικές καταστάσεις. Οι τέσσερις κύριες οικονομικές καταστάσεις στην ετήσια έκθεση των εταιρειών είναι ο Ισολογισμός, τα αποτελέσματα χρήσης, ο πίνακας μεταβολών της καθαρής θέσης και κυρίως των κερδών εις νέο, και ο πίνακας των ταμειακών ροών. Οι επενδυτές χρησιμοποιούν την πληροφορία που παρέχουν οι οικονομικές καταστάσεις αυτές διαμορφώνοντας τις προσδοκίες τους για τα μελλοντικά κέρδη και μερίσματα καθώς και για την αξιολόγηση του κινδύνου της εταιρείας

Τα *αποτελέσματα* του λειτουργικού σχεδίου παρουσιάζονται στον πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης της επιχείρησης για μία χρονική περίοδο. Στον πίνακα αποτελεσμάτων παρουσιάζονται τα τρέχοντα έσοδα και έξοδα της λογιστικής περιόδου και η διαφορά τους απεικονίζει τα λογιστικά κέρδη της επιχείρησης.

Η *ανάλυση αποτελεσμάτων* πραγματοποιείται μέσω Δεικτών Απόδοσης μετά την θεσμοθέτηση των περιοχών κυρίων αποτελεσμάτων. Η ανάλυση της αποδοτικότητας μίας επιχειρηματικής δράσης, μίας επένδυσης ή μίας επιχείρησης στο σύνολο της γίνεται σε τρεις περιοχές αποτελεσμάτων και μέσω της χρήσης αριθμοδεικτών:

- Κερδοφορία
- Ρευστότητα
- Φερεγγυότητα

Οι βασικές λειτουργίες της χρηματοοικονομικής διαχείρισης είναι το στρατηγικό σχέδιο, η εξεύρεση και η χρήση κεφαλαίων, με σκοπό τη μεγαλύτερη δυνατή συνεισφορά της στην αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης. Απαιτούν γνώση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου από όπου αντλούνται τα κεφάλαια, του τρόπου λήψης των επενδυτικών αποφάσεων και του τρόπου δημιουργίας αποτελεσματικών διαδικασιών μέσα στην επιχείρηση. Πρέπει να εξεταστεί ένας μεγάλος αριθμός εναλλακτικών πηγών και χρήσεων κεφαλαίων. Πάντα υπάρχουν εναλλακτικές επιλογές στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Οι επιλογές αυτές περιλαμβάνουν τη χρήση εσωτερικών αντί εξωτερικών κεφαλαίων, την εφαρμογή μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων προγραμμάτων, τη χρήση μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων πηγών κεφαλαίων, και την επιδίωξη υψηλού αντί χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης, μεταξύ άλλων

Η έννοια της **μόχλευσης** χρησιμοποιείται για να περιγράψει τον τρόπο με τον οποίο μεταβολές σε βασικά οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης, επηρεάζουν τα κέρδη. Παρακάτω θα δούμε κάποιους τύπους μόχλευσης:

- Την λειτουργική μόχλευση
- Την χρηματοοικονομική μόχλευση

Η **λειτουργική μόχλευση** δημιουργείται από τη δομή του κόστους σε σταθερό και μεταβλητό. Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό του σταθερού κόστους στο συνολικό λειτουργικό κόστος, τόσο μεγαλύτερη και η αστάθεια της λειτουργικής αποδοτικότητας. Η λειτουργική μόχλευση δείχνει πως μία ορισμένη μεταβολή του κόστους επηρεάζει τα καθαρά λειτουργικά κέρδη και την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Ο Δείκτης που χρησιμοποιείται για την μέτρηση της Λειτουργικής Μόχλευσης είναι ο Βαθμός Λειτουργικής Μόχλευσης (BΛΜ – Degree of Operating Leverage). Ο βαθμός Λειτουργικής Μόχλευσης υπολογίζεται ως ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής στα καθαρά λειτουργικά κέρδη προς την ποσοστιαία μεταβολή στον αριθμό των μονάδων που πουλήθηκαν ή στις πωλήσεις.

$$\text{Βαθμός λειτουργικής} \\ \text{μόχλευσης} = \frac{\text{Ποσοστιαία μεταβολή καθαρών λειτουργικών κερδών}}{\text{Ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού μονάδων που πουλήθηκαν ή των πωλήσεων}}$$

Έτσι εάν σε δεδομένο επίπεδο παραγωγής (ή Πωλήσεων) ο BΛΜ=2,5, αυτό πολύ απλά σημαίνει ότι μία ποσοστιαία μεταβολή των Πωλήσεων +30%, θα επιφέρει μία ποσοστιαία μεταβολή των Λειτουργικών Κερδών κατά +75% [$2,5 \cdot (+30\%) = 75\%$]. Επιχειρήσεις με μεγάλες επενδύσεις σε πάγια, (ή εντάσεως κεφαλαίου) παρουσιάζουν Υψηλό Βαθμό Λειτουργικής Μόχλευσης (π.χ. ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ, Διυλιστήρια, Χαλυβουργίες, Κατασκευαστικές Εταιρείες, Αεροπορικές Εταιρείες κ.λπ.). Από την άλλη πλευρά εταιρείες σε ταχέως ανακυκλούμενα καταναλωτικά αγαθά ή γενικότερα εμπορικές εταιρείες χρησιμοποιούν χαμηλό βαθμό Λειτουργικής Μόχλευσης. Σε κάθε περίπτωση όμως, μέσα από μεταβολές στις τεχνολογίες παραγωγής ή στις επενδύσεις κεφαλαίου, οι εταιρείες μπορούν να αυξομειώσουν τη Λειτουργική τους Μόχλευση.

Ο βαθμός λειτουργικής μόχλευσης μιας επιχείρησης έχει σημαντικές επιπτώσεις σε αρκετούς τομείς της επιχειρηματικής και χρηματοοικονομικής πολιτικής. Δείχνει ότι μια επιθετική πολιτική τιμών μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των κερδών, ιδιαίτερα αν η αγορά είναι ευαίσθητη σε μικρές

μειώσεις των τιμών. Από την άλλη πλευρά, ο υψηλός βαθμός λειτουργικής μόχλευσης δείχνει ότι τα κέρδη της εταιρείας μπορούν να υποστούν μεγάλες διακυμάνσεις, όταν μεταβάλλεται ο όγκος των πωλήσεων. Συνεπώς, αν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο, οι πωλήσεις του οποίου επηρεάζονται σημαντικά από τις μεταβολές στο γενικό επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, τα κέρδη της θα παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις.

Η χρηματοοικονομική ή κεφαλαιακή μόχλευση είναι η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων για την αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (εναλλακτικά μπορεί να έχουμε αντίθετα αποτελέσματα). Δημιουργείται από τη δομή των κεφαλαίων σε δανειακά και ίδια κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό των δανείων (και άρα των τόκων ως σταθερό κόστος), τόσο λιγότερα τα ίδια κεφάλαια, τόσο μεγαλύτερη η χρηματοοικονομική μόχλευση και τόσο μεγαλύτερη η αστάθεια των αποδόσεων στους μετόχους. Όταν χρησιμοποιείται χρηματοοικονομική μόχλευση μεταβολές στα κέρδη προ φόρων και τόκων επιφέρουν μεγαλύτερες μεταβολές στα κέρδη ανά μετοχή.

Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης (DFL) είναι ένας δείκτης μόχλευσης που μετρά την ευαισθησία των κερδών ανά μετοχή (EPS) μιας εταιρείας στις διακυμάνσεις των λειτουργικών εσόδων της, ως αποτέλεσμα αλλαγών στην κεφαλαιακή της διάρθρωση. Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης (DFL) μετρά την ποσοστιαία μεταβολή στα κέρδη ανά μετοχή για μια μοναδιαία μεταβολή στα λειτουργικά έσοδα, γνωστή και ως κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT).

Αυτός ο λόγος δείχνει ότι όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης, τόσο πιο ευμετάβλητα θα είναι τα κέρδη. Δεδομένου ότι ο τόκος είναι συνήθως ένα σταθερό έξοδο, η μόχλευση μεγεθύνει τις αποδόσεις και τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό είναι καλό όταν τα λειτουργικά έσοδα αυξάνονται, αλλά μπορεί να είναι πρόβλημα όταν τα λειτουργικά έσοδα βρίσκονται υπό πίεση.

Ο τύπος υπολογισμού της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι:

$$DFL = \frac{\% \text{change in EPS}}{\% \text{change in EBIT}}$$

Μπορεί επίσης να υπολογιστεί και ως:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - \text{Interest}}$$

Ο δείκτης DFL δεν μπορεί να βοηθήσει μια εταιρεία να αξιολογήσει το ποσό του χρέους ή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης που πρέπει να επιλέξει στην κεφαλαιακή της διάρθρωση. Εάν τα λειτουργικά έσοδα είναι σχετικά σταθερά, τότε τα κέρδη και τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι επίσης σταθερά και η εταιρεία μπορεί να αντέξει οικονομικά να αναλάβει ένα σημαντικό ποσό χρέους. Ωστόσο, εάν η εταιρεία δραστηριοποιείται σε έναν τομέα όπου τα λειτουργικά έσοδα είναι αρκετά ασταθή, μπορεί να είναι συνετό να περιοριστεί το χρέος σε εύκολα διαχειρίσιμα επίπεδα.

Ο παραπάνω δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης μας δείχνει πώς επηρεάζονται τα κέρδη ανά μετοχή από τα κέρδη. Ο δείκτης μόχλευσης όμως μπορεί να εκφράσει και το χρέος μίας επιχείρησης ως ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου. Υποδεικνύει δηλαδή τον βαθμό κατά τον οποίο μία εταιρεία χρησιμοποιεί το χρήμα που έχει δανεισθεί, και αφορά στην επανεπένδυση του χρέους. Οι επιχειρήσεις σε μια προσπάθεια να κερδίσουν μεγαλύτερη απόδοση από το κόστος των τόκων επανεπενδύουν το χρέος τους, έτσι ο ορισμός της μόχλευσης σε αυτήν την περίπτωση αναφέρεται στο μέγεθος του χρέους (ξένα ή δανειακά κεφάλαια) μια εταιρείας σε αντιπαράβολή με τα ίδια κεφάλαιά της. Ο τύπος που εφαρμόζεται για τον υπολογισμό της είναι ο:

$$\text{Μόχλευση} = \frac{\text{Debt (Ξένα ή Δανειακά Κεφάλαια)}}{\text{Equity (Ιδία Κεφάλαια)}}$$

Οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό μόχλευσης αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας εάν βρεθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους, ωστόσο παράλληλα μπορούν να αυξήσουν την απόδοση των μετοχών και συνήθως απολαμβάνουν φορολογικά πλεονεκτήματα που συνδέονται με το δανεισμό.

Η μόχλευση πιθανώς να έπαιξε ρόλο στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Ορισμένοι πιστεύουν ότι αντί να συμβιβαστούν με μέτριες αποδόσεις, οι επενδυτικές εταιρείες και οι δανειολήπτες έγιναν άπληστοι, άνοιξαν θέσεις μόχλευσης και προκάλεσαν σημαντικές επιπτώσεις στην αγορά όταν οι μοχλευμένες επενδύσεις τους έχασαν το στόχο.

Σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας θα μελετήσουμε τον δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης ομίλων εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο που δραστηριοποιούνται στο τεχνικό κατασκευαστικό κλάδο.

2 Εταιρική Διακυβέρνηση

Σύμφωνα με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), ως εταιρική διακυβέρνηση εννοούμε το σύστημα σχέσεων που εγκαθιδρύεται μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας, των μετόχων, των εργαζομένων και κάθε άλλου ενδιαφερόμενου μέρους και αποσκοπεί στη δημιουργία, ανάπτυξη και βιωσιμότητα δυνατών και ανταγωνιστικών επιχειρήσεων.

Ως σύνολο αρχών, η εταιρική διακυβέρνηση είναι στην πραγματικότητα ζήτημα αυτορρύθμισης: δεν περιορίζεται στην εφαρμογή των υποχρεωτικών, από τη νομοθεσία, διατάξεων, αλλά βασίζεται στην οικειοθελή αποδοχή και εφαρμογή κανόνων που νοούνται ως ειδικές πρακτικές. Βάσει των κανόνων αυτών ασκείται, παρακολουθείται και ελέγχεται η διοίκηση, επιτελούνται οι εταιρικές λειτουργίες, διαμορφώνονται οι σχέσεις με τους μετόχους και τους εξωτερικούς παράγοντες (μετόχους, προμηθευτές, πελάτες, δημόσια διοίκηση κλπ.) που διασυνδέονται με την εταιρία, επιτυγχάνεται η επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί, εντοπίζονται και τίθενται υπό διαχείριση υπαρκτοί ή ενδεχόμενοι κίνδυνοι.

Μέσω της προώθησης των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να επέλθει η αύξηση της αξιοπιστίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς προς τους διεθνείς και εγχώριους επενδυτές, η ενίσχυση της διαφάνειας και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Επιπλέον, ένα πλαίσιο καλής εταιρικής διακυβέρνησης μέσω της εμπέδωσης της εμπιστοσύνης στο επιχειρηματικό περιβάλλον, μπορεί να φέρει κοντά, με αποτελεσματικό και ωφέλιμο τρόπο, τα συμφέροντα των επιχειρήσεων, των πολιτών και της κοινωνίας.

Για να γίνει πλήρης εκτίμηση των θεωριών της εταιρικής διακυβέρνησης, θα ήταν χρήσιμο να γίνει μια σύντομη ανασκόπηση στην εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών, καθώς οι δομές και οι λειτουργίες τους έχουν οδηγήσει και στην εξέλιξη της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Πριν οι χρηματιστηριακές αγορές εξελιχθούν, οι εταιρίες βασίζονταν στη χρηματοδότηση εύπορων ιδιωτών, που ήταν συνήθως συγγενείς των επιχειρηματιών. Έτσι οι εταιρίες ανήκαν και διοικούσαν από τα ίδια άτομα. Για να αναπτυχθούν λοιπόν οι κατά τόπους οικονομίες ήταν απαραίτητο να βρεθεί ένας μεγάλος αριθμός διαφορετικών επενδυτών που θα παρείχαν χρήματα στις εταιρίες, προκειμένου αυτές να επεκταθούν. Το κύριο στοιχείο των σημερινών χρηματιστηριακών αγορών και το οποίο μάλιστα ενθάρρυνε τους επενδυτές να αγοράσουν

μερίδια, εξασφαλίζοντας έτσι μια σταθερή ρευστότητα εξωγενούς χρηματοδότησης για τις εταιρίες, είναι η περιορισμένη ευθύνη που θα είχαν οι ίδιοι.

Αυτή η διαδικασία αναπτύχθηκε από το 1855 και έπειτα υποδεικνύοντας ότι οι μέτοχοι δεν είναι υπεύθυνοι για τα χρέη των εταιριών στις όποιες έχουν επενδύσει. Η ανάπτυξη της περιορισμένης ευθύνης είχε ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να είναι περισσότερο διατεθειμένοι να αγοράσουν μετοχές, καθώς αυτό που θα ρίσκαραν θα ήταν μόνο το μέρος της επένδυσης τους και όχι ολόκληρη η περιουσία τους. Η χρηματιστηριακή αγορά είναι ένα μέσο με το οποίο μια εταιρία μπορεί να αυξήσει το κεφάλαιο της πουλώντας μετοχές(μερίδια) στους επενδυτές, οι οποίοι με αυτό το τρόπο γίνονται μέτοχοι. Αντικείμενο διαπραγμάτευσης στα χρηματιστήρια εκτός των μετοχών είναι και διάφορα είδη χρηματοοικονομικών ασφαλίσεων που λειτουργούν ως δικλείδες ασφάλειας για τους επενδυτές. Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι η μόνη στιγμή που η εταιρία λαμβάνει κεφάλαια είναι όταν οι μετοχές της γίνονται αντικείμενο πώλησης για πρώτη φορά. Το σημαντικό στοιχείο από αυτή τη θεωρητική άποψη είναι ότι αγοράζοντας μια μετοχή, ενώ ο επενδυτής δεν θέτει σε κίνδυνο ολόκληρη τη περιουσία του, γίνεται 'ιδιοκτήτης' μέρους της εταιρίας. Ωστόσο, παρόλο που η πλειοψηφία των μετοχών ανήκει εν μέρει στην εταιρία που επένδυσαν, έχουν πολύ μικρή συμμετοχή όσον αφορά στη λειτουργία της, καθώς αυτή η δουλειά ανήκει στους διευθυντές της, στους οποίους εμπιστεύτηκαν και εναπόθεσαν τα κεφάλαια τους. Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά όλες οι σημαντικές θεωρίες που έχουν να κάνουν με τη εταιρική διακυβέρνηση όπως την γνωρίζουμε σήμερα.

2.1 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης

Μέσα από τις πολλές κατευθυντήριες που δόθηκαν δημιουργήθηκαν πολλές θεωρίες οι οποίες συνέβαλλαν στην ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα:

- **Η θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency theory)**, η οποία αναγνωρίζει τη σχέση αντιπροσώπευσης όταν το ένα μέρος (Οι Αρχές) εξουσιοδοτεί το άλλο (Αντιπρόσωπο). Μέσα στα πλαίσια της συνεργασίας οι ιδιοκτήτες (Owners) είναι οι αρχές και οι διευθυντές (Directors) είναι οι αντιπρόσωποι. Βέβαια, ο διαχωρισμός αυτός που υπάρχει μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρήσεων οδηγεί στη δημιουργία του

προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Ουσιαστικά δηλαδή, τα διοικητικά στελέχη ενεργούν για ίδιο συμφέρον, εμφανίζοντας το φαινόμενο του καιροσκοπισμού αντί να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων της επιχείρησης. Στις βασικές της αρχές η συγκεκριμένη θεωρία τονίζει ότι η σχέση αντιπροσώπευσης έχει αρκετά μειονεκτήματα διότι εμφανίζεται έντονα το φαινόμενο της εκμετάλλευσης ευκαιριών από τους αντιπροσώπων προκειμένου να επεκταθεί η επιρροή και το προσωπικό τους συμφέρον, όπως για παράδειγμα ότι α) ο αντιπρόσωπος δεν ενεργεί για το συμφέρον του ιδιοκτήτη, β) ο αντιπρόσωπος λειτουργεί μεροληπτικά για το συμφέρον κάποιων ιδιοκτητών, γ) ο αντιπρόσωπος προβαίνει σε κακοδιαχείριση της επιχείρησης η οποία προέρχεται από χρηματισμό του από κάποιους άλλους και δ) μεταξύ αντιπροσώπου και αρχών υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση αφού ο αντιπρόσωπος έχει καλύτερα επίπεδα πληροφόρησης από τους ιδιοκτήτες. Ακόμη, μέσα στα πλαίσια της εταιρικής επιχειρηματικότητας και του εταιρικού ελέγχου, η θεωρία της αντιπροσώπευσης αναφέρει ότι ο μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης και ιδιαιτέρως το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να είναι ένας ουσιαστικός μηχανισμός παρακολούθησης που θα διασφαλίζει ότι οποιοδήποτε πρόβλημα μεταξύ των σχέσεων αρχών και αντιπροσώπων θα ελαχιστοποιείται. Οι μάνατζερ υποτίθεται ότι είναι οι αντιπρόσωποι των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων, όμως κρίνεται επιβεβλημένο να θεσπίζονται θεσμικοί κανόνες που θα πρέπει να ακολουθούν και να δημιουργούνται θεσμικοί φορείς που θα παρακολουθούν την δράση τους προκειμένου να αντιμετωπιστούν φαινόμενα κατάχρηση εξουσίας (Blair, 1996). Το κόστος λοιπόν από την κακοδιαχείριση των μάνατζερ και το κόστος παρακολούθησης και πειθαρχίας αυτών, προκειμένου να προστατευτούν οι μέτοχοι από την κακομεταχείριση των μάνατζερς αποκαλείται κόστος αντιπροσώπευσης. Αξίζει δε να αναφερθεί, ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης τονίζει τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου όπως περιγράφεται από το έργο των Berle και Means (1932).

- ο **Η θεωρία του Κόστους των Συναλλαγών (Transaction cost economics theory).** Η θεωρία του κόστους των συναλλαγών αναλύει πως οι δομές εταιρικής διακυβέρνησης οδηγούν στην μείωση του κόστους συναλλαγών δηλαδή του κόστους που υπάρχει όταν ένα αγαθό ή μια υπηρεσία μεταφέρεται από ένα επίπεδο σε ένα άλλο τεχνολογικά διαφορετικό επίπεδο αλλά και του κόστους για την διεκπεραίωση μια συναλλαγής, περιγράφοντας έτσι την επιχείρηση ως μια μονάδα που λειτουργεί ένας μηχανισμός

εταιρική διακυβέρνηση. Η μελέτη μείωσης του κόστους συναλλαγών αποτελεί την βασική μονάδα ανάλυση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού. Είναι αναγκαίο λοιπόν η επιχείρηση να στελεχωθεί με έμπειρα άτομα (διευθυντές) που γνωρίζουν τις τεχνικές παραγωγής των αγαθών και υπηρεσιών, τις συνθήκες της αγοράς δημιουργώντας μια εταιρική διακυβέρνηση που θα συμβάλει στην μείωση του κόστους των συναλλαγών, άρα η επιλογή της κατάλληλης εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να βοηθήσει στην ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων των διευθυντών και των μετόχων. Η θεωρία του κόστους των Συναλλαγών (T.C.E.) όπως ερμηνεύτηκε από το έργο του Williamson (1975, 1984) προσεγγίζει την θεωρία της αντιπροσώπευσης που θεωρεί την εταιρεία σαν ένα οργανισμό που υφίσταται μια δομή διακυβέρνησης που υπάρχουν μια σειρά από συμβόλαια ανάμεσα σε αρκετούς παίκτες, δηλαδή ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στα εξειδικευμένα στελέχη (διευθυντές), τονίζοντας ότι είναι αδύνατον να υπάρχει ένα μόνο συμβόλαιο που θα συνδυάζει πλήρως τα συμφέροντα των διοικητών και των μετόχων. Ακόμη αναφέρει ότι όσο οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν σε μέγεθος άρα απαιτείται και μεγαλύτερο κεφάλαιο που συνεισφέρουν μέτοχοι – επενδυτές χωρίς επιχειρηματική εμπειρία, καθίσταται αναγκαίος ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας (μέτοχοι) από τον έλεγχο (διευθυντές). Σύμφωνα με την ανωτέρω θεωρία λοιπόν, όσο μια επιχείρηση μεγαλώνει, τόσο οι συναλλαγές από τους ιδιοκτήτες γίνονται λιγότερο αποδοτικές και μερικές φορές ακριβότερες, ενώ οι συναλλαγές που διεξάγονται από έμπειρα διευθυντικά στελέχη αποβαίνουν αποδοτικότερες και με λιγότερο κόστος.

- ο **Θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder theory)**. Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών λαμβάνει υπόψη τις ευρείες ομάδες συμμετεχόντων ενώ επικεντρώνεται λιγότερο στους μετόχους. Η συγκεκριμένη θεωρία επομένως τονίζει στα ενδιαφερόμενα μέρη ότι η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να προωθήσει μερικές ευθείες αντιπροσωπεύσεις. Επίσης, υπογραμμίζει ότι οι μέτοχοι και τα ενδιαφερόμενα μέρη έχουν διαφορετικές δομές για την εταιρική διακυβέρνηση και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς, γεγονός που είναι πιο ευδιάκριτο στο αγγλοαμερικανικό μοντέλο το οποίο δίνει έμφαση στην μερισματική αξία των επιχειρήσεων και στα διοικητικά συμβούλια τους, που αποτελούνται από εκτελεστικούς και μη εκτελεστικούς διευθυντές.

- **Η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship theory).** Η συγκεκριμένη θεωρία στηρίχτηκε στις βασικές υποθέσεις των θεωριών της αντιπροσώπευσης και του κόστους των συναλλαγών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι Διευθυντές αναφέρονται ως διαχειριστές της εταιρικής περιουσίας και φαίνεται ότι είναι προδιατεθειμένοι ευνοϊκά να δράσουν για τα συμφέροντα των μετόχων. Στο έργο τους οι Donanson και Davis, (1997) εναντιώθηκαν στην αποδοχή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης όπως είχε δοθεί, οπότε έδωσαν μια εναλλακτική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης. Επισήμαναν λοιπόν, ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης περιγράφει τον έλεγχο που ασκείται από τους καιροσκόπους διευθυντές μέσω της ύπαρξης της ανεξαρτησίας του διευθύνοντα συμβούλου από τον ανώτατο εκτελεστικό διευθυντή Chef Executive Manager (C.E.O.) της επιχείρησης και δίνοντας του κίνητρα τον δεσμεύει σε σχέση με τα ενδιαφέροντα των μετόχων. Επιπρόσθετα, η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας επισημαίνει ότι η επιχείρηση που στελεχώνεται με δραστήρια διοικητικά και έμπειρα στελέχη οδηγεί σε αύξηση των κερδών της άρα και των αποδόσεων των μετόχων της, στέλνοντας έτσι θετικά μηνύματα στις αγορές. Οι διοικητικές αυτές αρχές στέλνουν εντολές μέσω Προέδρου που ασκεί τα καθήκοντα και του Ανώτατου Εκτελεστικού Διευθυντή ο οποίος αναλαμβάνει να ενοποιήσει τις εντολές όλων των διοικητικών αρχών και να τις εξωτερικεύσει. Παράλληλα υπογραμμίζει ότι η διασφάλιση των αποδόσεων των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί όχι με τον μεγαλύτερο έλεγχο των διευθυντών από τους ιδιοκτήτες – μετόχους αλλά εξουσιοδοτώντας τους διευθυντές να παίρνουν αυτόνομες εκτελεστικές δράσεις.
- **Θεωρία της Ηγεμονίας της διοίκησης (Class hegemony theory).** Η θεωρία αυτή αναφέρει ότι οι διευθυντές έχουν μια υπεροχή μέσα στην εταιρεία νοιώθοντας ότι ανήκουν σε μια ανώτερη κλάση (elite), έτσι μέσω της εξουσίας που κατέχουν προσλαμβάνουν / προωθούν τους νέους διευθυντές λαμβάνοντας υπόψη τους, πόσο αυτές οι προσλήψεις ταιριάζουν στην κλάση τους.

2.2 Διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου

Τα δυνητικά προβλήματα του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας και του ελέγχου διαγνώστηκαν για πρώτη φορά το 20ο αιώνα, (Smith, 1938) όπου και χαρακτηριστικά ανέφερε ότι οι διευθυντές

πολλών εταιριών αφού θα γίνονταν μάνατζερ και των χρημάτων άλλων ανθρώπων, δεν θα επιδείκνυαν τον ίδιο ζήλο και συνεχή επαγρύπνηση τόσο όσο αν ήταν μόνο τα δικά τους κεφάλαια. Το έργο των Berle και Means, σχεδόν ένα χρόνο αργότερα παρέχει τις αρχικές και θεμελιώδεις εξηγήσεις για τις επενδύσεις και τις εταιρικές σχέσεις. Στη μελέτη τους αυτή επεσήμαναν ότι καθώς οι χώρες μετατρέπονταν πλέον κυρίως σε βιομηχανικές αναφορικά με το τομέα παράγωγης και ανέπτυσαν συνεχώς τις αγορές τους, η ιδιοκτησία και ο έλεγχος διαχωρίστηκαν. Βέβαια η σχέση ιδιοκτησίας και ελέγχου που περιγράφεται από τους Berle και Means εφαρμόστηκε κυρίως στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και όχι σε πολλές χώρες για το λόγο ότι τα νομικά συστήματα τους προωθούσαν αρκετά καλή προστασία στους μικρομετόχους και ως εκ τούτου υπήρχε ενθάρρυνση για περισσότερο διαφοροποιημένες μετοχικές βάσεις. Η επιρροή των Berle και Means πρέπει να επισημανθεί καθώς για περισσότερο από εβδομήντα χρόνια σύμφωνα με τις ιδέες τους και πάνω στη δική τους φιλοσοφία οι εταιρίες κατέχονταν, διοικούνταν και ελέγχονταν στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια συνεχώς αυξανόμενη πίεση στους μετόχους που καλούνται πολλές φορές να δράσουν ως ιδιοκτήτες και όχι ως απλοί κάτοχοι των μετοχών. Αυτό που οδήγησε τους μετόχους στο να δρουν παράλληλα και ως ιδιοκτήτες ήταν οι πολυάριθμες περιπτώσεις εταιρικών υπερβολών και καταχρήσεων, όπως οι υπέρογκες αμοιβές των διευθυντών και σε συνδυασμό μάλιστα με τη αρκετά χαμηλή απόδοση τους αλλά και τη κατάρρευση αρκετών επιχειρήσεων και πολλών άλλων σκανδαλών που επέφεραν τεράστιες απώλειες κεφαλαίων και τους μετόχους να χάνουν το σύνολο των επενδύσεων τους. Αυτό ήταν το έναυσμα για περισσότερη διαφάνεια αλλά και τη δημοσιοποίηση διαφόρων οικονομικών στοιχείων που ενσωματώθηκαν στους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και στη θέσπιση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASs) ώστε να βελτιώσουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης έτσι ώστε οι επενδυτές να είναι καλύτερα ενημερωμένοι όσον αφορά τις κινήσεις και τις στρατηγικές γενικότερα της εταιρίας. Από τη στιγμή που οι μέτοχοι θα αρχίσουν να δρουν ως ιδιοκτήτες ξανά τότε θα είναι σε θέση να ασκούν περισσότερο άμεση επιρροή στις εταιρίες και τους διευθυντές τους, έτσι ώστε με ότι ορίζεται ρητά στα συμβούλια, να είναι σε θέση να λογοδοτήσουν και να ελεγχθούν για τις κινήσεις τους. Αυτός είναι και ο μόνος τρόπος η ισχύς της ιδιοκτησίας να επιστρέψει ξανά στους ιδιοκτήτες, τους μετόχους δηλαδή.

Ιεραρχική Πυραμίδα και τα Στελέχη που την απαρτίζουν

Η Ιεραρχική Πυραμίδα αποτελείται από πέντε βασικά επίπεδα. Στο υψηλότερο επίπεδο βρίσκεται η Ανώτατη Διοίκηση, ακολουθεί η Ανώτερη Διοίκηση, στο αμέσως επόμενο επίπεδο βρίσκεται η Μεσαία Διοίκηση, που απαρτίζεται από τα επιτελικά στελέχη, στη συνέχεια είναι η Κατώτερη Διοίκηση με τα διευθυντικά στελέχη πρώτης γραμμής και στο κάτω μέρος της πυραμίδας είναι το υπαλληλικό προσωπικό. Η κλασική μορφή της ιεραρχικής πυραμίδας φαίνεται στην εικόνα 1 παρακάτω. Έχει επικρατήσει να λέγεται πυραμίδα λόγω του σχήματος που αποκτάει από τον αριθμό των ατόμων που εργάζονται σε κάθε επίπεδο. Έτσι στο πιο χαμηλό επίπεδο, εκείνο του υπαλληλικού προσωπικού, είναι συγκεντρωμένος ο πιο μεγάλος αριθμός των ατόμων. Όσο ανεβαίνουμε προς τα πάνω μειώνεται ο αριθμός αυτός, γιατί η εργασία τους γίνεται περισσότερο ποιοτική και λιγότερο ποσοτική και χειρωνακτική.



Εικόνα 1 - Τα Επίπεδα της Ιεραρχικής Πυραμίδας

Στην κορυφή της Ιεραρχίας, όπως ήδη αναφέραμε, βρίσκεται η Ανώτατη Διοίκηση, η οποία στις μεγάλες επιχειρήσεις ασκείται από ένα συλλογικό όργανο, που είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, γνωστό ευρέως ως Δ.Σ.. Το Δ.Σ. αποτελείται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο, τα μέλη του, το διευθύνοντα σύμβουλο και τον εντεταλμένο σύμβουλο. Οι κυριότερες αρμοδιότητες του Δ.Σ. είναι η διαχείριση των κεφαλαίων της εταιρίας με εξουσιοδότηση των μετόχων, ο καθορισμός των αντικειμενικών σκοπών της εταιρίας (στρατηγικός προγραμματισμός), η επιλογή των προσώπων που καταλαμβάνουν τις ανώτατες διοικητικές θέσεις, η χάραξη της πολιτικής και της αποστολής

της εταιρίας, η έγκριση των προγραμμάτων και των ετήσιων προϋπολογισμών, η διανομή των κερδών και ο έλεγχος επίτευξης του προγραμματισμού. Μετά το Δ.Σ. και το Διευθύνοντα Σύμβουλο ακολουθεί ο Γενικός Διευθυντής ή οι Γενικοί Διευθυντές ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση είναι πολύ μεγάλη, τότε υπάρχουν τρεις, τέσσερις ή και περισσότεροι Γενικοί Διευθυντές. Αποτελούν το ανώτατο εκτελεστικό όργανο (Chief Executive) το οποίο ελέγχει και συντονίζει το έργο των Διευθυντών. Εισηγούνται και συμμετέχουν στον καθορισμό των αντικειμενικών σκοπών της επιχείρησης, στη χάραξη της στρατηγικής και της πολιτικής και παίζουν ενεργό ρόλο στην κατάρτιση των προγραμμάτων και των προϋπολογισμών. Ακόμη, διαχειρίζονται διάφορα θέματα στις σχέσεις με τους εργαζόμενους για τα οποία ενημερώνουν το Δ.Σ.

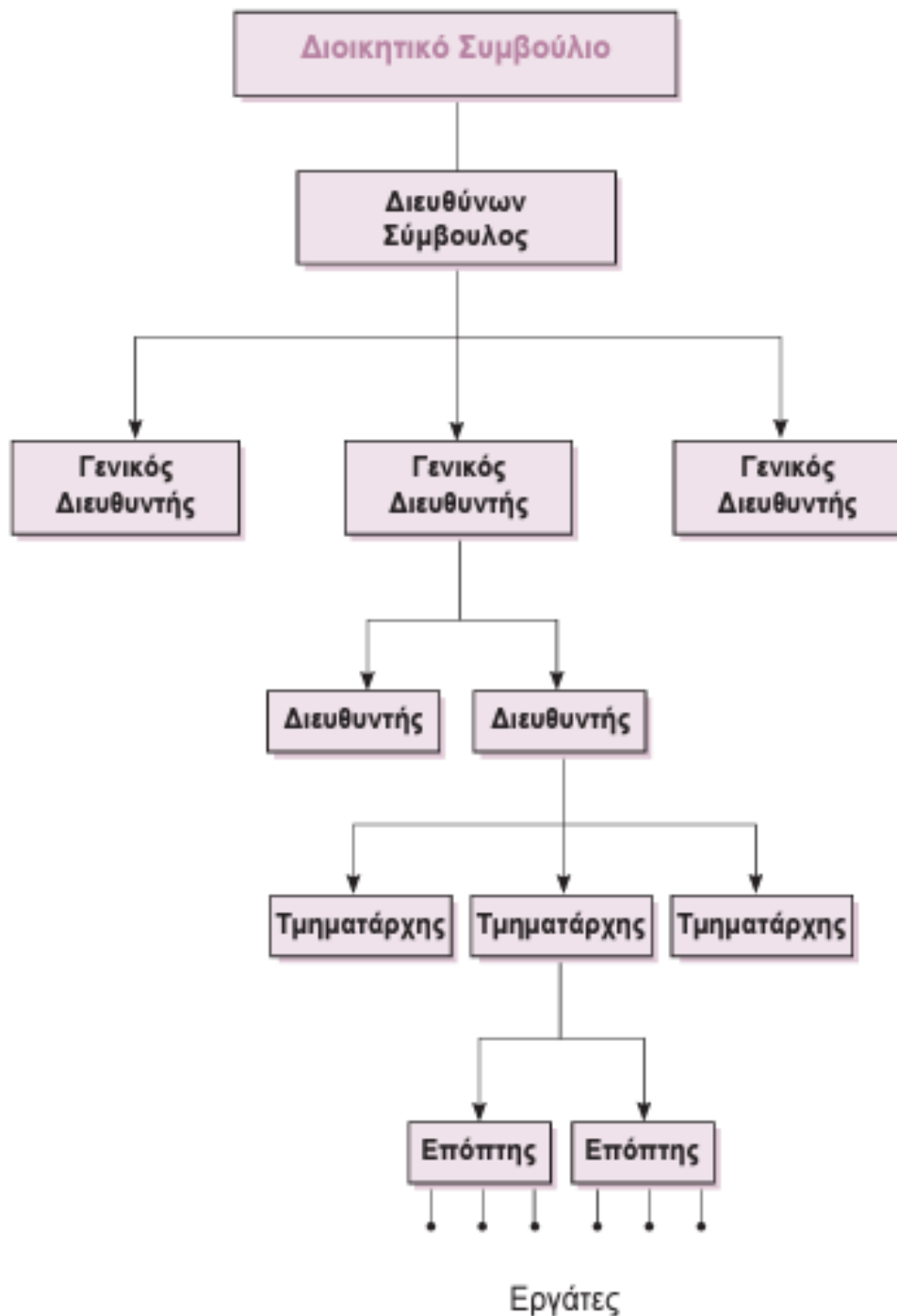
Οι Διευθυντές απαρτίζουν την Ανώτερη Διοίκηση. Αυτοί ελέγχουν και συντονίζουν τα διάφορα τμήματα της επιχείρησης, που ανήκουν στο πεδίο ευθύνης και εξουσίας τους.

Μετά την Ανώτατη και την Ανώτερη Διοίκηση ακολουθεί η Μεσαία Διοίκηση, που απαρτίζεται από τα επιτελικά στελέχη. Τα επιτελικό στελέχη είναι οι τμηματάρχες, οι οποίοι με την εργασία τους υποστηρίζουν το έργο των διευθυντών. Τα τελευταία χρόνια υπάρχει τάση για όλο και μεγαλύτερη χρησιμοποίηση επιτελικών στελεχών, τα οποία έχουν τις απαραίτητες γνώσεις και εξειδίκευση για την παροχή της κατάλληλης πληροφόρησης των διευθυντικών στελεχών, όταν λαμβάνουν πολύ κρίσιμες αποφάσεις.

Τα διευθυντικά στελέχη πρώτης γραμμής είναι οι γνωστοί επόπτες, οι οποίοι ασχολούνται κυρίως με λειτουργικές αποφάσεις. Ένα παράδειγμα λειτουργικής απόφασης για το στέλεχος αυτής της βαθμίδας είναι αν θα αυξήσει ή θα μειώσει το επίπεδο του αποθέματος των τελικών προϊόντων μέσα στην αποθήκη. Η πληροφορία ότι έχουν μειωθεί πολύ οι πωλήσεις ενός συγκεκριμένου προϊόντος τον αναγκάζει να σκεφτεί τρόπους για να αντιμετωπίσει τη μεγάλη συσσώρευση προϊόντων στην αποθήκη.

Τέλος, το υπαλληλικό προσωπικό ασχολείται με την εκτέλεση διαφόρων εργασιών, όπως η παραγωγή στην αλυσίδα συναρμολόγησης, η λήψη παραγγελιών από τους πελάτες, η εξυπηρέτηση των πελατών μετά την πώληση (συνεργείο για επισκευές), η επεξεργασία των στοιχείων μισθοδοσίας του προσωπικού, η εγγραφή των λογιστικών γεγονότων στο ημερολόγιο κ.α.

Ολοκληρώνοντας την παρουσίαση όλων των επιπέδων της ιεραρχικής πυραμίδας, χρήσιμο είναι να αναφέρουμε ότι η μορφή της Οργανωτικής Δομής που παρουσιάζεται στην εικόνα 2 αποτελεί την κλασική μορφή του Οργανογράμματος (με όλα τα βασικά όργανα λειτουργίας και με όλες τις διοικητικές διαβαθμίσεις των στελεχών) μεγάλων επιχειρήσεων.



Διάγραμμα 2 - Γενικευμένη μορφή Οργανωτικής Δομής Μεγάλων Επιχειρήσεων και Οργανισμών

Οι A. Chapelle και A. Szafarz στην εργασία τους με τίτλο *Ownership and control: Dissecting the pyramid*, στοχεύουν στην βελτίωση των υφιστάμενων μεθοδολογιών για τον προσδιορισμό του μεγέθους του διαχωρισμού μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου μεταξύ των μετόχων ενός συνόλου εταιρειών. Η προσέγγισή τους ακολουθεί τρεις άξονες: μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ολοκληρωμένη ιδιοκτησία και κανόνες πλειοψηφίας. Στην εν λόγω εργασία λαμβάνονται υπόψη μόνο οι μετοχές με δικαίωμα ψήφου σε θέματα ελέγχου, προτείνοντας την πρώτη διαφορά μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου. Στη συνέχεια, η υπόθεση της συντηρητικής πλειοψηφίας δηλώνει ότι ένας μέτοχος που έχει περισσότερο από το 50% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρείας κατέχει «πλήρη έλεγχο», δηλαδή 100% του ελέγχου, σε αυτήν την εταιρεία. Τέλος, υποθέτουν ότι ο απόλυτος έλεγχος είναι μεταβατικός. Δηλαδή, μια επιχείρηση που ελέγχεται πλήρως από μια πλήρως ελεγχόμενη επιχείρηση ελέγχεται πλήρως από τον κυρίαρχο μέτοχο της ενδιαμέσης επιχείρησης. Δουλεύοντας με αυτές τις τρεις βασικές αρχές, υπολόγισαν τον έλεγχο των δεικτών ιδιοκτησίας που μπορούν εύκολα να εφαρμοστούν για οποιαδήποτε ομάδα εταιρειών.

Σύμφωνα με τους A. Chapelle και A. Szafarz, τα έμμεσα αποτελέσματα ελέγχου είναι ζωτικής σημασίας, ιδίως σε πολύπλοκες δομές όπως οι πυραμίδες, οι διασταυρούμενες συμμετοχές και οι δακτύλιοι. Πράγματι, η ενσωμάτωση τροποποιεί σε μεγάλο βαθμό την κατανομή της εξουσίας και, ίσως το πιο σημαντικό, μπορεί να απομονώσει τις επιχειρήσεις από την εξωτερική αγορά εταιρικού ελέγχου. Ως εκ τούτου, ένας έμμεσος δείκτης ελέγχου αξιολογεί την πραγματική επιρροή ενός μετόχου σε μια εταιρεία και εμφανίζει τους επενδυτές που έχουν τον έλεγχο. Ένας φαινομενικά μεγάλος μέτοχος θα μπορούσε, για παράδειγμα, να λειτουργήσει ως μοχλός πίεσης για την ελέγχουσα μητρική του εταιρεία. Οι ελέγχοντες μέτοχοι χρησιμοποιούν συνήθως μόχλευση ψήφου, διαχωρίζοντας την ιδιοκτησία από τον έλεγχο μέσω πυραμίδων και αυξάνοντας περαιτέρω τον έλεγχό τους μέσω της συμμετοχής στη διοίκηση.

Οι A. Chapelle και A. Szafarz παρουσιάζουν μια μέθοδο μέτρησης του μεγέθους του διαχωρισμού μεταξύ ολοκληρωμένης ιδιοκτησίας και ολοκληρωμένου ελέγχου μεταξύ των τελικών μετόχων ενός συνόλου εταιρειών και καθόρισαν δείκτες ελέγχου ανά συμμετοχή, ανά επιχείρηση και ανά μέτοχο. Η μεθοδολογία τους προσδιορίζει τους πραγματικούς ελέγχοντες επενδυτές και τη μόχλευση που χρησιμοποιούν για να αποκτήσουν τον έλεγχο. Γενικότερα, δείχνει την πραγματική δύναμη που δρα στα καπιταλιστικά συστήματα και είναι ειδικά σχεδιασμένη για τις πολύπλοκες δομές που παρατηρούνται στην ηπειρωτική Ευρώπη και την Ασία. Επιπλέον, υποστηρίζουν ότι οι μεγάλης κλίμακας συγκρίσεις μεταξύ των δομών ελέγχου στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την

ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και τις αναπτυσσόμενες χώρες θα μπορούσαν να παράσχουν νέες γνώσεις σχετικά με τα οφέλη και τις αδυναμίες κάθε συστήματος.

2.3 Δικαιώματα πλειοψηφίας/μειοψηφίας

Σε αυτό το σημείο θα δούμε ποια είναι τα δικαιώματα μετόχων εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, όπως αυτά αναφέρονται στην επίσημη ιστοσελίδα του ομίλου χρηματιστηρίου Αθηνών.

Κάθε μετοχή της Εταιρείας ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, που καθορίζονται από το Νόμο και το καταστατικό της Εταιρείας, το οποίο όμως δεν περιέχει διατάξεις περισσότερο περιοριστικές από αυτές που προβλέπει ο Νόμος. Η κατοχή του τίτλου της μετοχής συνεπάγεται αυτοδικαίως την αποδοχή από τον κύριο αυτής του καταστατικού της Εταιρείας και των νόμιμων αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων. Το καταστατικό της Εταιρείας δεν παρέχει ειδικά δικαιώματα υπέρ συγκεκριμένων μετόχων. Οι μετοχές της Εταιρείας είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Μονάδα διαπραγμάτευσης είναι μία (1) μετοχή. Η ευθύνη των μετόχων περιορίζεται στην ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν. Οι μέτοχοι συμμετέχουν στην διοίκηση και τα κέρδη της Εταιρείας, σύμφωνα με το Νόμο και τις διατάξεις του καταστατικού. Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από κάθε μετοχή παρακολουθούν αυτή σε οποιονδήποτε καθολικό ή ειδικό διάδοχο του μετόχου. Οι μέτοχοι ενασκούν τα δικαιώματά τους, σε σχέση με τη διοίκηση της Εταιρείας, μόνο μέσω των Γενικών Συνελεύσεων.

Οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτίμησης σε κάθε μελλοντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο, όπως ορίζεται στο άρθρο 13, παράγραφος 5 του Κ.Ν. 2190/1920. Εξαιρετικά, στην περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (όπως έχει ήδη συντελεστεί), οι ιδρυτές μέτοχοι, κατά παρέκκλιση του άρθρου 13 του Κ.Ν. 2190/1920 δεν είχαν δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση, όπως ρητά προβλεπόταν στο καταργηθέν πλέον άρθρο 51 του Ν. 2778/1999. Οι δανειστές του μετόχου και οι διάδοχοί τους σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να προκαλέσουν την κατάσχεση ή τη σφράγιση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ή των βιβλίων της Εταιρείας, ούτε να ζητήσουν τη διανομή ή εκκαθάρισή της, ούτε να αναμιχθούν κατά οποιονδήποτε τρόπο στη διοίκηση ή τη διαχείρισή της. Κάθε μέτοχος, οπουδήποτε και να κατοικεί, λογίζεται ότι έχει νόμιμη κατοικία την έδρα της Εταιρείας ως προς τις σχέσεις του με αυτήν και υπόκειται στην Ελληνική Νομοθεσία. Κάθε διαφορά μεταξύ της Εταιρείας αφ' ενός και

των μετόχων ή οποιουδήποτε τρίτου αφ' ετέρου, υπάγεται στην αποκλειστική αρμοδιότητα των τακτικών δικαστηρίων, η δε Εταιρεία ενάγεται μόνον ενώπιον των δικαστηρίων της έδρας της.

Κάθε μετοχή παρέχει δικαίωμα μίας ψήφου. Συγκύριοι μετοχής για να έχουν δικαίωμα ψήφου πρέπει να υποδείξουν στην Εταιρεία εγγράφως έναν κοινό εκπρόσωπο για τη μετοχή αυτή, ο οποίος θα τους εκπροσωπήσει στη Γενική Συνέλευση, μέχρι δε τον καθορισμό αυτόν αναστέλλεται η άσκηση των δικαιωμάτων τους. Κάθε μέτοχος δικαιούται να μετέχει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας είτε αυτοπροσώπως, είτε μέσω πληρεξουσίου.

Έναντι της Εταιρείας θεωρείται μέτοχος που δικαιούται να συμμετάσχει στην Γενική Συνέλευση και να ασκήσει το δικαίωμα ψήφου ο εγγεγραμμένος κατά την Ημερομηνία Καταγραφής στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) της ανώνυμης εταιρείας «ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) ή ο ταυτοποιούμενος ως τέτοιος βάσει της σχετικής ημερομηνίας μέσω εγγεγραμμένων διαμεσολαβητών ή άλλων διαμεσολαβητών τηρουμένων των διατάξεων της νομοθεσίας (ν. 4548/2018, ν. 4569/2019, ν. 4706/2020 και Κανονισμό (ΕΕ) 2018/1212) ως και του Κανονισμού Λειτουργίας Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΦΕΚ Β΄ ΦΕΚ Β/1007/16.03.2021).

Η απόδειξη της μετοχικής ιδιότητας γίνεται με κάθε νόμιμο μέσο και πάντως βάσει ενημέρωσης που λαμβάνει η Εταιρεία μέχρι και πριν την έναρξη διεξαγωγής της Γενικής Συνέλευσης από την ΕΛ.Κ.Α.Τ. ή μέσω των ως άνω διαμεσολαβητών σύμφωνα με τις παραπάνω διατάξεις. Μέτοχος μπορεί να συμμετάσχει στη Γενική Συνέλευση βάσει επιβεβαιώσεων ή ειδοποιήσεων των άρθρων 5 και 6 του Κανονισμού (ΕΕ) 2018/1212 που παρέχονται από τον διαμεσολαβητή εκτός αν η Συνέλευση αρνηθεί τη συμμετοχή αυτή για σπουδαίο λόγο που δικαιολογεί την άρνησή της τηρουμένων των κείμενων διατάξεων (άρθρ. 19 παρ. 1 Ν. 4569/2018, άρθρ. 124 παρ. 5 Ν. 4548/2018).

Η άσκηση των εν λόγω δικαιωμάτων δεν προϋποθέτει τη δέσμευση των μετοχών του δικαιούχου ούτε την τήρηση άλλης ανάλογης διαδικασίας, η οποία περιορίζει τη δυνατότητα πώλησης και μεταβίβασης αυτών κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην Ημερομηνία Καταγραφής και στη Γενική Συνέλευση.

Μέτοχοι που δεν συμμορφώνονται με την προθεσμία της παρ. 4 του άρθρου 128 του Ν. 4548/2018, δηλ. δεν υπέβαλλαν εγγράφως ή με ηλεκτρονικά μέσα τον τυχόν διορισμό εκπροσώπου ή αντιπροσώπου στην Εταιρεία, σαράντα οκτώ (48) τουλάχιστον ώρες πριν από την

ορισθείσα ημερομηνία συνεδρίασης της Γενικής Συνέλευσης μετέχουν στη Γενική Συνέλευση εκτός εάν η Γενική Συνέλευση αρνηθεί τη συμμετοχή αυτή για σπουδαίο λόγο που δικαιολογεί την άρνησή της.

Τα δικαιώματα μειοψηφίας των μετόχων της εταιρείας ασκούνται κατά τα οριζόμενα στον Κ.Ν. 4548/2018 όπως ισχύει.

Μέρισμα δικαιούται κάθε μέτοχος που αναγράφεται στο τηρούμενο από την Εταιρεία μητρώο μετόχων κατά την ημερομηνία έγκρισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων από την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων ή οποτεδήποτε ορισθεί. Η πληρωμή του μερίσματος από την Εταιρεία γίνεται μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή της ΕΛΚΑΤ κατ' επιλογή της Εταιρείας. Στον επιλεγόμενο φορέα καταβάλλεται το σύνολο του καταβλητέου μερίσματος το οποίο διανέμεται στους δικαιούχους σύμφωνα με τα στοιχεία που θα παρέχει η Εταιρεία κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ). Η καταβολή και πληρωμή του μερίσματος θα γίνεται δυνάμει σχετικής έγγραφης συμφωνίας μεταξύ της Εταιρείας και του επιλεγόμενου φορέα από την οποία θα πρέπει να προκύπτει ότι η κατάθεση των επιμέρους ποσών μερισμάτων στους χειριστές του Σ.Α.Τ. θα έχει πραγματοποιηθεί εντός το αργότερο επτά εργασίμων ημερών από την ημερομηνία προσδιορισμού των δικαιούχων του μερίσματος. Η αξίωση για τα μερίσματα που δεν έχουν ζητηθεί για μία πενταετία παραγράφεται υπέρ του Δημοσίου.

Σε ότι αφορά τη διαδικασία συμμετοχής των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων της Εταιρείας, και τη διαδικασία πληρωμής του μερίσματος θα εφαρμόζονται συμπληρωματικά προς τις διατάξεις του καταστατικού και τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας και Εκκαθάρισης του Συστήματος Άυλων Τίτλων της Εταιρείας, όπως αυτός εκάστοτε ισχύει.

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΙΟΨΗΦΙΑΣ σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 141 & 142 του Ν. 4548/2018 - «Αναμόρφωση του δικαίου των Ανωνύμων εταιριών (ΦΕΚ Α' 104/13.6.2018)

Συλλογικά και ατομικά δικαιώματα μειοψηφίας (Άρθρο 141)

1. Με αίτηση μετόχων, που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να συγκαλεί έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων, ορίζοντας ημέρα Συνεδρίασης αυτής, η οποία δεν πρέπει να απέχει περισσότερο από σαράντα πέντε (45) ημέρες από την ημερομηνία επίδοσης της

αίτησης στον πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου. Η αίτηση περιέχει το αντικείμενο της ημερήσιας διάταξης. Αν δεν συγκληθεί Γενική Συνέλευση από το Διοικητικό Συμβούλιο μέσα σε είκοσι (20) ημέρες από την επίδοση της σχετικής αίτησης, η σύγκληση διενεργείται από τους αιτούντες μετόχους με δαπάνες της Εταιρείας, με απόφαση του δικαστηρίου, που εκδίδεται κατά τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων. Στην απόφαση αυτή ορίζονται ο τόπος και ο χρόνος της Συνεδρίασης, καθώς και η ημερήσια διάταξη. Η απόφαση δεν προσβάλλεται με ένδικα μέσα. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλεί τη Γενική Συνέλευση, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις ή κάνει χρήση της διαδικασίας του άρθρου 135, εκτός αν οι αιτούντες μέτοχοι απέκλεισαν την τελευταία αυτή δυνατότητα.

2. Με αίτηση μετόχων, που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να εγγράψει στην ημερήσια διάταξη Γενικής Συνέλευσης, που έχει ήδη συγκληθεί, πρόσθετα θέματα, αν η σχετική αίτηση περιέλθει στο Διοικητικό Συμβούλιο δεκαπέντε (15) τουλάχιστον ημέρες πριν από τη Γενική Συνέλευση. Τα πρόσθετα θέματα πρέπει να δημοσιεύονται ή να γνωστοποιούνται, με ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου, κατά το άρθρο 122, επτά (7) τουλάχιστον ημέρες πριν από τη Γενική Συνέλευση. Σε εταιρείες με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά, η αίτηση για την εγγραφή πρόσθετων θεμάτων στην ημερήσια διάταξη συνοδεύεται από αιτιολόγηση ή από σχέδιο απόφασης προς έγκριση στη Γενική Συνέλευση και η αναθεωρημένη ημερήσια διάταξη δημοσιοποιείται κατά τον ίδιο τρόπο όπως η προηγούμενη ημερήσια διάταξη, δεκατρείς (13) ημέρες πριν από την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης και ταυτόχρονα τίθεται στη διάθεση των μετόχων στο διαδικτυακό τόπο της Εταιρείας, μαζί με την αιτιολόγηση ή το σχέδιο απόφασης που έχει υποβληθεί από τους μετόχους κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 4 του άρθρου 123.
3. Αν τα θέματα αυτά δεν δημοσιευθούν, οι αιτούντες μέτοχοι δικαιούνται να ζητήσουν την αναβολή της Γενικής Συνέλευσης, σύμφωνα με την παράγραφο 5 και να προβούν οι ίδιοι στη δημοσίευση, κατά τα οριζόμενα στο δεύτερο εδάφιο της παρούσας παραγράφου, με δαπάνη της Εταιρείας.

4. Μέτοχοι που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου έχουν το δικαίωμα να υποβάλλουν σχέδια αποφάσεων για θέματα που περιλαμβάνονται στην αρχική ή την τυχόν αναθεωρημένη ημερήσια διάταξη Γενικής Συνέλευσης. Η σχετική αίτηση πρέπει να περιέλθει στο Διοικητικό Συμβούλιο επτά (7) τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης, τα σχέδια δε αποφάσεων τίθενται στη διάθεση των μετόχων κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 123, έξι (6) τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης.
5. Το Διοικητικό Συμβούλιο δεν είναι υποχρεωμένο να προβαίνει στην εγγραφή θεμάτων στην ημερήσια διάταξη ούτε στη δημοσίευση ή γνωστοποίηση αυτών μαζί με αιτιολόγηση και με σχέδια αποφάσεων που υποβάλλονται από τους μετόχους, σύμφωνα με τις παραγράφους 2 και 3, αντίστοιχα, αν το περιεχόμενο αυτών έρχεται προφανώς σε αντίθεση με το νόμο ή τα χρηστά ήθη.
6. Με αίτηση μετόχου ή μετόχων που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, ο Πρόεδρος της Συνέλευσης υποχρεούται να αναβάλει μία μόνο φορά τη λήψη αποφάσεων από τη Γενική Συνέλευση, τακτική ή έκτακτη, για όλα ή ορισμένα θέματα, ορίζοντας ημέρα συνέχισης της Συνεδρίασης, αυτήν που ορίζεται στην αίτηση των μετόχων, η οποία όμως δεν μπορεί να απέχει περισσότερο από είκοσι (20) ημέρες από τη χρονολογία της αναβολής. Η ύστερα από αναβολή Γενική Συνέλευση αποτελεί συνέχιση της προηγούμενης και δεν απαιτείται η επανάληψη των διατυπώσεων δημοσίευσης της πρόσκλησης των μετόχων. Στη Συνέλευση αυτή μπορούν να μετέχουν και νέοι μέτοχοι, τηρουμένων των σχετικών διατυπώσεων συμμετοχής. Επίσης ισχύουν οι διατάξεις της παραγράφου 6 του άρθρου 124.
7. Ύστερα από αίτηση οποιουδήποτε μετόχου, που υποβάλλεται στην Εταιρεία πέντε (5) τουλάχιστον πλήρεις ημέρες πριν από τη Γενική Συνέλευση, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να παρέχει στη Γενική Συνέλευση τις αιτούμενες συγκεκριμένες πληροφορίες για τις υποθέσεις της Εταιρείας, στο μέτρο που αυτές είναι σχετικές με τα θέματα της ημερήσιας διάταξης. Υποχρέωση παροχής πληροφοριών δεν υφίσταται, όταν οι σχετικές

πληροφορίες διατίθενται ήδη στο διαδικτυακό τόπο της Εταιρείας, ιδίως με τη μορφή ερωτήσεων και απαντήσεων. Επίσης, με αίτηση μετόχων, που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να ανακοινώνει στη Γενική Συνέλευση, εφόσον είναι τακτική, τα ποσά που, κατά την τελευταία διετία, καταβλήθηκαν σε κάθε μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου ή τους διευθυντές της Εταιρείας, καθώς και κάθε παροχή προς τα πρόσωπα αυτά από οποιαδήποτε αιτία ή σύμβαση της Εταιρείας με αυτούς. Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αρνηθεί την παροχή των πληροφοριών για αποχρώντα ουσιώδη λόγο, ο οποίος αναγράφεται στα πρακτικά. Τέτοιος λόγος μπορεί να είναι, κατά τις περιστάσεις, η εκπροσώπηση των αιτούντων μετόχων στο Διοικητικό Συμβούλιο, σύμφωνα με τα άρθρα 79 ή 80. Στις περιπτώσεις της παρούσας παραγράφου το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να απαντήσει ενιαία σε αιτήσεις μετόχων με το ίδιο περιεχόμενο.

8. Ύστερα από αίτηση μετόχων, που εκπροσωπούν το ένα δέκατο (1/10) του καταβεβλημένου κεφαλαίου η οποία υποβάλλεται στην Εταιρεία μέσα στην προθεσμία της παραγράφου 6, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να παρέχει στη Γενική Συνέλευση πληροφορίες για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων και την περιουσιακή κατάσταση της Εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αρνηθεί την παροχή των πληροφοριών για αποχρώντα ουσιώδη λόγο, ο οποίος αναγράφεται στα πρακτικά. Τέτοιος λόγος μπορεί να είναι, κατά τις περιστάσεις, η εκπροσώπηση των αιτούντων μετόχων στο Διοικητικό Συμβούλιο, σύμφωνα με τα άρθρα 79 ή 80, εφόσον τα αντίστοιχα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν λάβει τη σχετική πληροφόρηση κατά τρόπο επαρκή.
9. Στις περιπτώσεις των παραγράφων 6 και 7 του παρόντος, τυχόν αμφισβήτηση ως προς το βάσιμο ή μη της αιτιολογίας άρνησης εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου παροχής των πληροφοριών, επιλύεται από το δικαστήριο με απόφασή του, που εκδίδεται κατά τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων. Με την ίδια απόφαση το δικαστήριο υποχρεώνει και την Εταιρεία να παράσχει τις πληροφορίες που αρνήθηκε. Η απόφαση δεν προσβάλλεται με ένδικα μέσα.

10. Ύστερα από αίτηση μετόχων, που εκπροσωπούν το ένα εικοστό (1/20) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, η ψηφοφορία σε κάποιο θέμα ή θέματα της ημερήσιας διάταξης ενεργείται με φανερή ψηφοφορία.
11. Ύστερα από αίτηση οποιουδήποτε μετόχου, υποβαλλόμενη κατά πάντα χρόνο, το Διοικητικό Συμβούλιο οφείλει μέσα σε είκοσι (20) ημέρες να πληροφορήσει το μέτοχο για το ύψος του κεφαλαίου της Εταιρείας, τις κατηγορίες των μετοχών που έχουν εκδοθεί και τον αριθμό των μετοχών κάθε κατηγορίας, ιδίως προνομιούχων, με τα δικαιώματα που κάθε κατηγορία παρέχει, καθώς και τις τυχόν δεσμευμένες μετοχές, τόσο κατά τον αριθμό τους όσο και τους περιορισμούς που προβλέπονται. Ο μέτοχος θα δικαιούται επίσης να πληροφορηθεί πόσες και τι είδους μετοχές διαθέτει ο ίδιος, όπως αυτές προκύπτουν από το βιβλίο μετόχων. Αν οι παραπάνω πληροφορίες είναι ήδη αναρτημένες στο διαδικτυακό τόπο της Εταιρείας, δεν απαιτείται να παρασχεθούν, θα πρέπει όμως να υποδειχθεί στο μέτοχο σε ποιο διαδικτυακό τόπο μπορεί να τις αναζητήσει. Η παρούσα παράγραφος δεν εφαρμόζεται στις εταιρείες με εισηγμένες μετοχές σε ρυθμιζόμενη αγορά.
12. Με την επιφύλαξη των διατάξεων για την προστασία των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα και με την προϋπόθεση ότι το προβλέπει το καταστατικό, κάθε μέτοχος μπορεί να ζητήσει να του χορηγηθεί πίνακας των μετόχων της Εταιρείας, με ένδειξη του ονοματεπωνύμου, της διεύθυνσης και του αριθμού μετοχών κάθε μετόχου. Η Εταιρεία δεν υποχρεούται να περιλάβει στον πίνακα μετόχους που κατέχουν μέχρι ένα εκατοστό (1%) του κεφαλαίου.
13. Σε όλες τις περιπτώσεις του παρόντος άρθρου οι αιτούντες μέτοχοι οφείλουν να αποδεικνύουν τη μετοχική τους ιδιότητα και, εκτός από τις περιπτώσεις του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 6 και της παραγράφου 10, τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν κατά την άσκηση του σχετικού δικαιώματος. Τέτοια απόδειξη αποτελεί και η κατάθεση των μετοχών τους, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 2 του άρθρου 124.

14. Η απόδειξη της μετοχικής ιδιότητας μπορεί να γίνεται με κάθε νόμιμο μέσο και πάντως βάσει ενημέρωσης που λαμβάνει η Εταιρεία από το κεντρικό αποθετήριο τίτλων, εφόσον παρέχει υπηρεσίες μητρώου, ή μέσω των συμμετεχόντων και εγγεγραμμένων διαμεσολαβητών στο κεντρικό αποθετήριο τίτλων σε κάθε άλλη περίπτωση.

Αίτηση έκτακτου ελέγχου (Άρθρο 142)

1. Μέτοχοι της Εταιρείας που αντιπροσωπεύουν το ένα εικοστό (1/20) τουλάχιστον του καταβεβλημένου κεφαλαίου έχουν δικαίωμα να ζητήσουν έκτακτο έλεγχο της Εταιρείας από το δικαστήριο, που δικάζει κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας.
2. Ο έλεγχος κατά την παράγραφο 1 διατάσσεται, αν πιθανολογούνται πράξεις που παραβιάζουν διατάξεις του νόμου ή του καταστατικού της Εταιρείας ή αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης. Σε κάθε περίπτωση, η αίτηση ελέγχου πρέπει να υποβάλλεται μέσα σε τρία (3) έτη από την έγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της χρήσης, εντός της οποίας τελέστηκαν οι καταγγελλόμενες πράξεις.
3. Μέτοχοι της Εταιρείας, που εκπροσωπούν το ένα πέμπτο (1/5) του καταβεβλημένου κεφαλαίου, δικαιούνται να ζητήσουν από το δικαστήριο τον έλεγχο της Εταιρείας, εφόσον από την όλη πορεία αυτής, αλλά και με βάση συγκεκριμένες ενδείξεις, καθίσταται πιστευτό ότι η διοίκηση των εταιρικών υποθέσεων δεν ασκείται όπως επιβάλλει η χρηστή και συνετή διαχείριση. Το καταστατικό μπορεί να μειώσει, όχι όμως πέραν του μισού, το ποσοστό του καταβεβλημένου κεφαλαίου που απαιτείται για την άσκηση του δικαιώματος της παρούσας παραγράφου.
4. Το δικαστήριο μπορεί να κρίνει ότι η εκπροσώπηση των αιτούντων μετόχων στο Διοικητικό Συμβούλιο, σύμφωνα με τα άρθρα 79 ή 80, δεν δικαιολογεί την αίτηση των μετόχων με βάση το παρόν άρθρο.
5. Επί του δικαιώματος των μετόχων να ζητήσουν τον έλεγχο εφαρμόζονται οι διατάξεις των παραγράφων 11 και 12 του άρθρου 141.

3 Ο Κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα

Ο κατασκευαστικός κλάδος αποτελούσε ανέκαθεν έναν από τους βασικότερους κινητήριους μοχλούς της ελληνικής οικονομίας. Οι δραστηριότητες κατασκευής κτιρίων και έργων υποδομής από τεχνικές και οικοδομικές επιχειρήσεις, καθώς και άλλες εξειδικευμένες κατασκευαστικές δραστηριότητες αποτελούν τη ραχοκοκαλιά του τομέα των κατασκευών ενώ στην ευρύτερη αλυσίδα εφοδιασμού των κατασκευών ενσωματώνονται και άλλες δραστηριότητες από τους κλάδους εξόρυξης, μεταποίησης, εμπορίου και υπηρεσιών (π.χ. μελετητικές καθώς και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας).

Από το 1990 μέχρι το 2007 ο κλάδος σημείωσε ταχεία ανάπτυξη, συμβάλλοντας σημαντικά στην μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας. Όμως, οι μακροοικονομικές συνθήκες και η προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής που ακολούθησαν την ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων και κυρίως την έλευση της χρηματοοικονομικής κρίσης είχαν καταλυτική επίδραση στην πορεία του κλάδου.

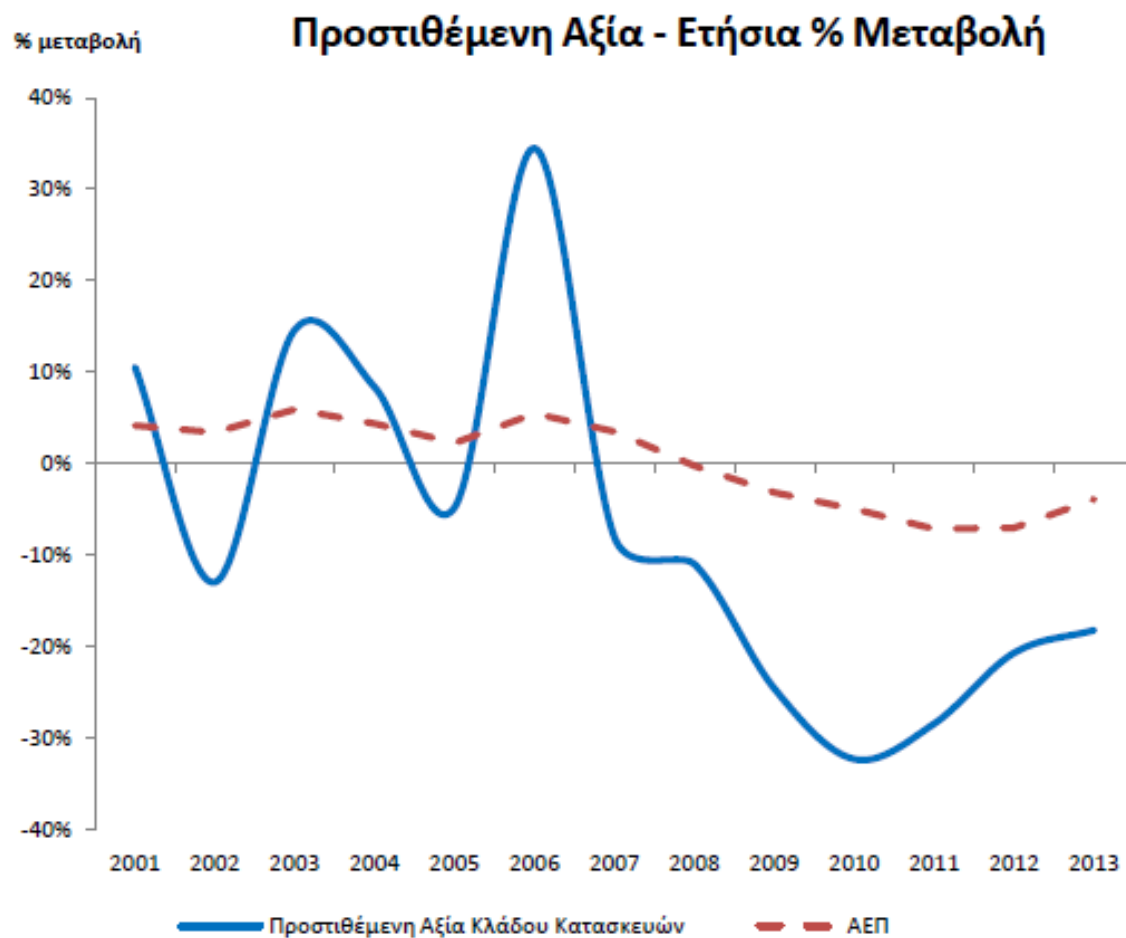
«Η προστιθέμενη αξία του στενού πυρήνα των κατασκευών μαζί με τις υπόλοιπες δραστηριότητες που εντάσσονται στον τομέα είχε διαμορφωθεί σε €22,5 δισ. ή 11% του ΑΕΠ το 2006. Ωστόσο, εξαιτίας της οικονομικής κρίσης η προστιθέμενη αξία των Κατασκευών είχε υποχωρήσει το 2013 σε €8,1 δισ., (περίπου 4% του ΑΕΠ). Σημαντική ήταν η επίπτωση της κρίσης και στην απασχόληση, η οποία περιλαμβάνει πλήθος ειδικοτήτων και επαγγελματιών. Συνολικά στον ευρύτερο τομέα των κατασκευών η απασχόληση διαμορφώθηκε το 2013 σε 287.000 άτομα (8,7% της συνολικής απασχόλησης), έναντι 589.000 το 2008 (13% της συνολικής απασχόλησης). Διαπιστώνεται, επομένως, ότι οι κατασκευές επηρεάστηκαν περισσότερο από οποιοδήποτε άλλο κλάδο από την κρίση που διέρχεται η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια.» (IOBE,2015)

Μέχρι το 2008 στη θετική πορεία του κλάδου συνέβαλλαν, σε μεγάλο βαθμό:

- η απορρόφηση πόρων για έργα υποδομής που χρηματοδοτήθηκαν στα πλαίσια των Κοινοτικών Πλαισίων Στήριξης (ΚΠΣ),
- η υλοποίηση των Ολυμπιακών έργων και η διαχρονική μεγέθυνση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας.

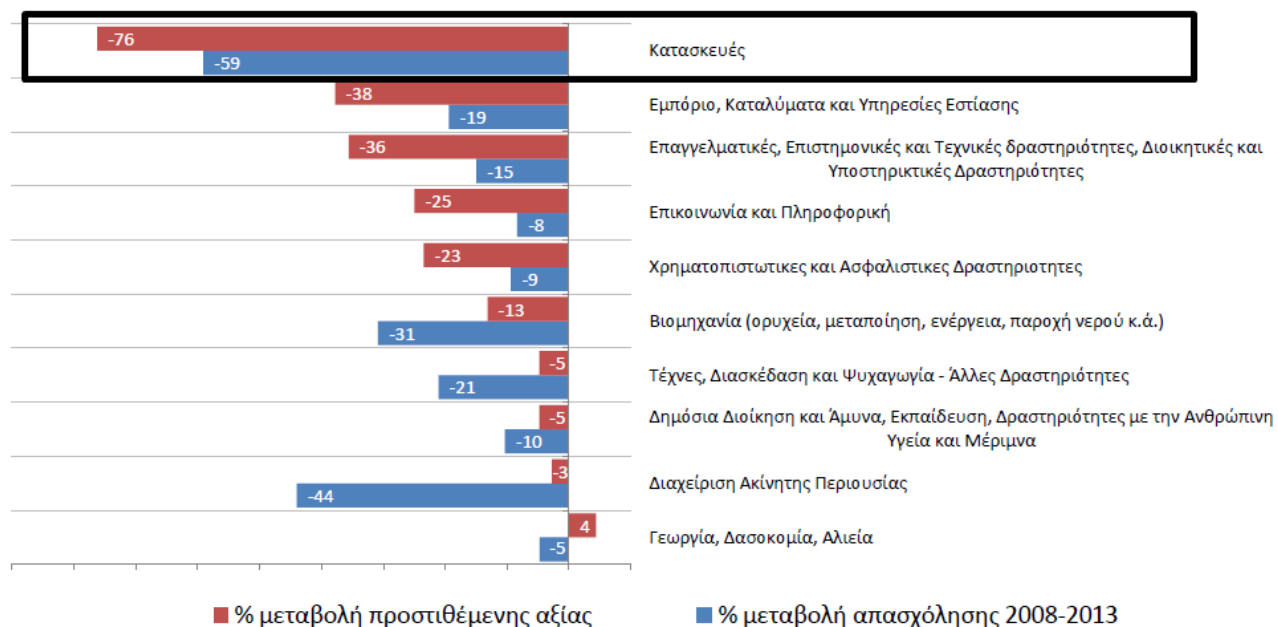
Οι κατασκευές λοιπόν ήταν ένας πυλώνας ανάπτυξης την περίοδο 2000 – 2008. Τα δεδομένα άλλαξαν μετά από αυτήν την περίοδο, με το ποσοστό του κλάδου στο ΑΕΠ να μειώνεται στο 2,7%

για την περίοδο 2009 - 2013. Στην περίοδο αυτής της ύφεσης η εξέλιξη της προστιθέμενης αξίας στον τομέα των κατασκευών απέκλινε κατά πολύ από το σύνολο των λοιπών κλάδων της οικονομίας, αφού οι κατασκευές υποχώρησαν κατά -76,3% την περίοδο 2008 – 2013, έναντι -23,5% της πτώσης του ΑΕΠ.



Διάγραμμα 3 – Προστιθέμενη αξία κλάδου κατασκευών, Πηγή: Eurostat

Η ύφεση επηρέασε όλους τους επιμέρους τομείς της οικονομίας, ενώ είχε πλήξει με σφοδρότητα τον τομέα των κατασκευών. Στην παρακάτω εικόνα φαίνεται η υποχώρηση κατά 76,3% της προστιθέμενης αξίας, καθώς και κατά 59,1% της απασχόλησης στον κλάδο.



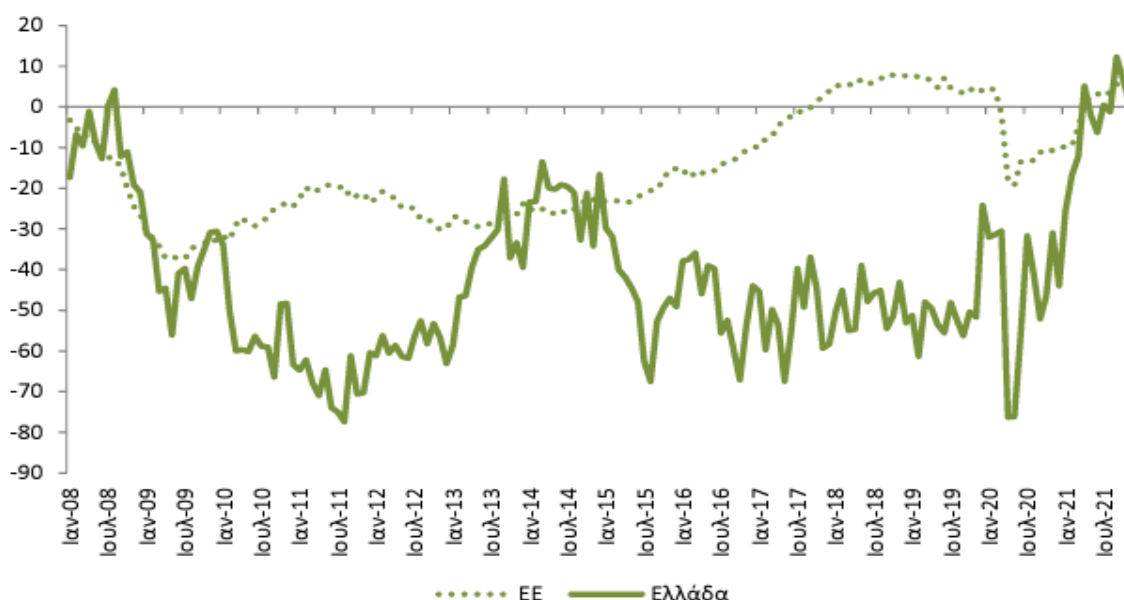
Διάγραμμα 4 – Ποσοστιαία μεταβολή προστιθέμενης αξίας και απασχόλησης 2008-2013, Πηγή: Eurostat

«Η συρρίκνωση των επενδύσεων σε κατοικίες και άλλα κατασκευαστικά έργα συντέλεσε στην περαιτέρω υποχώρηση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ. Οι μειωμένες επενδύσεις σε κατοικίες αφαίρεσαν από το ΑΕΠ περίπου 1,4 μονάδες ετησίως κατά μέσο όρο, ή διαφορετικά η ύφεση θα ήταν κατά 1,4 μονάδες ηπιότερη, αν δεν είχαν μειωθεί οι επενδύσεις σε κατοικίες, γεγονός που καταδεικνύει τη σημαντική συμβολή των Κατασκευών στην οικονομία. Εκτιμάται δηλαδή ότι περισσότερο από το 30% της ύφεσης συνδέεται με την πτώση των επενδύσεων στις κατασκευές.» (IOBE,2015)

Σύμφωνα με μελέτη του IOBE τον Ιούλιο του 2022, οι επιχειρηματικές προσδοκίες στις Κατασκευές στην Ελλάδα ήταν για μεγάλο χρονικό διάστημα αρνητικές και σε απόσταση από τον μέσο όρο της ΕΕ. Η βελτίωση των προσδοκιών από τα τέλη του 2019 διακόπηκε με την έναρξη της πανδημίας, όταν κλάδος των Κατασκευών παρουσίασε κατακόρυφη πτώση των προσδοκιών τον Μάιο του 2020, με μερική επαναφορά των επιχειρηματικών προσδοκιών τον Ιούλιο (εικόνα

6). Η επικείμενη ενεργοποίηση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ώθησε τις προσδοκίες του κλάδου σε θετικό έδαφος τον Απρίλιο του 2021, για πρώτη φορά μετά τα τέλη του 2008, και τις έφερε σε συμπίεση με τις μέσες προσδοκίες στις Κατασκευές στην ΕΕ.

Επιχειρηματικές προσδοκίες στις Κατασκευές



Διάγραμμα 5 – Επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές, Πηγή Προοπτικές ανάπτυξης και ανάγκες χρηματοδότησης του τομέα των Κατασκευών, IOBE, Ιούλιος 2022

3.1 Οι παράγοντες που διαμορφώνουν το περιβάλλον των Κατασκευών

Όπως αναφέρεται σε μελέτη του IOBE (2015), Ο τομέας των κατασκευών επηρεάζεται από πληθώρα οικονομικών, ρυθμιστικών και διαρθρωτικών παραγόντων, αρκετοί από τους οποίους είχαν μεταβληθεί άρδην στη διάρκεια της κρίσης. Παρακάτω περιγράφονται οι σημαντικότεροι παράγοντες που διαμορφώνουν το περιβάλλον των Κατασκευών και αναλύεται η επίπτωσή τους στην πορεία εξέλιξης των Κατασκευών στην Ελλάδα.

Οικονομικοί Παράγοντες

➤ Προοπτικές Οικονομίας

Η επενδυτική δραστηριότητα είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις κατασκευές. Οι επενδύσεις που γίνονται σε υποδομές, κατοικίες και εξοπλισμό, αλλά και η

κατασκευαστική δραστηριότητα που πραγματεύεται τις επενδύσεις αυτές, προσδιορίζονται σημαντικά από τη μακροοικονομία και παράγοντες όπως τα επιτόκια, η ανεργία, καθώς και από τις επικείμενες οικονομικές προσδοκίες. Ο χαρακτήρας της επενδυτικής δραστηριότητας είναι ευμετάβλητος, ενώ τελικώς φαίνεται πως καθορίζει τις οικονομικές επιδόσεις καθώς αλληλεπιδρά με την μακροοικονομία. Αυτό το φαινόμενο, έχει ως αποτέλεσμα τελικώς, το επενδυτικό μέγεθος καθώς και ο όγκος της κατασκευαστικής δραστηριότητας να φέρουν σημαντικότερη επίδραση στον τομέα της ανάπτυξης.

➤ **Χρηματοδοτικοί Πόροι**

Η κινητικότητα στον κατασκευαστικό κλάδο συσχετίζεται σημαντικά με το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), καθώς τόσο οι οικονομικές επιδόσεις όσο και οι επενδυτικές κινήσεις επηρεάζονται από τη χρηματοδοτική δυναμική δημόσιων και ιδιωτικών επενδυτικών πρωτοβουλιών. Το ΠΔΕ περιλαμβάνει ουσιαστικά τη συνιστώσα της κρατικής ζήτησης για την κατασκευή έργων υποδομής, όπως τα οδικά δίκτυα, τα λιμάνια και τα αεροδρόμια καθώς και παράγοντες όπως η ευκολία αλλά και το κόστος πρόσβασης τόσο των νοικοκυριών όσο και των επιχειρήσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (όπως τα επιχειρηματικά δάνεια ή η στεγαστική πίστη. Πρόκειται για ένα αναπτυξιακό εργαλείο, που συχνά η εφαρμογή του αποκτά περιφερειακό χαρακτήρα, λόγω του μεγάλου όγκου έργων που υλοποιούνται στα πλαίσια της περιφέρειας της χώρας ενώ παράλληλα, συμβάλλει στην απασχόληση τόσο εξειδικευμένου όσο και μη ειδικού προσωπικού, στη βελτίωση διαφόρων τεχνολογικών μέσων αλλά και στην εξέλιξη της τεχνογνωσίας

➤ **Απόδοση Επένδυσης σε Ακίνητα**

Μία από τις πιο σημαίνουσες μεταβλητές για την πορεία του κατασκευαστικού τομέα είναι και η απόδοση των ακινήτων καθώς επιδρά τόσο στην απόφαση περί επένδυσης σε νέα έργα, επηρεάζοντας κατά συνέπεια την αντίστοιχη κινητικότητα και επιφέροντας αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον, όσο και την απόφαση επένδυσης σε παλαιότερα ακίνητα. Η απόδοση εκτιμάται ως το ποσοστό των ετήσιων εσόδων, πραγματικών ή τεκμαρτών, προς την τιμή που έχει το ακίνητο, με την προσθήκη του εκάστοτε

κεφαλαιακού κέρδους ή ζημίας. Όπως γίνεται αντιληπτό, ο παράγοντας της απόδοσης των ακινήτων επηρεάζεται από πληθώρα μεταβλητών, όπως οι διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων και των μισθωμάτων, η φορολογία των εισοδημάτων από τα ακίνητα και οι λοιποί επιβαλλόμενοι φόροι

➤ **Φορολογία ακινήτων**

Σημαντικό ρόλο στη πορεία της κατασκευαστικής δραστηριότητας διαδραματίζει και η φορολογική πολιτική. Το ρευστό φορολογικό σύστημα με τις συχνές μεταβολές στους φορολογικούς συντελεστές, και κυρίως η αύξησή του (ΦΠΑ), αλλά και η επιβολή νέων φόρων στα ακίνητα (ΕΕΤΗΔΕ, ΕΝΦΙΑ), μείωνει τις αποδόσεις των ακινήτων και οδηγεί σε υποχώρηση της οικοδομικής αλλά και εν γένει της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Θεσμικοί Παράγοντες

➤ **Γραφειοκρατικά Εμπόδια**

Τα γραφειοκρατικά εμπόδια κατά τη διάρκεια κατασκευής κτισμάτων στην Ελλάδα ήταν και παραμένουν σημαντικά. Η εμπειρία των προηγούμενων ετών αναδεικνύει την ένταση του προβλήματος. Στην Ελλάδα απαιτούνται περίπου 18 διαδικασίες για την τελική αποπεράτωση μιας αποθήκης, έναντι περίπου 12 κατά μέσο όρο στις χώρες της ΕΕ. Οι πολυάριθμες διαδικασίες αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα, αυξάνοντας τον χρόνο κατασκευής αλλά και το κόστος αποπεράτωσης. Επιπλέον το άκαμπτο και συχνά ασαφές ρυθμιστικό πλαίσιο επιτρέπει την ανάπτυξη φαινομένων παραοικονομίας και διαφθοράς.

➤ **Χωροταξικός και Πολεοδομικός Σχεδιασμός**

Η κατασκευαστική δραστηριότητα είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με το χώρο στον οποίο αναπτύσσονται οι οικονομικές και κοινωνικές δραστηριότητες. Ο χωροταξικός σχεδιασμός, θέτει το ευρύτερο πλαίσιο των κανόνων και των πολιτικών που έχουν άμεσες επιδράσεις στον χώρο, και κατά συνέπεια επηρεάζει σημαντικά τον τομέα των κατασκευών και την ανάπτυξη οικονομικών δραστηριοτήτων που συνδέονται με τα ακίνητα.

Ο χωροταξικός σχεδιασμός επιδρά καταλυτικά στη δυνατότητα αξιοποίησης των ακινήτων και άρα στην αξία τους. Η επίδραση αυτή επιτυγχάνεται, ενδεικτικά, μέσω της απόδοσης χρήσεων γης και όρων δόμησης, των μηχανισμών πολεοδόμησης που προσδιορίζονται για κάθε περιοχή και των διαδικασιών που ακολουθούνται για τις πολεοδομικές

αδειοδοτήσεις, (π.χ. κεντρική διοίκηση ή οικείες πολεοδομίες και υπηρεσίες των περιφερειών), οι οποίες καθορίζουν τους χρόνους, της ευελιξίας της πολεοδομικής νομοθεσίας κ.ά.

➤ **Εκμετάλλευση Δημοσίου Χώρου**

Το δομημένο περιβάλλον αποτελεί σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης της αξίας των ακινήτων και ενσωματώνει πλήθος παραμέτρων, όπως είναι το πράσινο, η ρυμοτομία, ο θόρυβος, η προσέγγιση σε κεντρικά σημεία συγκοινωνιών κ.ά. Για παράδειγμα, παρά τη σημαντική αναβάθμιση του αστικού ιστού, λόγω επέκτασης των γραμμών του μετρό, τη δημιουργία κεντρικών οδικών αρτηριών (Αττική οδός) κ.ά., το δομημένο περιβάλλον στην Αθήνα δεν θεωρείται ποιοτικό.

➤ **Δημόσια Έργα**

Το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) αποτελεί πάντα ένα αναπτυξιακό εργαλείο, με συνεισφορά στην ανάπτυξη τεχνογνωσίας αλλά και στην περιφερειακή ανάπτυξη.

Διαρθρωτικοί Παράγοντες

➤ **Παραγωγική Δομή και Επιδόσεις**

Η παραγωγική δομή και οι επιδόσεις του κλάδου ορίζεται από τον αριθμό των επιχειρήσεων, το κόστος παραγωγής τους και τον κύκλο εργασιών και τα κέρδη τους.

➤ **Εργατικό Δυναμικό**

Στον κατασκευαστικό κλάδο συμπεριλαμβάνονται 86 επαγγελματικές ομάδες, οι οποίες διακρίνονται σε περισσότερα από 150 επαγγέλματα. Το 65% των κατασκευών, απευθύνεται σε 11 επαγγελματικές κατηγορίες, ενώ ο κλάδος κινεί ποσοστό μεγαλύτερο από το ήμισυ του συνόλου της απασχόλησης στην οικονομία. Τα προαναφερθέντα αναδεικνύουν και τη σημασία του εν λόγω κλάδου στη διατήρηση και συνέχιση αρκετών επαγγελματικών ομάδων

➤ **Κτηριακό Απόθεμα**

Το μέγεθος και η κατάσταση του κτηριακού αποθέματος προσδιορίζει τις ανάγκες ανάπτυξης ή ανακαίνισης κτηρίων και κατοικιών. Έτσι, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον

για τον κατασκευαστικό κλάδο, καθώς εσωκλείει δυνητικά οφέλη, λόγω παλαιότητας αλλά και φθοράς ενός μεγάλου τμήματος του.

3.2 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007 και η Πανδημία COVID-19

Το έτος 2007, ή αλλιώς το έτος της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης, αποτέλεσε το εφελτήριο μίας παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης που εξαπλώθηκε στον ευρύτερο τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα, με «γραμμή εκκίνησης» τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Το αποτέλεσμα της εν λόγω χρηματοπιστωτικής κρίσης προκάλεσε έναν καταρράκτη γεγονότων που επέφερε την Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 2008 και κυρίως σε τομείς της πραγματικής οικονομίας διεθνώς. Η έλλειψη ρευστότητας προκάλεσε πιστωτική κρίση, η οποία και κατέστη πρόδηλη στους χρηματιστηριακούς δείκτες των ανεπτυγμένων χωρών, ενώ αξιοσημείωτο ήταν το γεγονός ότι πολλά από τα χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά εξαιτίας των σημαντικών απωλειών και διαρροών από τις πωλήσεις των επενδυτικών κύκλων. Σύμφωνα με τους αναλυτές, επηρεάστηκαν σημαντικοί οικονομικοί κλάδοι, όπως ο εμπορικός, ο κατασκευαστικός, ο τραπεζικός ενώ άμεσες ήταν και οι επιδράσεις που προκλήθηκαν σε άλλες συνιστώσες όπως η υποτίμηση των νομισμάτων και η αύξηση της ανεργίας. Η Παγκόσμια Οικονομική ύφεση του 2008, συχνά παρομοιάζεται με την αντίστοιχη ύφεση που σημειώθηκε το 1929, καθώς και τότε, οι ρυθμοί ανάπτυξης παρουσίασαν υποχώρηση ενώ τα δημοσιονομικά των εκάστοτε χωρών παρουσίασαν το ενδεχόμενο της εκτροπής (Κολλίντζας, Ψαλιδόπουλος, Καραμούζης, Γκίκας, «*Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές*» Νοέμβριος 2009)

Στα πλαίσια της πραγματικής ελληνικής οικονομίας, η κρίση κατέστη σύντομα πρόδηλη, καθώς τα κρατικά έσοδα αυξήθηκαν στα 39,2 δις ευρώ, ενώ ο στόχος αφορούσε τα 41,6 δις ευρώ. Παράλληλα, στην Ελλάδα καταγράφηκαν και οι υψηλότερες απώλειες στις βιομηχανικές παραγγελίες στα πλαίσια της Ευρωζώνης, που προσέγγισαν έως και το 10%. Ωστόσο, η κρίση δεν άφησε ανέπαφη ακόμη και τη Γαλλία που σημείωσε απώλειες της τάξεως του 7%. Στο ακόλουθο χρονικό διάστημα, η Ελλάδα άρχισε να βιώνει τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης που ήδη σκιαγραφούνταν με τη μείωση των έργων που παρατηρήθηκε κατά την περίοδο μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Ωστόσο, επιδείνωση αναμένονταν και στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων τόσο ως προς τις εργασίες όσο και ως προς τη συνολική απασχόληση. Όπως καθίσταται αντιληπτό, η επερχόμενη ύφεση αλλά και κρίση αξιών, επέφερε σημαντική μειωτική τάση στις θέσεις εργασίας αλλά και στα ημερομίσθια των εργαζομένων. Από τα ανωτέρω, εύκολα γίνεται

κατανοητή η συμβολή του κατασκευαστικού κλάδου τόσο στην οικονομία, όσο και σε λοιπές εκφάνσεις της καθημερινότητας, όπως η απασχόληση. (Κολλίντζας, Ψαλιδόπουλος, Καραμούζης, Γκίκας, «Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές» Νοέμβριος 2009)

Στα τέλη του Δεκεμβρίου 2019 εμφανίστηκε στην Κίνα το νέο στέλεχος κορωνοϊού SARS-CoV-2, το οποίο προκαλεί την ασθένεια του κορωνοϊού (COVID-19). Κατά τους επόμενους μήνες, η ασθένεια του κορωνοϊού (COVID-19) εξαπλώθηκε ραγδαία παγκοσμίως και στις 11 Μαρτίου 2020 ο Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας ανακήρυξε το ξέσπασμα του κορωνοϊού (COVID-19) ως πανδημία. Η πανδημία του COVID-19 οδήγησε σε πρωτοφανή κρίση στην παγκόσμια υγεία και οικονομία. Στην Ελλάδα, ο ιός εντοπίστηκε για πρώτη φορά στα τέλη Φεβρουαρίου 2020, οδηγώντας σε εθνική καραντίνα. Στις αρχές Μαΐου, ξεκίνησε μία σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών της καραντίνας, η οποία συνεχίστηκε έως τον Ιούνιο. Κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού, ωστόσο, η αύξηση των κρουσμάτων COVID-19 στην Ελλάδα οδήγησε στην πρόωρη λήξη της τουριστικής περιόδου και την επαναφορά περιοριστικών μέτρων. Μέτρα περιορισμένης επαναλειτουργίας των καταστημάτων εφαρμόστηκαν κατά την εορταστική περίοδο των Χριστουγέννων.

Στο πλαίσιο της προστασίας της δημόσιας υγείας, πολλές χώρες υιοθέτησαν έκτακτα, προσωρινά και δαπανηρά μέτρα περιορισμού (ορισμένες χώρες έχουν απαιτήσει από τις εταιρείες να περιορίσουν ή και να αναστείλουν τις συνήθειες επιχειρηματικές τους δραστηριότητες). Η Ελληνική Κυβέρνηση στην προσπάθειά της να κρατήσει σε χαμηλά επίπεδα τα κρούσματα και τους θανάτους μέχρι και το χρονικό όριο που θα ήταν εφικτός ο εμβολιασμός ενός μεγάλου ποσοστού του πληθυσμού, προχώρησε στην λήψη αυστηρότερων μέτρων σε σχέση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, λαμβάνοντας επαναλαμβανόμενα περιοριστικά μέτρα στους τομείς του τουρισμού, του εμπορίου, της εστίασης και της διασκέδασης. Για τη στήριξη των εργαζομένων και των πληττομένων επιχειρήσεων προχώρησε στη λήψη δημοσιονομικών μέτρων μέσω συνδυασμένων ενεργειών διαφύλαξης της απασχόλησης και της αναστολής πληρωμών υποχρεώσεων, σε μέτρα τα οποία περιόρισαν το αρνητικό αποτύπωμα των επιπτώσεων της οικονομίας.

Το σύνολο των μέτρων αυτών είχε σαν αποτέλεσμα σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος να καταμετρηθεί ύφεση στην Ελληνική Οικονομία ύψους 8,2% για το 2020, ενώ σε επίπεδο Ευρωζώνης η οικονομία κατέγραψε συρρίκνωση κατά 6,6%.

Η ύπαρξη των επιπτώσεων της πανδημίας σε παγκόσμιο επίπεδο είχε σαν αποτέλεσμα, η Ευρωπαϊκή Ένωση να υποχρεωθεί στο πλαίσιο της αντιμετώπισης των επιπτώσεων αυτών στην Ευρωπαϊκή Οικονομία από την πανδημία του COVID-19, να εγκρίνει χρηματοδοτήσεις ύψους 1.824 δισ. ευρώ για την ενίσχυση των μελών της. Η Ελλάδα από το σύνολο των χρηματοδοτήσεων αυτών αναμένεται να αντλήσει 72 δισ. ευρώ, 31 δισ. ευρώ μέσω του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (18 δισ. ευρώ υπό τη μορφή επιδοτήσεων, 13 δισ. ευρώ υπό την μορφή δανείων) και 40 δισ. ευρώ μέσω του Ταμείου Συνοχής Ε.Σ.Π.Α. για την περίοδο 2021-2027.

Το ξέσπασμα της πανδημίας COVID-19 επηρέασε εύλογα και τον κλάδο των Κατασκευών. Αν και η κατασκευαστική δραστηριότητα δεν διακόπηκε, ο κλάδος των Κατασκευών επηρεάστηκε από καθυστερήσεις στην εκτέλεση των συμβάσεων και από την αύξηση του κόστους υλοποίησης των έργων – λόγω της εφαρμογής των περιοριστικών μέτρων, ορισμένων αρρυθμιών στην αλυσίδα εφοδιασμού υλικών και της ανάγκης για λήψη μέτρων προστασίας του ανθρώπινου δυναμικού. Η βαθιά ύφεση στην ελληνική οικονομία το 2020 επηρέασε διαφορετικά τους επιμέρους κλάδους σε όρους κύκλου εργασιών και απασχόλησης. Το μεγαλύτερο πλήγμα δέχθηκαν οι κλάδοι που η δραστηριότητά τους τέθηκε σε αναστολή ή ήταν αδύνατη η λειτουργία τους εν μέσω εξάπλωσης της πανδημίας, όπως ο Τουρισμός και η Εστίαση και οι Μεταφορές ευρύτερα. Ο κλάδος των Κατασκευών το 2020 παρουσίασε μείωση του κύκλου εργασιών κατά 5,8% σε σύγκριση με το 2019, ενώ οι θέσεις εργασίας στις Κατασκευές μειώθηκαν κατά 3,4% έναντι 1,3% στο σύνολο της οικονομίας.

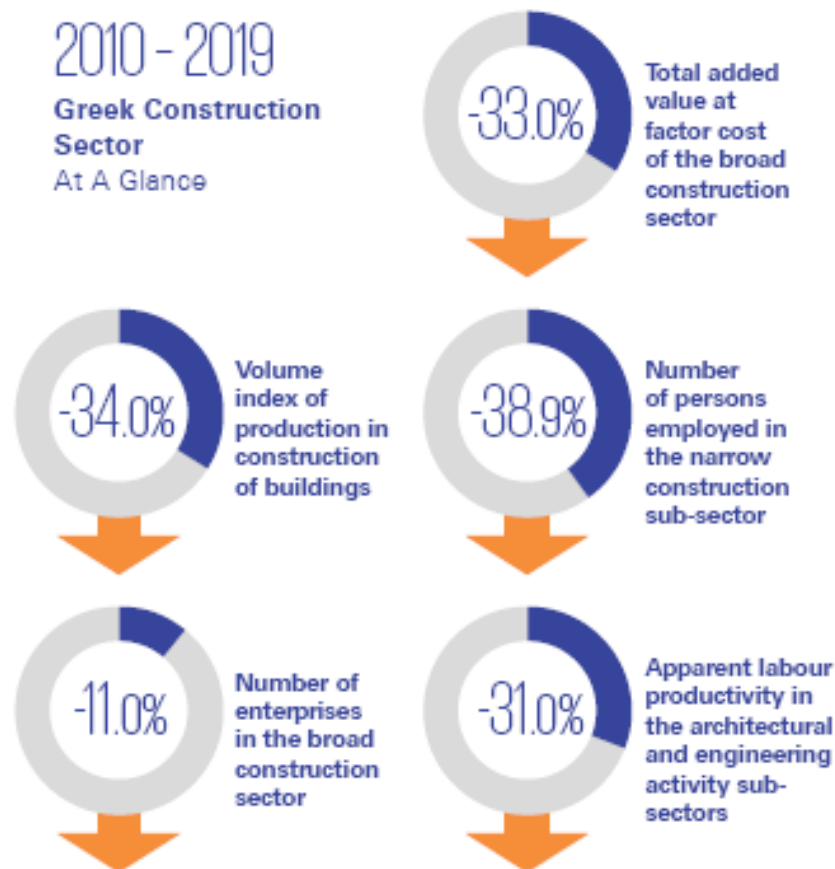
3.3 Επενδύσεις του κατασκευαστικού κλάδου

Κατά την περίοδο 2000 – 2008 σημαντικό τμήμα των επενδύσεων της οικονομίας αφορούσε σε κατασκευές (60%), το οποίο υποχώρησε σημαντικά μετά το 2009. Στο παρακάτω γράφημα το οποίο βασίστηκε σε στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, βλέπουμε την εξέλιξη της ετήσιας μεταβολής του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, για την περίοδο 2009 – 2022, στο οποίο μπορούμε εύκολα να δούμε ότι μετά το 2009 η μη ύπαρξη επενδυτικών κεφαλαίων συνέβαλε στην μείωση παραγωγής στον τομέα των κατασκευών.



Διάγραμμα 6 – Ετήσια μεταβολή δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, Πηγή δεδομένων ΕΛΣΤΑΤ

Σύμφωνα με μελέτη της KPMG (*The future of real estate and construction*, 2022), ο ελληνικός κατασκευαστικός κλάδος έχει ακόμη πολύ δρόμο να διανύσει για να επιστρέψει στα προ της χρηματοπιστωτικής κρίσης επίπεδα. Ο συνολικός κύκλος εργασιών στον ευρύτερο κατασκευαστικό τομέα μειώθηκε κατά 11,6% την περίοδο 2010-2019, φθάνοντας τα 20,3 δισ. ευρώ το 2019, ενώ η συνολική προστιθέμενη αξία κατά 33,0% (9,0 δισ. ευρώ το 2019). Η παγκόσμια έξαρση της πανδημίας COVID-19 έχει επηρεάσει επιπλέον τον ελληνικό κατασκευαστικό τομέα, λόγω καθυστερήσεων συμβάσεων και κόστους επανεκκίνησης και αναδιοργάνωσης των εργοταξίων. Ωστόσο, ο κατασκευαστικός τομέας αναμένεται να ανακάμψει από τις βραχυπρόθεσμες αναταράξεις, καθώς η οικονομία ανοίγει σταδιακά και η κυβέρνηση επικεντρώνεται εκ νέου σε μέτρα που σχετίζονται με τη στέγαση και τις υποδομές. Το 2ο τρίμηνο του 2021, η παραγωγή στον τομέα των κατασκευών αυξήθηκε κατά 29,6% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο της προηγούμενης χρονιάς και 16,1% σε σχέση με το προηγούμενο έτος συνολικά. Στην παρακάτω εικόνα παρουσιάζεται η κατάσταση του ελληνικού κατασκευαστικού κλάδου για την περίοδο 2010-2019:



Εικόνα 2 – Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG

Όπως φαίνεται λοιπόν στην παραπάνω εικόνα, η συνολική προστιθέμενη αξία σε τιμές συντελεστών παραγωγής του ευρύτερου κατασκευαστικού τομέα μειώθηκε στην διάρκεια αυτής της δεκαετίας κατά 33%. Ο δείκτης όγκου παραγωγής στην κατασκευή κτιρίων μειώθηκε με τη σειρά του κατά 34% και ο αριθμός επιχειρήσεων στον ευρύ κατασκευαστικό τομέα κατά 11%. Κατά συνέπεια η παραγωγικότητα στους υπο-τομείς της αρχιτεκτονικής και της μηχανικής δραστηριότητας συρρικνώθηκε κατά 31% και κατά 38,9% μειώθηκε ο αριθμός των εργαζομένων στο σύνολο του κλάδου.

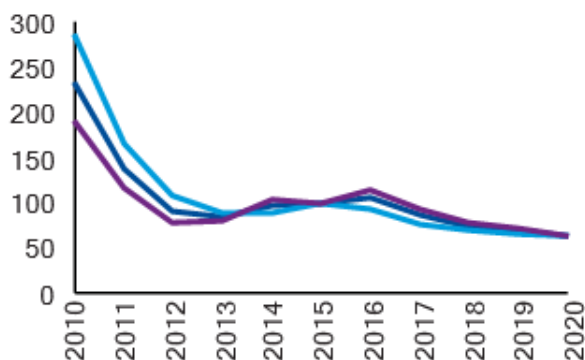
Το μερίδιο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας των κατασκευαστικών και κτηματομεσιτικών δραστηριοτήτων στο ΑΕΠ ανήλθε σε 16,4% το 2019. Τα τελευταία χρόνια, έχουν ληφθεί διάφορα

κυβερνητικά μέτρα για τη στήριξη της αγοράς κατοικίας και της κατασκευαστικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και την προσέλκυση εγχώριων και ξένων επενδύσεων, όπως:

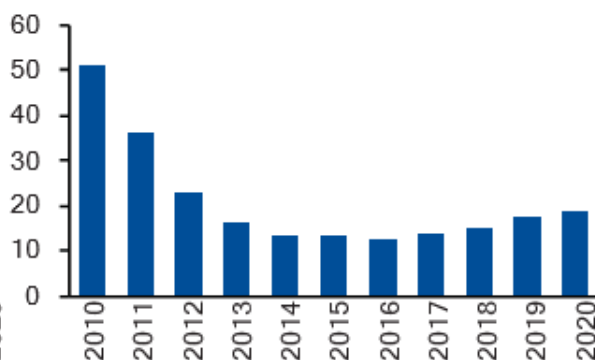
- Χορήγηση σε επενδυτές εκτός ΕΕ πενταετούς δικαιώματος διαμονής με την αγορά ακινήτων αξίας τουλάχιστον 250 χιλιάδων ευρώ (πρόγραμμα Golden Visa)
- Φορολογικά κίνητρα σε φυσικά πρόσωπα που μεταφέρουν τη φορολογική τους κατοικία στην Ελλάδα, εφόσον επενδύσουν 500 χιλιάδες ευρώ εντός 3 ετών σε ακίνητα ή εταιρείες που εδρεύουν στην Ελλάδα
- Μείωση του ενιαίου φόρου ακίνητης περιουσίας (ΕΝΦΙΑ)
- Αναστολή τριετούς καταβολής ΦΠΑ για νέες οικοδομικές άδειες
- 40% έκπτωση φόρου για δαπάνες που σχετίζονται με τη λήψη υπηρεσιών ενεργειακής, λειτουργικής και αισθητικής αναβάθμισης κτιρίων

Στα παρακάτω διαγράμματα παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη όγκου παραγωγής των κατασκευών καθώς και αριθμός (σε χιλιάδες) των οικοδομικών αδειών που είχαν εκδοθεί στη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 2010-2020. Όπως φαίνεται λοιπόν και από τα διαγράμματα η μείωση των δύο μεγεθών ήταν σημαντική, και όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ο δείκτης του όγκου παραγωγής μειώθηκε κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 30%, με τον αριθμό των οικοδομικών αδειών σε ιδιωτικά ακίνητα να ξεκινάει στην αρχή της δεκαετίας με πενήντα χιλιάδες (50.000), να μειώνεται στις δεκαπέντε χιλιάδες (15.000) στην μέση της περιόδου μελέτης, και να φτάνει τις είκοσι χιλιάδες (20.000) στο τέλος της δεκαετίας. Πρέπει να σημειωθεί βέβαια, ότι οι εκδοθείσες οικοδομικές άδειες δεν συμβαδίζει απαραίτητα με την υλοποίηση των έργων, καθώς για πολλά από αυτά η έκδοση της άδειας οικοδομής δεν σημαίνει απαραίτητα και ολοκλήρωση του έργου. Η απουσία ρευστότητας χρημάτων κατά την περίοδο αυτή, συντέλεσε στην μη υλοποίηση έργων. Βλέπουμε λοιπόν ότι και αριθμός των αδειών που εκδόθηκαν μειώθηκε ποσοστιαία κατά 40%.

Volume index of production in Construction¹



Private Building No. of Permits² (thousands)



— Construction — Buildings — Civil engineering works

1 Source: Eurostat, Volume index of production calendar adjusted, 2015=100

2 Source: Published financial statements.

Διάγραμμα 7 - Πορεία του δείκτη όγκου παραγωγής των κατασκευών και αριθμός (σε χιλιάδες) των οικοδομικών αδειών, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG

Εν τω μεταξύ, οι επενδύσεις σε μη οικιστικές κατασκευές και έργα πολιτικού μηχανικού, αυξήθηκαν κατά 2,8% μεταξύ 2015-2019. Η εστίαση των επόμενων ετών μετατοπίζεται προς την ιδιωτικοποίηση των περιφερειακών λιμένων, υποστηριζόμενη από χρηματοδότηση της ΕΕ, μαζί με σημαντικές ανακαινίσεις και αναθεωρήσεις στο δίκτυο αυτοκινητοδρόμων, σιδηροδρόμων και λιμένων. Περίπου 7,4 δισεκατομμύρια ευρώ επενδύονται σε σιδηροδρομικά έργα και 4,3 δισεκατομμύρια ευρώ σε αυτοκινητόδρομους.

Μερικά από τα επόμενα μεγάλα αναπτυξιακά έργα / έργα υποδομής που βρίσκονται σε εξέλιξη στις μέρες μας:

- **Το έργο του Ελληνικού**, είναι σήμερα το μεγαλύτερο αναπτυξιακό έργο της Ελλάδας. Πρόκειται για επένδυση 8 δισεκατομμυρίων ευρώ στο παροπλισμένο αεροδρόμιο του Ελληνικού, με στόχο αυτό το έργο ανάπτυξης να μεταμορφώσει το παλιό αεροδρόμιο του Ελληνικού στο μεγαλύτερο αστικό κέντρο της Ευρώπης. Η ολοκλήρωση του έργου αναμένεται να προσθέσει περίπου 2,4% στο ΑΕΠ της χώρας, καθώς και να προσφέρει περίπου εβδομήντα πέντε χιλιάδες (75.000) θέσεις εργασίας.
- **Ο Αυτοκινητόδρομος 90** (ονομασία Βόρειος Οδικός Άξονας Κρήτης, ΒΟΑΚ). είναι η μακρύτερη οδός του Εθνικού Οδικού Δικτύου της Κρήτης, με μήκος 320 χιλιόμετρα

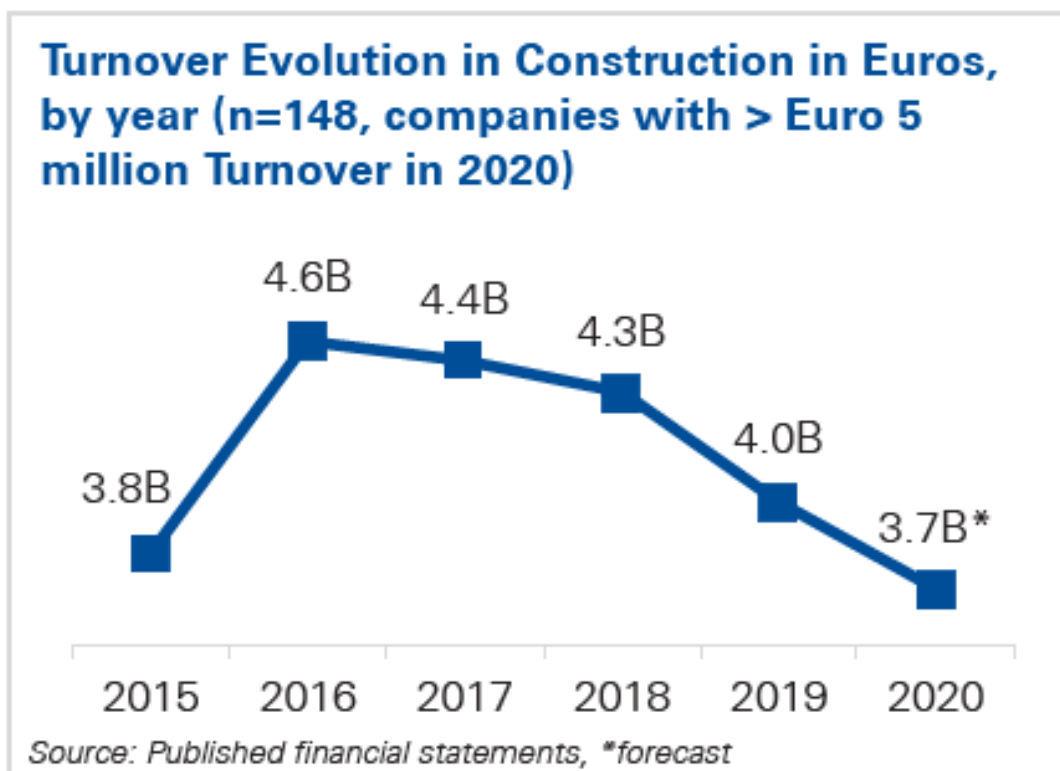
περίπου (Παλαιά Εθνική οδός) και 240 (Νέα Εθνική Οδός). Συνδέει το Καστέλλι Κισσάμου με την Σητεία και αποτελεί τμήμα του Διευρωπαϊκού δικτύου της Ελλάδας. Το έργο αναμένεται να ολοκληρωθεί το 2028.

- **Γραμμή 4 του μετρό Αθηνών**, ένα έργο που χρηματοδοτείται από πόρους του ΕΣΠΑ, κόστους 1,5 δις. Ευρώ. Η γραμμή αυτή θα περνά από πέντε πυκνοκατοικημένες περιοχές του Δήμου Αθηναίων, και θα εξυπηρετεί περίπου πεντακόσιους τριάντα χιλιάδες (530.000) επιβάτες την ημέρα. Η ολοκλήρωσή του αναμένεται το 2028.
- **Σιδηρόδρομος Θεσσαλονίκη-Τοξότες**. Η σιδηροδρομική σύνδεση της Θεσσαλονίκης με το νέο λιμάνι της Καβάλας και τους Τοξότες Ξάνθης (206 χιλιόμετρα), αποτελεί ένα έργο προϋπολογισμού ύψους 1,3 δις. Ευρώ και θα ενισχύσει την συνδεσιμότητα μεταξύ του βορειότερου τμήματος της χώρας, προς την Βουλγαρία και την Τουρκία.
- **Νέες γραμμές προαστιακού σιδηροδρόμου**. Η κατασκευή νέων γραμμών του προαστιακού σιδηροδρόμου στο τμήμα από τον κόμβο Κορωπίου προς το Λαύριο και το λιμάνι του Λαυρίου (391 εκατ. Ευρώ.), και η σύνδεση της Ραφήνας και του λιμανιού της με τον υφιστάμενο σιδηροδρομικό δίκτυο (309 εκατ. Ευρώ).
- **Το νέο αεροδρόμιο Καστελλίου στην Κρήτη**, το οποίο θα αντικαταστήσει το 2^ο μεγαλύτερο αεροδρόμιο της Ελλάδας και θα εξυπηρετεί περίπου δεκαπέντε εκατομμύρια επιβάτες ετησίως. Το έργο έχει κοστολογηθεί στα 480 εκατ. ευρώ και αναμένεται να δημιουργήσει από 7 έως 7.5 χιλιάδες νέες θέσεις εργασίας, και ανάγκη για ακόμη 35 έως 37 χιλιάδες θέσεις σχετικές με τον τουρισμό και το εμπόριο. Το αεροδρόμιο έχει προγραμματιστεί να λειτουργεί το 2025.

Ο κατασκευαστικός τομέας αντικατοπτρίζει συνήθως την ευημερία της οικονομίας ενός έθνους, καθώς επηρεάζει πολλαπλά επαγγέλματα και οδηγεί στην οικονομική δραστηριότητα. Η άνθιση του κλάδου έχει συνδεθεί με μια οικονομική άνθηση, ενώ η συρρίκνωσή του είναι ισχυρό μήνυμα μιας επερχόμενης ύφεσης. Ανασκοπώντας το οικοδομικό τοπίο, είναι κανείς σε θέση να κατανοήσει πού οδεύει ο τομέας και πώς έχει αλλάξει ο τομέας – όσον αφορά τα οικονομικά μέτρα – τα τελευταία χρόνια. Προκειμένου να απεικονιστεί η βιωσιμότητα και η χρηματοοικονομική σταθερότητα των εταιρειών στον κατασκευαστικό τομέα, στην μελέτη της η KPMG έχει χρησιμοποιήσει βασικά οικονομικά μέτρα που περιγράφουν σε υψηλό επίπεδο την πορεία του κλάδου τα τελευταία 6 χρόνια.

Κύκλος εργασιών

Ο Κύκλος Εργασιών – αλλιώς τζίρος - είναι το συνολικό χρηματικό ποσό το οποίο λαμβάνει η επιχείρηση ως αποτέλεσμα των πωλήσεων αγαθών ή/και υπηρεσιών, για μια ορισμένη περίοδο. Το 2020, ο Κύκλος Εργασιών του κλάδου υπέστη πρόσθετες ζημίες, μετά την πτωτική τάση των τελευταίων ετών. Μετά την κορύφωση των 4,5 δισ. Ευρώ το 2016, ο κλάδος των κατασκευών χάνει σταθερά σε τζίρο, με κατακόρυφη πτώση το 2019 που συνεχίστηκε το 2020.

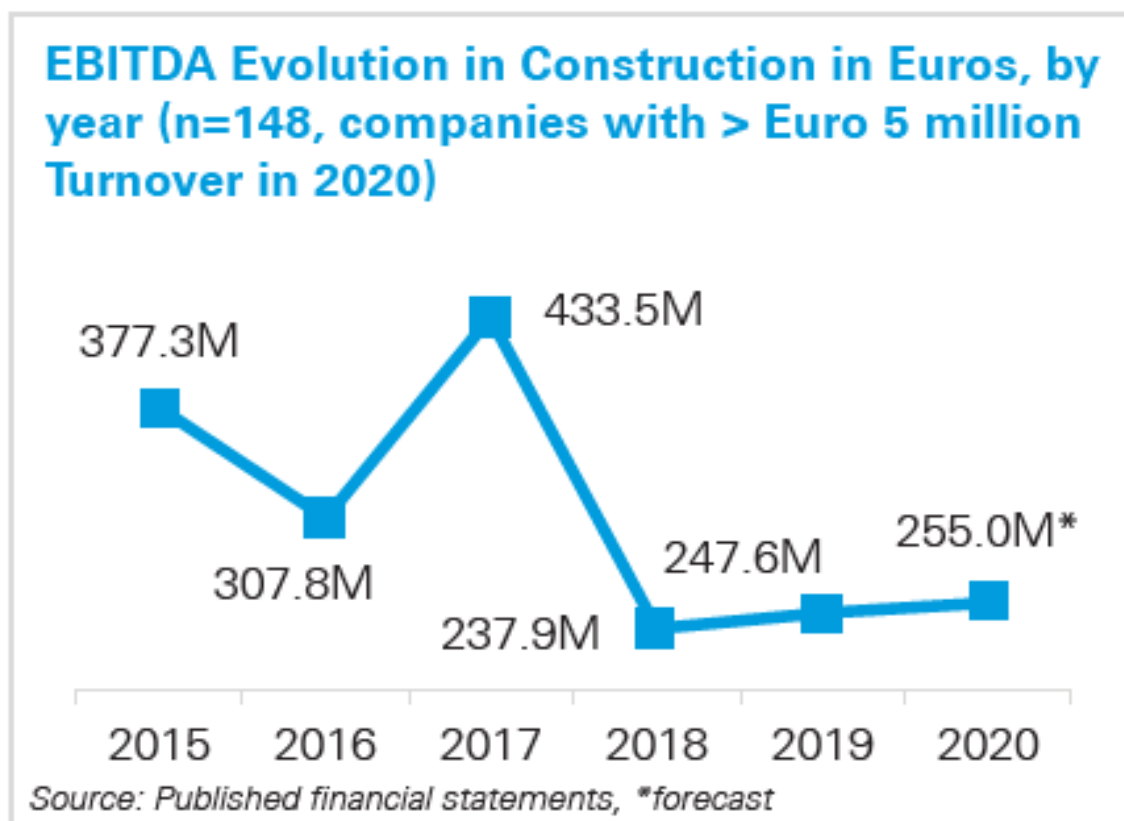


Διάγραμμα 8 – Κύκλος εργασιών κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG

EBITDA

Το EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization – Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων) και είναι μια μέτρηση που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των επιδόσεων μιας εταιρείας, και απεικονίζει το λειτουργικό κέρδος αυτής. Μπορούμε να δούμε ότι το EBITDA κινείται γύρω από δύο διαφορετικά επίπεδα στα τελευταία 6 χρόνια. Από το 2018 έως το 2020 ακολουθεί μια ελαφρά γραμμική αύξηση, μετά τη μεγάλη πτώση το 2018 όταν ανήλθε

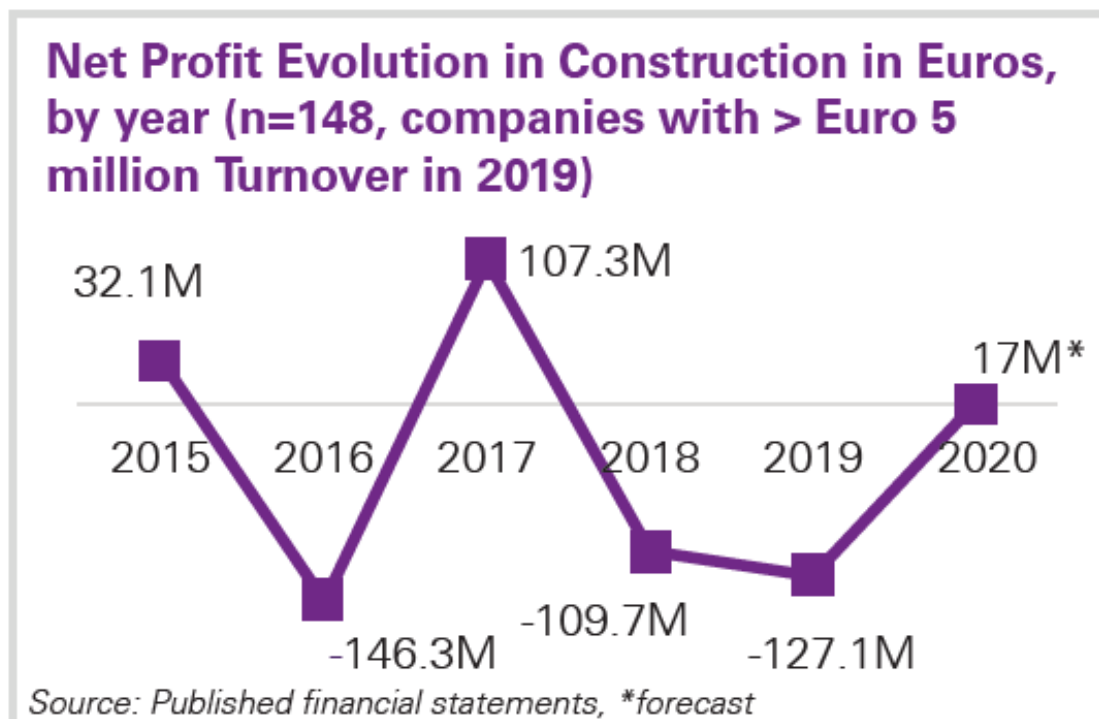
στα 238 εκατ. ευρώ. Το 2017 –το έτος πριν τη μεγάλη πτώση– το EBITDA του κλάδου είχε φτάσει τα 434 εκατ. ευρώ, απόδοση που είναι η καλύτερη των τελευταίων 6 ετών.



Διάγραμμα 9 -Κέρδη προ φόρων και τόκων κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: *The future of real estate and construction*, 2022, KPMG

Καθαρά Κέρδη

Τα Καθαρά Κέρδη επιχειρήσεων του κλάδου των Κατασκευών είχε φτάσει και σε θετικές και σε αρνητικές τιμές τα τελευταία 6 χρόνια. Πιο συγκεκριμένα, το 2015 μπορούμε δούμε ότι ο κλάδος έφθασε τα 32 εκατ. ευρώ σε καθαρά κέρδη, ενώ το 2016 ο κλάδος γνώρισε ζημίες, φθάνοντας τα το χαμηλότερο σημείο των τελευταίων 6 ετών. Αξίζει να αναφερθεί ότι το 2017 ο κλάδος είχε θετικά Καθαρά Κέρδη 107 εκατ. ευρώ, με πολύ μεγάλη πτώση στα 110 εκατ. ευρώ τον επόμενο χρόνο. Το 2019 ο κλάδος συνέχισε να «αγωνίζεται», πέφτοντας χαμηλότερα. Ενώ το 2020 σημειώθηκε αξιοσημείωτη βελτίωση σε σχέση με το 2019.



Διάγραμμα 10 – Καθαρά κέρδη κατασκευαστικού κλάδου, Πηγή: *The future of real estate and construction*, 2022, KPMG

3.4 Όμιλοι εταιρειών στον κατασκευαστικό κλάδο

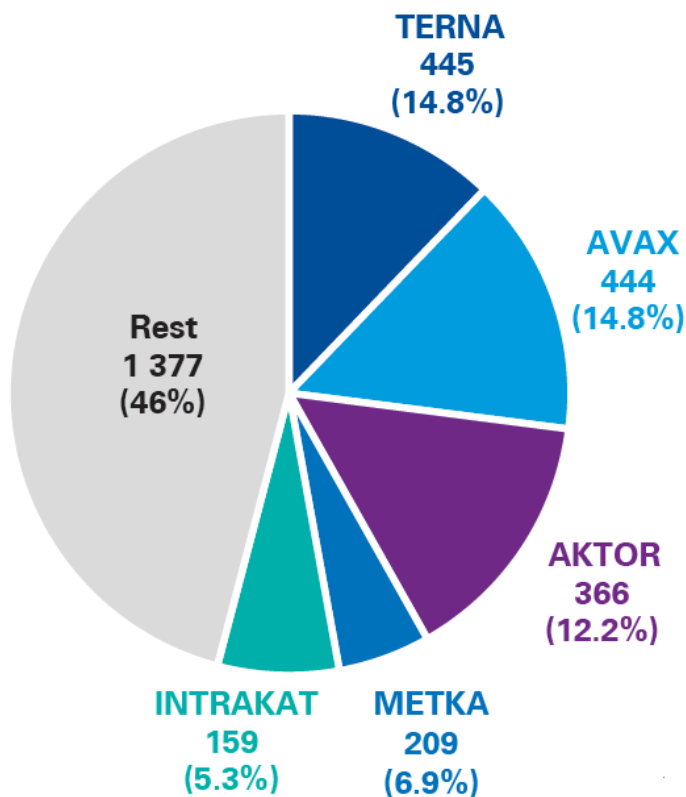
Στον τομέα των κατασκευών υπάρχουν λίγοι μεγάλοι «παίκτες», οι οποίοι κατέχουν πολύ υψηλό ποσοστό στο μερίδιο της αγοράς. Ο κατασκευαστικός κλάδος χαρακτηρίζεται από έντονη κεφαλαιακή δραστηριότητα και τα εμπόδια ένταξης νέων εταιρειών στον κλάδο είναι υψηλά. Ομοίως οι μικρές εταιρείες που βρίσκονται στον κλάδο ενδέχεται να μην έχουν εύκολη πρόσβαση στο απαιτούμενο κεφάλαιο για μεγάλα κατασκευαστικά έργα, και ως εκ τούτου οι ηγέτες είναι δύσκολο να αμφισβητηθούν από κατεστημένους «παίκτες».

Παρακάτω και σύμφωνα με μελέτη της KPMG, θα παρουσιαστούν οι διαφορές μεταξύ των κορυφαίων εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου (ΑΚΤΩΡ, ΑΒΑΞ, ΜΕΤΚΑ, ΤΕΡΝΑ ΚΑΙ ΙΝΤΡΑΚΑΤ), όσον αφορά σε ορισμένα βασικά χρηματοδοτικά μέτρα για το 2020.

Μερίδιο Αγοράς

Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, ο κλάδος των κατασκευών είναι πολύ συγκεντρωμένος κλάδος, με τις πέντε κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες να συσσωρεύουν το 54% του Μεριδίου Αγοράς του κλάδου. Η Τέρνα και ο Άβαξ είναι και οι δύο όμιλοι που πρωτοστατούν στην αγορά με μερίδιο αγοράς 14,8%. Ακολουθεί ο Άκτωρ με 12,2%, ενώ Metka και Intrakat κλείνουν την κορυφή με 6,9% και 5,3%, αντίστοιχα.

**Market Share in
Construction in 2020
in million Euros
(n=98, companies
with > Euro 1 million
Turnover in 2020)**

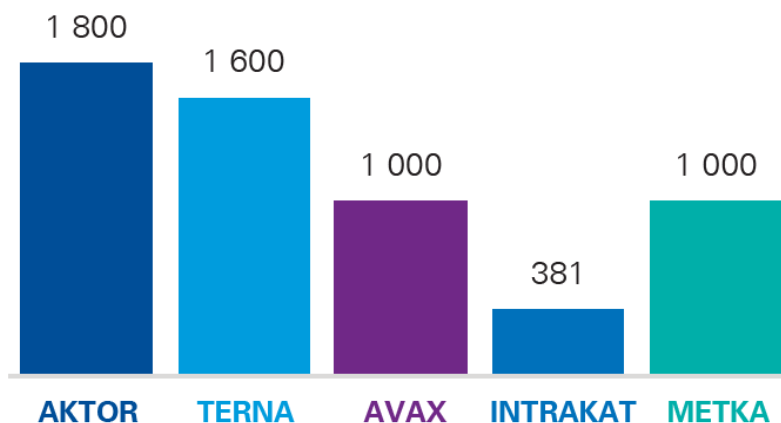


Διάγραμμα 11 – Μερίδιο αγοράς εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: The future of real estate and construction, 2022, KPMG

Επίπεδο Μόχλευσης

Το επίπεδο μόχλευσης των πέντε κορυφαίων βασικών παραγόντων στον τομέα των κατασκευών έφτασε σχεδόν τα 9 δισ. ευρώ το 2020, παρουσιάζοντας μείωση σε σχέση με το προηγούμενο χρόνια. Η Άκτωρ είχε τη μεγαλύτερη μόχλευση με 1,8 δισ. ευρώ. Ακολουθεί η Τέρνα με 1,6 δισ. ευρώ, ενώ και η Άβαξ και η METKA είχαν 1 δισ. ευρώ. Τέλος, η μόχλευση της INTRAKAT το 2020 έφτασε τα 381 εκατ. ευρώ.

Level of Leverage of the key players in Construction in 2020 in million Euros

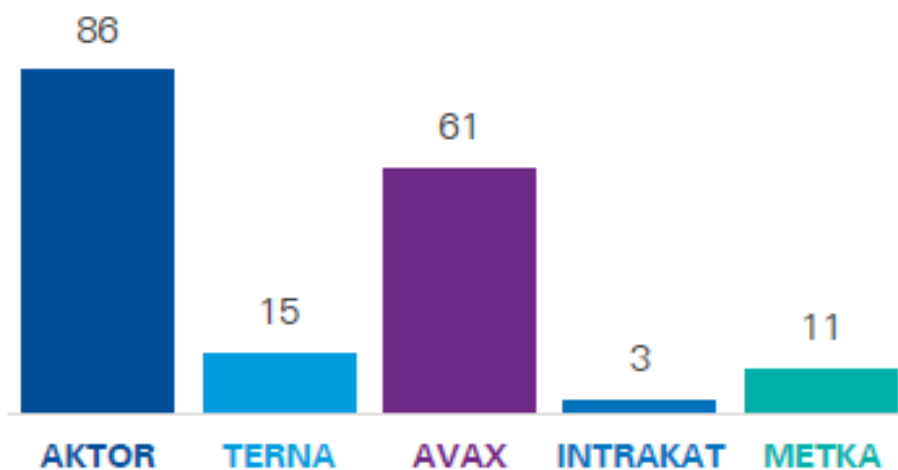


Διάγραμμα 12 – Επίπεδο μόχλευσης μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: *The future of real estate and construction*, 2022, KPMG

EBITDA (Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων)

Θετικό είναι το EBITDA των βασικών παικτών για το 2020. Οι Intrakat, METKA και Τέρνα είχαν οριακά θετικά EBITDA 3 εκατ. ευρώ, 11 εκατ. ευρώ και 15 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα. Ο Άβαξ και ο Άκτωρ πέτυχαν και οι δύο σημαντικά υψηλότερα θετικά EBITDA κατά 61 εκατ. ευρώ και 86 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών του κλάδου των κατασκευών είχε θετικό EBITDA.

EBITDA of the key players in Construction in 2020 in million Euros (n=98, companies with > Euro 1 million Turnover in 2020)

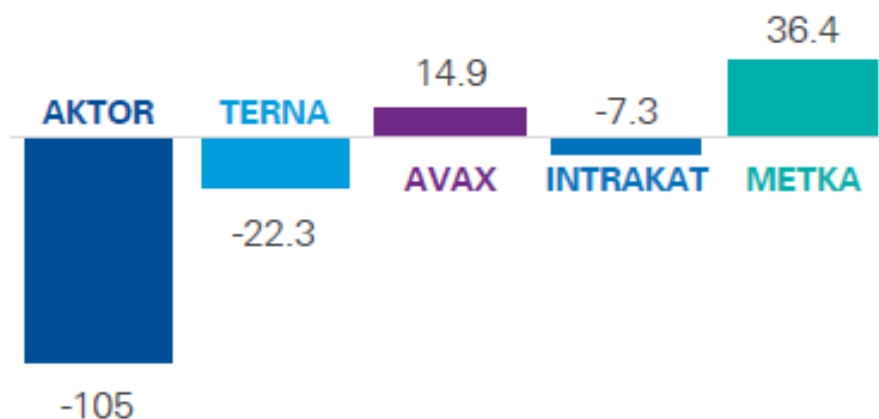


Διάγραμμα 13 – Κέρδη προ φόρων και τόκων μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: *The future of real estate and construction*, 2022, KPMG

Καθαρά Κέρδη

Τα Καθαρά Κέρδη των πέντε κορυφαίων επιχειρήσεων στον κλάδο των κατασκευών χαρακτηρίζονται κυρίως από αρνητικά μεγέθη το 2020. Πιο συγκεκριμένα, το Καθαρό Κέρδος της Άκτωρ έπεσε στα -105 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας ωστόσο αύξηση 25% σε σχέση με το 2019 και ήταν τα χαμηλότερα μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου. Ο όμιλος Τέρνα, είχε Καθαρά κέρδη -22 εκατ. ευρώ, το δεύτερο χαμηλότερο μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου. Η Intrakat είχε αρνητικά Καθαρά Κέρδη -Ευρώ 7,3 εκατ., μείωση σε σχέση με 2019. Η Άβαξ και η ΜΕΤΚΑ πέτυχαν Καθαρά Κέρδη 14,9 εκατ. ευρώ και 36 εκατ. ευρώ, αντίστοιχα – γίνονται οι δύο μοναδικές εταιρείες μεταξύ των πέντε κορυφαίων του κλάδου με θετικό Καθαρό Κέρδος.

**Net Profit of the key players in Construction in 2020 in million Euros
(n=98, companies with > Euro 1 million Turnover in 2020)**



Διάγραμμα 14 – Καθαρά κέρδη μεγάλων εταιρειών του κλάδου, 2020, Πηγή: *The future of real estate and construction*, 2022, KPMG

4 Μελέτη δεδομένων ομίλων εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου

Σε αυτό το κεφάλαιο θα μελετήσουμε δεδομένα των κορυφαίων ομίλων του κλάδου, και συγκεκριμένα των Ελλάκτωρ, ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ, ΙΝΤΡΑΚΑΤ, ΑΒΑΞ και ΜΕΤΚΑ, για την περίοδο 2005 – 2020, αντλώντας στοιχεία από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του εκάστοτε ομίλου. Στόχος είναι να εξετάσουμε την εξέλιξη των επιχειρήσεων μέσα σε αυτήν την δεκαπενταετία, στα συνολικά κεφάλαια και την αποδοτικότητά τους και στη μόχλευση. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω τα δεδομένα για την εν λόγω μελέτη αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των ομίλων και συγκεκριμένα των ετών 2005, 2010, 2015 και 2020.

4.1 Εξέλιξη Συνολικών Κεφαλαίων

Ένα σημαντικό στοιχείο στις οικονομικές καταστάσεις των ομίλων είναι η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων τους. Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε την εξέλιξη των κεφαλαίων των ομίλων που μελετάμε και θα χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων. Ο αριθμοδείκτης ROE (Return Of Equity - Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων) απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Υπολογίζεται εφαρμόζοντας τον τύπο:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}} \times 100$$

Μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Είναι ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης μιας εταιρείας. Δεδομένου ότι ο κύριος στόχος μιας επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, η αναλογία αυτή δείχνει τον βαθμό στον οποίο αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται. Παρακάτω παρουσιάζονται οι ποσοστιαίες μεταβολές των κεφαλαίων ανά χρήση, καθώς επίσης και ο αριθμοδείκτης ROE.

Ξεκινώντας με τον όμιλο ΕΛΛΑΚΤΩΡ, στον παρακάτω πίνακα φαίνονται οι ποσοστιαίες μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου καθώς και ο δείκτης ROE.

Πίνακας 2 - ΕΛΛΑΚΤΩΡ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE

	ΕΛΛΑΚΤΩΡ			
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	-45%	-9%	-3%	34%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	-38%	-8%	-2%	12%

	2020- 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μελέτης	-67%

	2020	2015	2010	2005
ROE	-51.79%	-8.76%	1.60%	9.79%

Όπως φαίνεται παραπάνω, η ποσοστιαία μεταβολή των κεφαλαίων του ομίλου μειώνεται συνεχώς κατά την περίοδο μελέτης, με μεγαλύτερο ποσοστό μείωσης, και με μεγάλη διαφορά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, αυτό της τελευταίας χρήσης, οπότε και μειώθηκε κατά 38%. Για τον υπολογισμό του δείκτη ROE, εκτός από την εξέλιξη των κεφαλαίων, εξετάσαμε και αυτήν των κερδών του ομίλου. Τα αποτελέσματα του ομίλου μετά από φόρους διαμορφώθηκαν σε ζημίες το έτος 2020, οι οποίες έφτασαν τα 172 εκατ. ευρώ., και οι οποίες επηρεάστηκαν από τις γενικότερες ζημίες του κλάδου Κατασκευής, την εφαρμογή lockdown και από τη μείωση της κυκλοφορίας στους αυτοκινητόδρομους. Ενώ στην αρχή της δεκαπενταετίας, οπότε και υπήρξε η μεγάλη άνθιση του κλάδου, ο δείκτης αποτελεσματικότητας ήταν θετικός, στο τέλος της περιόδου μελέτης και επηρεαζόμενος από τους λόγους που αναφέρονται παραπάνω, ο ROE εμφανίζει αισθητή μείωση.

Στην περίπτωση του ομίλου ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ, οι μεταβολές των κεφαλαίων δεν εμφάνισαν μεγάλες διαφορές, είτε αυτό αφορά σε μείωση είτε σε αύξηση αυτού. Σε αντίθεση όμως με τον όμιλο ΕΛΛΑΚΤΩΡ κατά το έτος 2020 η ποσοστιαία μεταβολή του συνολικού κεφαλαίου σε σχέση με το 2019 εμφάνισε αύξηση του 7%, και η αντίστοιχη στο σύνολο της περιόδου μελέτης, παρουσίασε αύξηση της τάξης του 126%, αφού τα συνολικά κεφάλαια του ομίλου στην αρχή της

περιόδου (2005) ήταν 365.296 χιλιάδες ευρώ, και στο τέλος αυτής (2020) αυξήθηκαν στα 823.868 χιλιάδες ευρώ.

Πίνακας 3 - ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE

	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ			
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	3%	-4%	-7%	9%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	7%	-1%	-5%	12%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μελέτης	126%

	2020	2015	2010	2005
ROE	7.05%	-0.76%	-0.43%	7.20%

Ο δείκτης αποδοτικότητας κινήθηκε επίσης σε πιο σταθερά επίπεδα σε σχέση με αυτόν του ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Φαίνεται λοιπόν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση και η πανδημία δεν επηρέασαν ιδιαίτερα τα συνολικά κεφάλαια του ομίλου, αφού αυτά αυξήθηκαν κατά 126% στο σύνολο της περιόδου μελέτης, αλλά με τις κινήσεις στις οποίες προχώρησαν, κατάφεραν να αυξήσουν και τα κέρδη στο τέλος του 2020, αφού στην αρχή της δεκαπενταετίας ήταν 26.297 χιλιάδες ευρώ και έφτασαν στα 58.071 χιλιάδες ευρώ στο τέλος αυτής. Όπως αναφέρεται και στην ετήσια έκθεση του διοικητικού συμβουλίου για τη χρήση 2020 επί των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων σχετικά με τις επιπτώσεις της πανδημίας, ο Όμιλος έχει λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα προκειμένου να συνεχιστεί απρόσκοπτα η εξέλιξη των βασικών δραστηριοτήτων του, συνεχίζοντας αδιαλείπτως την κατασκευαστική του δραστηριότητα, την εκμετάλλευση των ΑΠΕ και των Παραχωρήσεων, και το επενδυτικό του πρόγραμμα στους κλάδους της ενέργειας και των παραχωρήσεων και ενισχύοντας τις προσπάθειες σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας και της απασχόλησης

Ο όμιλος INTPAKAT, ξεκίνησε την αρχή της δεκαπενταετίας με μία αρκετά μεγάλη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου του, όπως φαίνεται και παρακάτω αυξήθηκε κατά 61% το 2005 σε σχέση

με το 2004. Αυτό βέβαια οφείλεται και στη υλοποιούμενη συγχώνευση της INTPAKAT με την INTPAMET, με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη το 2005. Στη συνέχεια των ετών μελέτης τα κεφάλαια παρουσιάζουν μικρή ποσοστιαία μείωση, με εξαίρεση όμως το 2020, οπότε και μειώθηκαν κατά 18%.

Πίνακας 4 - INTPAKAT, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE

	INTPAKAT			
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	-17%	-3%	1%	65%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	-18%	-1%	0%	61%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μέλετης	-17%

	2020	2015	2010	2005
ROE	-21.93%	-9.71%	1.36%	2.18%

Ο δείκτης αποδοτικότητας στην περίπτωση του ομίλου INTPAKAT, μας δείχνει ότι η ζημία στα κέρδη του ομίλου το 2020 σε σχέση με τα κεφάλαιά του, κατέστησαν αρνητική την απόδοση κατά 21,93%, που οφείλεται στην επίδραση των περιοριστικών μέτρων της πανδημίας στην εκτέλεση των έργων, γεγονός το οποίο επηρέασε αρνητικά και τις πωλήσεις, οι οποίες μειώθηκαν κατά 39%.

Στην περίπτωση του ομίλου ΑΒΑΞ, άξια αναφοράς είναι η μεταβολή στο συνολικό κεφάλαιο, το οποίο μειώθηκε κατά 49%, αφού το 2005 έφτανε τα 179.017 χιλιάδες ευρώ και το 2020 ήταν 90.527 χιλιάδες ευρώ. Όσον αφορά στον δείκτη αποδοτικότητας, αυτός κυμάνθηκε σε χαμηλά ποσοστά για τα τρία από τα τέσσερα έτη αναφοράς (2005, 2010 και 2020), αλλά εμφάνισε αρνητικό ποσοστό το 2015, οπότε και η χρονιά ήταν ζημιογόνος με τις ζημίες να φθάνουν τα 37.635 χιλιάδες ευρώ. Όπως αναφέρεται και στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων η μείωση αυτή των κερδών οφειλόταν σε καθυστερήσεις στην κατασκευή έργων παραχώρησης και την έναρξη άλλων έργων.

Πίνακας 5 - ΑΒΑΞ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE

	ΑΒΑΞ			
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	19%	-17%	25%	-1%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	16%	-18%	25%	-1%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μελέτης	-49%

	2020	2015	2010	2005
ROE	7.17%	-21.21%	1.85%	7.13%

Ο όμιλος ΜΕΤΚΑ, κατάφερε να ανταπεξέλθει στο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον της περιόδου μελέτης, και οι επιδόσεις της κινήθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Η απασχόληση του ομίλου με την παραγωγή ενέργειας έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην επίτευξη των επιδόσεων του. Το 2020 όμως, και κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η εταιρεία είχε ήδη ενοποιηθεί με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης με την εταιρεία Μυτιληναίος, με την οποία συγχωνεύθηκε το 2017. Έτσι για το 2020 τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας δεν εμφάνισαν καμία αλλαγή, με τα καθαρά κέρδη της να είναι μηδενικά.

Πίνακας 6 - ΜΕΤΚΑ, % ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ROE

	ΜΕΤΚΑ			
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	0%	8%	49%	-34%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	0%	9%	45%	-30%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μελέτης	-100%

	2020	2015	2010	2005
ROE	0.44%	12.57%	35.60%	38.46%

4.2 Δείκτης Μόχλευσης

Όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 1.5, ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης υποδεικνύει τον βαθμό κατά τον οποίο μία εταιρεία χρησιμοποιεί το χρήμα που έχει δανεισθεί, και αφορά στην επανεπένδυση του χρέους. Ο εκάστοτε Όμιλος καθορίζει το ύψος του κεφαλαίου αναλογικά με τον κίνδυνο των δραστηριοτήτων, παρακολουθεί τις εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον και την επίδρασή τους στα χαρακτηριστικά κινδύνου, και διαχειρίζεται την κεφαλαιακή δομή (σχέση δανεισμού προς ίδια κεφάλαια) με την προσαρμογή του ύψους και της διάρκειας του δανεισμού, την έκδοση νέων μετοχών ή την επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους, την προσαρμογή του ύψους του μερίσματος ή και την πώληση μεμονωμένων ή ομάδων περιουσιακών στοιχείων.

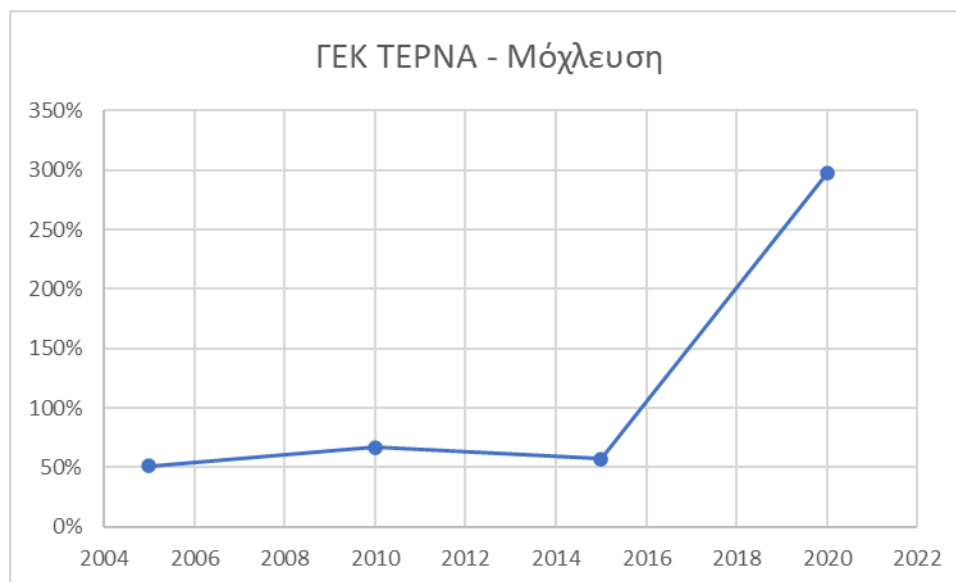
Ξεκινώντας με τον όμιλο Ελλάκτωρ, και όσον αφορά στο χρέος της εταιρείας σε σχέση με το μετοχικό της κεφάλαιο, στις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου γίνεται ο υπολογισμός του δείκτη κεφαλαιακής μόχλευσης, ο οποίος είχε ανοδική πορεία μέσα στην περίοδο μελέτης. Συγκεκριμένα, ο δείκτης ήταν στο 31,3% το 2010, σημείωσε μικρή αύξηση το 2015 φτάνοντας το 33,8% και κατέληξε στο 465% στο τέλος του 2020. Η ανοδική πορεία της μόχλευσης μας δείχνει ότι τα ξένα (δανειακά) κεφάλαια του ομίλου χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό για την αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Η εκτίναξη της μόχλευσης στο 2020 οφείλεται στο μεγάλο ποσό ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοδότηση κεφαλαιουχικών δαπανών σχετικών με τις δραστηριότητες των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, των παραχωρήσεων

και κατασκευών, οι οποίες είχαν προγραμματιστεί για το 2020, για την καταβολή σχετικών αμοιβών και εξόδων, και για γενικούς εταιρικούς σκοπούς. Η ελκυστικότητα των ξένων κεφαλαίων αυξήθηκε με την εμφάνιση του μηχανισμού ανάκαμψης και ανθεκτικότητας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω του οποίου η Ελλάδα λαμβάνει 19,5 δισ. ευρώ για επιχορηγήσεις και 12,5 δισ. ευρώ σε δάνεια, καθώς και 40 δισ. ευρώ μέσω του Ταμείου Συνοχής Ε.Σ.Π.Α.. Επίσης, η Ελληνική Κυβέρνηση είχε διευκρινίσει ότι υποδομές ήταν ένας από τους τομείς προτεραιότητας για την διοχέτευση των παραπάνω κονδυλίων στην Ελληνική οικονομία. Το γεγονός αυτό με της σειρά του συνέβαλε στις βλέψεις των ομίλων του κλάδου για προοπτική εξέλιξη.



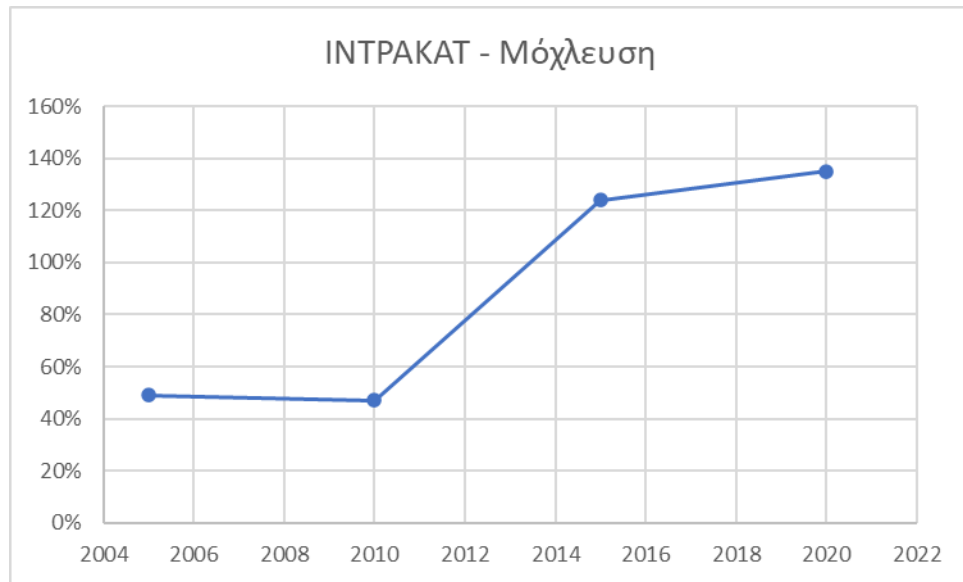
Διάγραμμα 15 - Διακύμανση Μόχλευσης ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Και ο όμιλος ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ, παρουσίασε παρόμοια εικόνα με τον ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Η μόχλευση του ομίλου ξεκίνησε το 2005 με ποσοστό 51%, συνέχισε και μία αύξηση αυτού το 2010 στο 67,01%, το 2015 μειώθηκε στο 56,94% και φτάνουμε στο 2020 οπότε και εκτινάχθηκε στο 297%. Τα δανειακά κεφάλαια του ομίλου αυξήθηκαν κατά πολύ σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, ενώ τα ίδια κεφάλαια παρέμειναν στα ίδια περίπου επίπεδα. Παραπάνω παρουσιάστηκε η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων στη περίοδο μελέτης, και όπως αναφέρθηκε οι μεταβολές δεν εμφάνισαν μεγάλες διαφορές, είτε αυτό αφορά σε μείωση είτε σε αύξηση των κεφαλαίων.



Διάγραμμα 16 - Διακύμανση Μόχλευσης ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ

Για την INTPAKAT οι μοχλεύσεις κινήθηκαν λίγο διαφορετικά. Το 2005 η μόχλευση ήταν στο 49% και στο 2010 μειώθηκε στο 47%. Στην συνέχεια όμως αυξήθηκε κατακόρυφα φτάνοντας το 124% και το 135%, το 2015 και 2020 αντίστοιχα. Οι υποχρεώσεις του Ομίλου στο τέλος του 2015 ανήλθαν σε € 234,8 εκατ. έναντι € 186 εκατ. και εμφανίζονται αυξημένες, κυρίως λόγω της αύξησης του τραπεζικού δανεισμού στον οποίο περιλαμβάνεται μακροπρόθεσμος δανεισμός θυγατρικής εταιρείας για την υλοποίηση Αιολικού Πάρκου, όπως και βραχυπρόθεσμος δανεισμός που λήφθηκε από θυγατρική εταιρεία για την υλοποίηση έργου ΣΔΙΤ. Το καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος ανήλθε σε € 8,4 εκατ. για τον Όμιλο και σε € 6,7 εκατ. για την Εταιρεία. Το ΔΣ υποστήριξε ότι παρά την αύξηση του τραπεζικού δανεισμού θα παραμείνει σταθερό λόγω της αναδιάρθρωσης του δανεισμού που υπήρξε στο 2015 με τη μετατροπή βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο ομολογιακό δάνειο.



Διάγραμμα 17 - Διακύμανση Μόχλευσης - ΙΝΤΡΑΚΑΤ

5 Παράρτημα

ΕΛΛΑΚΤΩΡ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE

ΕΛΛΑΚΤΩΡ - Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ποσά σε χιλιάδες ευρώ) - Ενοποιημένα στοιχεία								
	31-12-20	31-12-19	31-12-15	31-12-14	31-12-10	31-12-09	31-12-05	31-12-04
Μετοχικό κεφάλαιο	220,700	220,700	182,311	182,311	182,311	182,311	528,612	393,217
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	493,442	493,442	523,847	523,847	523,847	523,847		
Λοιπά Αποθεματικά	326,891	305,534	220,678	192,397	190,135	164,065	198,421	177,482
Ίδιες μετοχές	0.00	-	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	0.00	(9,515)
Αποτελέσματα εις νέον	(811,381)	(605,558)	(101,457)	9,825	88,621	141,485	(37,566)	(47,508)
Σύνολο	229,652	414,118	798,307	881,308	957,842	984,636	689,467	513,676
Δικαιώματα μειοψηφίας	102,694	118,932	232,922	234,920	281,872	274,291	58,906	155,915
Σύνολο με Δικαιώμ. Μειοψ.	332,346	533,050	1,031,229	1,116,228	1,239,714	1,258,927	748,373	669,591
Καθαρά κέρδη/ζημίες	(172,137)	(105,679)	(90,363)	(33,725)	19,878	98,816	73,277	72,512

ΕΛΛΑΚΤΩΡ				
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	-45%	-9%	-3%	34%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	-38%	-8%	-2%	12%
Ποσοστιαία μεταβολή δικαιωμάτων μειοψηφίας	-14%	-1%	3%	-62%

	2020- 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μέλετης	-67%

	2020	2015	2010	2005
ROE	-51.79%	-8.76%	1.60%	9.79%

ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ - Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ποσά σε χιλιάδες ευρώ) - Ενοποιημένα στοιχεία

	31-12-20	31-12-19	31-12-15	31-12-14	31-12-10	31-12-09	31-12-05	31-12-04
Μετοχικό κεφάλαιο	58,951	58,951	58,792	53,844	48,953	48,953	23,567	23,567
Διαφορά Από Έκδοση Μετοχών	381,283	381,283	380,768	364,589	356,865	356,865	170,410	170,410
Υπέρ το Άρτιο								
Αποθεματικά	474,523	408,005	192,770	207,227	50,876	41,939	56,245	41,418
Ίδιες μετοχές								
Αποτελέσματα εις νέον	(402,514)	(352,318)	(281,589)	(261,647)	64,106	109,302	14,949	8,761
Σύνολο	512,243	495,921	350,741	364,013	520,800	557,059	265,171	244,156
Δικαιώματα μειοψηφίας	311,625	270,954	211,624	201,938	198,198	203,712	100,125	82,300
Σύνολο με Δικαιώμ. Μειοψ.	823,868	766,875	562,365	565,951	718,998	760,771	365,296	326,456
Καθαρά κέρδη/ζημίες	58,071	55,731	(4,252)	(59,063)	(3,092)	82,072	26,297	89,417

ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ

	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	3%	-4%	-7%	9%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	7%	-1%	-5%	12%

2020 - 2005

Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μέλετης	126%
--	------

	2020	2015	2010	2005
ROE	7.05%	-0.76%	-0.43%	7.20%

INTRAKAT – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE

INTRAKAT - Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ποσά σε χιλιάδες ευρώ) - Ενοποιημένα στοιχεία								
	31-12-20	31-12-19	31-12-15	31-12-14	31-12-10	31-12-09	31-12-05	31-12-04
Μετοχικό κεφάλαιο	46,099	45,666	65,573	65,573	65,333	65,333	42,973	28,777
Αποθεματικό εύλογης αξίας	(8,969)	(8,609)	(1,135)	(5,767)	(1,011)	277	88	-
Λοιπα Αποθεματικά	49,118	49,172	15,995	15,973	17,489	14,965	15,339	4,112
Αποτελέσματα εις νέον	(29,605)	(17,643)	(21,575)	(14,980)	7,376	7,612	8,157	7,351
Σύνολο	56,643	68,586	58,858	60,799	89,187	88,187	66,557	40,240
Δικαιώματα μειοψηφίας	(176)	595	2,365	1,305	2,139	2,771	1,819	2,306
Σύνολο με Δικαιώμ. Μειοψ.	56,467	69,181	61,223	62,104	91,326	90,958	68,376	42,546
Καθαρά κέρδη/ζημίες	(12,383)	575	(5,944)	441	1,238	1,181	1,490	6,533

INTRAKAT				
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	-17%	-3%	1%	65%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	-18%	-1%	0%	61%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μέλετης	-17%

	2020	2015	2010	2005
ROE	-21.93%	-9.71%	1.36%	2.18%

ΑΒΑΞ – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE

ΑΒΑΞ - Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ποσά σε χιλιάδες ευρώ) - Ενοποιημένα στοιχεία								
	31-12-20	31-12-19	31-12-15	31-12-14	31-12-10	31-12-09	31-12-05	31-12-04
Μετοχικό κεφάλαιο	43,296	23,296	45,039	45,039	45,039	45,039	40,260	40,260
Κεφάλαιο υπέρ το άρτιο	146,652	146,652	146,677	146,677	146,677	146,677	115,404	115,403
Υπεραξία Αναπροσαρμογής	-	-	-	-	-	-	454	454
Αποθεματικά αναπροσαρμογής αξίας λοιπών περουσικών στοιχείων	-	-	6,292	8,002	15,234	15,404	-	-
Αποθεματικά	-	-	45,748	48,815	50,392	6,484	-	-
Χρηματοοικονομικών Στοιχείων Διαθέσιμων προς πώληση	-	-	(5,162)	(4,960)	(17,207)	(31,461)	-	-
Αποθεματικά Αντιστάθμισης Ταμιακών Ροών	-	-	(5,162)	(4,960)	(17,207)	(31,461)	-	-
Αποθεματικά	66,755	85,264	17,748	18,821	23,739	23,620	25,464	25,473
Προσαρμογή συναλλαγματικών Ισοτιμιών	(7,829)	(4,909)	7,280	8,493	344	(4,925)	18	-
Αποθεματικά άρθρου 48 Ν. 4172/2013	193,726	168,082	-	-	-	-	-	-
Αποτελέσματα εις νέον	(365,898)	(354,191)	(85,154)	(54,708)	63,387	61,102	(3,199)	(1,293)
Σύνολο (Ιδια Κεφάλαια Μετόχων Εταιρίας)	76,702	64,194	178,468	216,179	327,605	261,940	178,401	180,297
Δικαιώματα μειοψηφίας	13,825	14,065	(1,056)	616	15,123	12,766	616	609
Σύνολο με Δικαιώμ. Μειοψ.	90,527	78,259	177,412	216,795	342,728	274,706	179,017	180,906
Καθαρά κέρδη/ζημίες	6,487	(17,624)	(37,635)	(40,554)	6,347	27,123	12,755	20,642

ΑΒΑΞ				
	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	19%	-17%	25%	-1%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	16%	-18%	25%	-1%
Ποσοστιαία μεταβολή δικαιωμάτων μειοψηφίας	-2%	-271%	18%	1%

	2020 - 2005
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μελέτης	-49%

	2020	2015	2010	2005
ROE	7.17%	-21.21%	1.85%	7.13%

METKA – Πίνακας υπολογισμού ποσοστιαίας μεταβολής κεφαλαίων και κερδών προ φόρων, και υπολογισμός δείκτη ROE

METKA - Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ποσά σε χιλιάδες ευρώ) - Ενοποιημένα στοιχεία

	31-12-20	31-12-19	31-12-15	31-12-14	31-12-10	31-12-09	31-12-05	31-12-04
Μετοχικό κεφάλαιο	90	90	16,624	16,624	16,624	16,624	16,624	16,624
Υπέρ το Άρτιο	-	-	-	-	-	-	-	63,431
Αποθεματικά εύλογης αξίας	-	-	-	-	-	-	-	1,271
Λοιπα Αποθεματικά	(0)	(0)	23,568	23,167	28,049	27,865	21,255	23,432
Αποθεματικό Μετατροπής	-	-	(570)	(567)	(342)	8	-	-
Ισολογισμών								
Αποτελέσματα εις νέον	(96)	(96)	510,836	468,329	188,955	112,485	48,122	26,121
Σύνολο	(6)	(6)	550,458	507,553	233,286	156,982	86,001	130,879
Δικαιώματα μειοψηφίας			557	237	17,121	16,287	14,650	13,459
Σύνολο με Δικαιώμ. Μειοψ.	(6)	(6)	551,015	507,790	250,407	173,269	100,651	144,338
Καθαρά κέρδη/ζημίες	(0)	(9)	69,248	90,319	89,144	36,991	38,706	21,295

METKA

	2020 - 2019	2015 - 2014	2010 - 2009	2005 - 2004
Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων	0%	8%	49%	-34%
Ποσοστιαία μεταβολή συνολικών κεφαλαίων (με Δικαιώμ. Μειοψ.)	0%	9%	45%	-30%

2020 - 2005

Ποσοστιαία μεταβολή κεφαλαίων στο σύνολο της περιόδου μέλετης	-100%
--	-------

	2020	2015	2010	2005
ROE	0.44%	12.57%	35.60%	38.46%

Βιβλιογραφία-Πηγές

<https://dspace.lib.uom.gr/handle/2159/16779>

https://www.esed.org.gr/corporate_governance

<https://www.esed.org.gr/documents/20121/62614/%CE%95%CE%A3%CE%95%CE%94+-+%CE%9A%CF%8E%CE%B4%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CF%82+%CE%95%CF%84%CE%B1%CE%B9%CF%81%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82+%CE%94%CE%B9%CE%B1%CE%BA%CF%85%CE%B2%CE%AD%CF%81%CE%BD%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82+2021.pdf/4a421125-8632-3144-208a-c8dda84baa64?t=1624350074737>

<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/shareholder-rights>

<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/minority-rights>

<https://www.jstor.org/stable/4144886>

<https://apothesis.lib.hmu.gr/handle/20.500.12688/4854>

<https://www.ered.gr/real-estate-news/trexei-o-kataskeyastikos-klados-sthn-ellada-apaisiodokses-oi-problepseis-gia-thn-eyrwph>

<https://www.ered.gr/real-estate-news/sygkrathmena-aisiodoksos-o-kataskeyastikos-klados>

<https://kpmg.com/gr/el/home/media/press-releases/2022/06/klados-kataskeuon-akiniton-dexetai-polyepipedes-pieseis.html>

<https://www.investopedia.com/terms/d/dfi.asp>

Αρχές Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Βιβλίο Μαθητή, Ινστιτούτο Τεχνολογίας Υπολογιστών και Εκδόσεων «ΔΙΟΦΑΝΤΟΣ», Μ. Βαξεβανίδου και Π. Ρεκλείτης

Ownership and Control: Dissecting the Pyramid, A. Chappelle and A. Szafarz, December 2002

Η σημασία ανάπτυξης, τα εμπόδια και το μέλλον του κλάδου των κατασκευών, Νίκος Βέττας, Γεν. Διευθυντής Ι.Ο.Β.Ε., Μάρτιος, 2015

Οι αναπτυξιακές προοπτικές των Κατασκευών στην Ελλάδα, Ι.Ο.Β.Ε. 2019

Ο ρόλος της Βιομηχανίας Υποδομών και Κατασκευών την επόμενη ημέρα της ελληνικής οικονομίας, Ι.Ο.Β.Ε. 2021

Προοπτικές ανάπτυξης και ανάγκες χρηματοδότησης του τομέα των Κατασκευών, Ι.Ο.Β.Ε. 2022