



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ»

Κατεύθυνση: «Αστικής & Περιφερειακής Ανάπτυξης»

Ειδίκευση: «Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Μόχλευση, Χρηματοοικονομικά μέσα και εργαλεία στο τεχνικό κατασκευαστικό
και Real Estate κλάδο**

του

ΤΣΙΑΜΤΣΙΟΥΡΗ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΑΘΗΝΑ

ΙΟΥΛΙΟΣ, 2021

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές του προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών του τμήματος Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης του Παντείου Πανεπιστημίου για τις γνώσεις που μου πρόσφεραν κατά την διάρκεια της διδακτικής χρονιάς. Μέσω των διαλέξεων τους κατάφεραν να με εφοδιάσουν και να με εμπλουτίσουν με όσο το δυνατόν περισσότερες γνώσεις στον κλάδο της Αγοράς Ακινήτων.

Ιδιαίτερη μνεία θα ήθελα να κάνω στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Λιάπη Κωνσταντίνο για την στήριξη , την καθοδήγηση και τη συμβολή του στην εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.

Πίνακας περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	1
Περίληψη.....	1
Λέξεις – Κλειδιά.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	1
ΕΠΙΚΡΑΤΕΣΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	1
1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Θεωρία των Montigliani και Miller.....	2
1.3 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory)	3
1.3 Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory)	3
1.4 Θεωρία Ιεράρχησης Κεφαλαίων (Pecking Order Theory).....	5
1.5 Θεωρία Σύγκρουσης Αντιπροσώπευσης (Agency Conflict Theory).....	6
1.6 Θεωρία Επιλογής Κατάλληλης Χρονικής Στιγμής της Αγοράς (Market Timing Theory)	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	9
ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (Εσωτερικά - Δανειακά Κεφάλαια)	9
2.1 Εισαγωγή.....	9
2.2 Εσωτερικά Κεφάλαια – Εσωτερική Χρηματοδότηση	10
2.2.1 Μετοχικό Κεφάλαιο	12
2.2.2.2 Χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης νέων μετοχών	12
2.3 Δανειακά Κεφάλαια.....	14
2.3.1 Χρηματοδότηση μέσω των διαφόρων μορφών χρέους	14
2.3.2 Έκδοση χρεογράφων	15
2.3.3 Τραπεζικός δανεισμός	16
2.3.4 Εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	22

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ	22
3.1 Εισαγωγή.....	22
3.2 Αριθμοδείκτες.....	22
3.2.1. Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios)	23
3.2.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας	24
3.2.3 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Κεφαλαιακής	25
Διάρθρωσης.....	25
3.2.4 Αριθμοδείκτες Απόδοσης ή Αποτελεσματικότητας (profitability ratios)	28
3.3 Υπόδειγμα Dupont.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	31
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ.....	31
4.1 Εισαγωγή.....	31
4.2 Βέλτιστο χρέος χρηματοδότησης	32
4.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της χρηματοδότησης με χρέος.....	36
4.3.1 Φορολογική ασπίδα	37
4.3.2 Αύξηση κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας	39
4.3.3 Πρόβλημα υποεπένδυσης	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο	43
ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	43
Α.Ε.Ε.Α.Π – REITs	43
5.1 Εισαγωγή.....	43
5.2 Τύποι των REITs	44
5.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των REITs.....	45
5.3.1 Πλεονεκτήματα των REITs	45
5.3.2 Μειονεκτήματα των REITs	47
5.4 Α.Ε.Ε.Α.Π. – Ο θεσμός των REITs στην Ελλάδα	47
5.5 Νομικό πλαίσιο των Α.Ε.Ε.Α.Π.....	48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ^ο	68
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ	68
6.1 Εισαγωγή	68
6.2 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	69
6.3 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας American Church Mortgage Co	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ^ο	80
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	80
7.1 Σύγκριση Δεικτών φερεγγυότητας - μόχλευσης Debt to Equity	80
7.2 Σύγκριση Δεικτών Debt Ratio	81
7.3 Σύγκριση Δεικτών Αυτονομίας	82
7.4 Σύγκριση Δεικτών ρευστότητας Current Ratio	83
Βιβλιογραφία.....	84

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1: 1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ.....	69
---	-----------

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2: 1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AMERICAN CHURCH MORTGAGE CO.....	76
--	-----------

ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ DEBT RATIO	72
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΥΤΟΝΟΜΙΑΣ	73
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	77
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ DEBT RATIO	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΥΤΟΝΟΜΙΑΣ	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.8: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	79
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.1: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	80
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.2: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ DEBT RATIO.....	81
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.3: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΥΤΟΝΟΜΙΑΣ	82
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	83

Περίληψη

Σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι τόσο η θεωρητική όσο και η ποσοτική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, των χρηματοοικονομικών μέσων και εργαλείων στον τεχνικό κατασκευαστικό και Real Estate κλάδο επιχειρήσεων. Ο αντικειμενικός σκοπός των επιχειρήσεων ως γνωστόν είναι η επίτευξη της μεγιστοποίησης της συνολικής αξίας τους και κατ' επέκταση η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων τους. Όπως θα παρατηρήσουμε η χρηματοοικονομική μόχλευση παρουσιάζει εξαιρετικό ερευνητικό ενδιαφέρον κυρίως διότι η χρήση χρέους προσθέτει αξία στην επιχείρηση από την αξιοποίηση του φορολογικού πλεονεκτήματος που αυτό φέρει και το οποίο ονομάζεται φορολογική ασπίδα αλλά και επειδή κατά κανόνα είναι φθηνότερο από το μετοχικό κεφάλαιο. Η μόχλευση είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια οι αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθορίζουν το ιδανικό μίγμα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, δηλαδή το ποσοστό του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου τους.

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε δύο σκέλη. Το πρώτο σκέλος ουσιαστικά αποτελεί τη θεωρητική προσέγγιση. Στο πρώτο κεφάλαιο η προσοχή μας θα εστιασθεί αρχικά στην ανάλυση των επικρατέστερων θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης και των βασικών χαρακτηριστικών του χρέους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τόσο τα μέσα όσο και τα εργαλεία χρηματοδότησης που οι επιχειρήσεις έχουν στη διάθεσή τους για την επίτευξη της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Θα αναλύσουμε τους τρόπους με τους οποίους οι εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου μπορούν να αντλούν κεφάλαια.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα εστιάσουμε την προσοχή μας στην περαιτέρω ανάλυση για την κατανόηση της επίτευξης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, των πλεονεκτημάτων καθώς και των μειονεκτημάτων της.

Το τέταρτο κεφάλαιο ουσιαστικά αποτελεί μια αναφορά στους απαραίτητους αριθμοδείκτες στους οποίους καταφεύγουν πολλοί αναλυτές ώστε να προβούν στην

ανάλυση μιας επιχείρησης για την επίτευξη της όσο το δυνατόν καλύτερης απεικόνισης της οικονομικής τους θέσης.

Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο της θεωρητικής προσέγγισης μας γίνεται μια αναφορά τόσο στα REITs όσο και στις ΑΕΕΑΠ καθώς επίσης στα πλεονεκτήματα και στα μειονεκτήματα τους.

Το δεύτερο σκέλος αφορά την ποσοτική προσέγγιση της έρευνας μας. Στο έκτο κεφάλαιο αναλύουμε τα δεδομένα του δείγματος μας που αποτελείται από δυο εταιρείες. Την Ελληνική ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ και την Αμερικάνικη American Church Mortgage Co. Ουσιαστικά θα εξάγουμε τους απαραίτητους αριθμοδείκτες οι οποίοι μας καταδεικνύουν τα ποσοστά μόχλευσης, φερεγγυότητας και ρευστότητας των δυο εταιρειών. Στο έβδομο κεφάλαιο θα διατυπώσουμε τα βασικά αποτελέσματα και συμπεράσματα κατόπιν σύγκρισης των αριθμοδεικτών των δυο εταιρειών της έρευνά μας.

Λέξεις – Κλειδιά

Κεφαλαιακή διάρθρωση, Χρηματοοικονομική μόχλευση, χρηματοοικονομικά μέσα και εργαλεία, κατασκευαστικός και Real estate κλάδος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1°

ΕΠΙΚΡΑΤΕΣΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

1.1 Εισαγωγή

Ένα ίσως από τα παλαιότερα ερωτήματα είναι το πως οι επιχειρήσεις λαμβάνουν τις αποφάσεις τους για την επίτευξη της καλύτερης δυνατής κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Οι αρχικές μελέτες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι χρονολογημένες από την δεκαετία του 1950, ενώ η προσπάθεια για την εύρεση της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης τους εξακολουθεί να αποτελεί αντικείμενο μελετών τόσο της ακαδημαϊκής κοινότητας όσο και των χρηματοοικονομικών αναλυτών έως και στις μέρες μας. Ουσιαστικά η επιλογή ανάμεσα στις διαθέσιμες πηγές κεφαλαίου, δηλαδή μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων, καθώς και η επίτευξη της ευρέσεως μιας τέλει αναλογίας μεταξύ αυτών, η οποία κατ' επέκταση με τη σειρά της θα οδηγήσει στον όσο το δυνατόν καλύτερο προσδιορισμό του άριστου σημείου κεφαλαιακής διάρθρωσης απασχολεί όχι μόνο τις επιχειρήσεις αλλά και τους θεωρητικούς αναλυτές. Με την επίτευξη του άριστου σημείου, πραγματοποιείται μεγιστοποίηση των κερδών των επιχειρήσεων και ελαχιστοποίηση του πραγματικού κόστους του κεφαλαίου.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας μπορεί να έχει στην πλειονότητα της το συστατικό του χρέους ή την πλειοψηφία των ιδίων κεφαλαίων, ή ένα ομοιόμορφο μείγμα τόσο του χρέους όσο και των ιδίων κεφαλαίων. Κάθε προσέγγιση έχει το δικό της σύνολο πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων.

Υπάρχουν πολλές επιστημονικές θεωρίες και αναλύσεις, που αναλύουν το ζήτημα διεξοδικά και προσπαθούν να δώσουν ικανοποιητικές ερμηνείες για την δομή της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Θα ήταν χρήσιμο να αναφερθούν κάποιες διαφορετικές θεωρίες, που καλύπτουν το εν λόγω θέμα από διαφορετικές οπτικές γωνίες.

Ανατρέχοντας στο παρελθόν, περίπου έξι δεκαετίες από σήμερα, θα διαπιστώσουμε ότι το θεώρημα των κατόχων Νόμπελ Modigliani και Miller (1958)

συντάραξε την τότε ακαδημαϊκή κοινότητα με την ριζοσπαστική ιδέα που προωθούσε, σύμφωνα με την οποία η επιλογή της χρηματοδότησης σε μία ιδανική αγορά δεν επηρεάζει τη συνολική αξία μίας επιχείρησης. Το θεώρημά τους μπορεί πλέον να θεωρείται ξεπερασμένο αλλά δεν αφήνει αμφιβολία το ότι έθεσε τα θεμέλια και ταυτόχρονα αποτέλεσε την αρχική “διέγερση” για την ανάπτυξη μίας πλούσιας βιβλιογραφίας γύρω από το πρόβλημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι έρευνες έχουν αποκαλύψει πλέον με βεβαιότητα ότι ο τρόπος χρηματοδότησης μίας επιχείρησης πρέπει να μας ενδιαφέρει γιατί επηρεάζει σημαντικά την κερδοφορία, την ανάπτυξη και την βιωσιμότητα μίας επιχείρησης. Στην συνέχεια ακολουθεί η θεωρία της αντιστάθμισης (trade - off theory) κατά την οποία οι επιχειρήσεις επιλέγουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση με τέτοιο τρόπο ώστε να εξισώνεται το κόστος με το όφελος. Με άλλα λόγια η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης γίνεται με βάση την αντιστάθμιση του φορολογικού πλεονεκτήματος του χρέους από την μία πλευρά και του κόστους χρεοκοπίας από την άλλη. Έπειτα θα αναλυθεί η θεωρία της ασύμμετρης πληροφορίας (asymmetric information theory), σύμφωνα με την οποία στις επενδυτικές αποφάσεις η μία πλευρά έχει περισσότερη ή καλύτερη πληροφόρηση από την άλλη. Συνεχίζοντας, θα παρουσιάσουμε τη θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order theory), σύμφωνα με την οποία υπάρχει συγκεκριμένη ιεράρχηση των πηγών χρηματοδότησης βάσει της οποίας μπορεί να διαμορφωθεί το ανάλογο επίπεδο μόχλευσης. Έπειτα θα παραθέσουμε την θεωρία της σύγκρουσης αντιπροσώπευσης (agency conflict theory), η οποία περιγράφει τη σύγκρουση των συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και στους διευθυντές των επιχειρήσεων όπως και μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών της, που κατευθύνει την επιλογή του επιπέδου μόχλευσης των επιχειρήσεων. Αυτά τα τρία “στρατόπεδα” αντιμάχονται μεταξύ τους για τις αποφάσεις για την επίτευξη της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τέλος το κεφάλαιο κλείνει με το κριτήριο της επιλογής της κατάλληλης χρονικής στιγμής (market timing theory) σύμφωνα με το οποίο, όταν προκύπτουν κατάλληλες ευκαιρίες χρηματοδότηση στις χρηματαγορές και στις κεφαλαιαγορές, οι επιχειρήσεις κάνουν χρήση τους για να επιτύχουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

1.2 Θεωρία των Modigliani και Miller

Το 1958 οι Franco Modigliani και Merton Miller έθεσαν την βάση των σύγχρονων θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης, σύμφωνα με την οποία κατέρριψαν την

επικρατούσα έως τότε αντίληψη περί χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Έδειξαν πως σε μία τέλεια αγορά, όπου τόσο οι επενδυτές όσο και οι διευθυντές των επιχειρήσεων μπορούν να έχουν την ίδια πρόσβαση στην ενημέρωση, τότε δεν υπάρχουν κόστη χρεοκοπίας, δεν υπάρχουν φόροι, δεν υπάρχουν κόστη διεκπεραίωσης (τέλειες χρηματαγορές) και μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο και οι δύο πλευρές με αποτέλεσμα να μην επηρεάζεται η συνολική αξία μίας επιχείρησης από τον τρόπο χρηματοδότησής της. Με άλλα λόγια το αν μια επιχείρηση έχει υψηλή μόχλευση ή έχει χαμηλότερο στοιχείο χρέους δεν επηρεάζει την συνολική αγοραία αξία της. Αντιθέτως, η αγοραία αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τα λειτουργικά κέρδη της εταιρίας.

1.3 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory)

Το 1973 οι Kraus και Litzenberger διατύπωσαν την θεωρία της αντιστάθμισης, σύμφωνα με την οποία η κεφαλαιακή διάρθρωση βασίζεται στην αντιστάθμιση μεταξύ του κέρδους από τη χρήση του χρέους εξαιτίας της χαμηλότερης φορολόγησης των κεφαλαίων, και το χρηματοοικονομικό κόστος από μια ενδεχόμενη χρεοκοπία σε περίπτωση αθέτησης των πληρωμών. Ως γνωστόν μια επιχείρηση, όταν αυξάνει το χρέος της, επωφελείται από την έκπτωση των φόρων επί του κόστους του χρέους (φορολογική ασπίδα), επηρεάζοντας ταυτόχρονα, μέσω της μετά από φόρους κερδοφορίας της, την αξία της επιχείρησης. Με άλλα λόγια όσο πιο πολύ αυξάνει το χρέος της μια επιχείρηση, τόσο περισσότερο αυξάνουν τα κόστη αντιπροσώπευσης και χρηματοοικονομικού κινδύνου με αποτέλεσμα να αρχίζει να αντισταθμίζεται το όφελος της έκπτωσης φόρου.

Σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, μια επιχείρηση μπορεί προβεί στην επιλογή της καλύτερης δυνατής αναλογίας ιδίων και δανειακών κεφαλαίων προκειμένου να μεγιστοποιήσει την χρηματιστηριακή της αξία μέσω, τόσο της έκπτωσης φόρου όσο και της αντιστάθμισης του κινδύνου χρεωκοπίας.

1.3 Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory)

Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory) στηρίζεται στο γεγονός ότι δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ίδια πρόσβαση στην πληροφόρηση. Οι διευθυντές των επιχειρήσεων έχουν καλύτερη πληροφόρηση

(εσωτερική πληροφόρηση) σχετικά με την πραγματική αξία και αποτίμηση της επιχείρησης από τους επενδυτές. Αυτό προκαλεί συνήθως ανησυχία στους επενδυτές με αποτέλεσμα κάποιες φορές να εγκαταλείπονται επενδύσεις, που θα είχαν θετικό πρόσημο στην αξία μιας επιχείρησης, κάτι που έχει τελικά αρνητικές συνέπειες στη συνολική αξία της. Η ύπαρξη δηλαδή ασυμμετρίας στην πληροφόρηση οδηγεί εσφαλμένα στην απόρριψη επενδύσεων ως «μη αποδοτικές» (Stiglitz και Weiss, 1981).

Μία ίσως από τις πιο σημαντικές στρεβλώσεις που προκαλεί η ασυμμετρία στην πληροφόρηση έγκειται στο γεγονός ότι οι επενδυτές δυσκολεύονται να ξεχωρίσουν τις «καλές» από τις «κακές» επιχειρήσεις. Αυτό συμβαίνει καθώς όπως αναφέραμε οι διευθυντές έχουν πλήρη γνώση ως προς την κατάσταση και την ποιότητα της επιχείρησης, την οποία οι εξωτερικοί επενδυτές δεν διαθέτουν. Οι επενδυτές από την πλευρά τους προσπαθούν να μαντέψουν την κατάσταση της εταιρείας αντλώντας πληροφόρηση από τις οικονομικές καταστάσεις στις οποίες περιλαμβάνονται και οι μεταβολές στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα συχνά οι «καλές» επιχειρήσεις να γνωρίζουν υποτίμηση της αξίας τους από την αγορά, ενώ αντίθετα οι «κακές» να απολαμβάνουν υπερτίμηση της αξίας τους. Η θεωρία της σηματοδότησης του χρέους (signaling of debt theory), υποστηρίζει ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν τη μόχλευση ως εργαλείο για να πείσουν τους επενδυτές για την καλή ποιότητα της επιχείρησής τους. Με την ανάληψη του χρέους η επιχείρηση δεσμεύεται απέναντι στους πιστωτές της ότι θα προχωρήσει σε συγκεκριμένες πληρωμές σε προκαθορισμένο χρόνο. Με τη σειρά της η δέσμευση αυτή αποτελεί ένα σήμα στις αγορές ότι η επιχείρηση μπορεί να εξασφαλίσει το απαραίτητο και κατάλληλο ύψος ταμειακών ροών ώστε αφενός να καλύψει τις πληρωμές για το χρέος της και αφετέρου για την επίτευξη κέρδους, που αποτελεί άλλωστε και τον πρωταρχικό λόγο για τον οποίο θα προέβαινε σε μία επένδυση. Επιπλέον κάνοντας χρήση του εξωτερικού δανεισμού, η επιχείρηση αποδέχεται την υποβολή της σε εξωτερικό έλεγχο, ιδίως στην περίπτωση τραπεζικού δανεισμού, και αυτό είναι ένα επίσης θετικό στοιχείο για τους επενδυτές σχετικά με την αξιοπιστία της. Σε αντιδιαστολή, οι επενδυτές μπορούν να υποθέσουν ότι η κακή ποιότητα μίας επιχείρησης προδίδεται τόσο από την χρηματοοικονομική συμπεριφορά όσο και από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, εφόσον αποστρέφεται τον εξωτερικό δανεισμό για την αποφυγή των αρνητικών συνεπειών στην περίπτωση αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της.

1.4 Θεωρία Ιεράρχησης Κεφαλαίων (Pecking Order Theory)

Η θεωρία ιεράρχησης των κεφαλαίων διατυπώθηκε από τον Myers (1984) και αποτελεί ίσως μια σημαντική θεωρία για τις εταιρικές χρηματοδοτήσεις. Η εν λόγω θεωρία, πηγάζει ουσιαστικά από την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και προβλέπει ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση ανάμεσα στους διευθυντές των επιχειρήσεων και των επενδυτών δημιουργεί μια διαβάθμιση προτίμησης στις επιχειρήσεις, σχετικά με τις πηγές των χρηματοδοτήσεων τους. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, όλα τα αξιόγραφα (securities) φέρουν ορισμένο βαθμό κινδύνου που πηγάζει από το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των επιχειρήσεων και των επενδυτών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα και το χρέος, και οι μετοχές να πωλούνται με έκπτωση από την πραγματική τους αξία. Οι επιχειρήσεις συνήθως για να αποφύγουν το πρόβλημα της υποεπένδυσης, επιδιώκουν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με δικά τους ίδια κεφάλαια, και όταν αυτά με τη σειρά τους, δεν επαρκούν, στρέφονται στο μέσο με τη μικρότερη ασυμμετρία στην πληροφόρηση, δηλαδή στο χρέος και τελευταία λύση αποτελεί η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου (Tirole, 2006). Με άλλα λόγια η επιχείρηση προτιμά να κεφαλαιοποιεί τα κέρδη της και να διατηρεί τα ίδια κεφάλαια της σε σχετικά υψηλή αναλογία σε σχέση με το σύνολο των ιδίων και δανειακών κεφαλαίων.

Συνεπώς, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων, οι επιχειρήσεις προτιμούν ως πρώτη επιλογή την εσωτερική χρηματοδότηση, ακόμη κι αν έχει υψηλότερο κόστος από άλλες μορφές. Κάποια σημαντικά πλεονεκτήματα της αυτοχρηματοδότησης είναι τα εξής: δεν υπάρχουν καθυστερήσεις, δεν υπάρχει αβεβαιότητα, δεν απαιτούνται διαπραγματεύσεις, δεν απαιτεί δημοσιότητα και δεν έχει κόστος για το μετόχους.

Επομένως η θεωρία της ιεράρχησης κεφαλαίων δεν δέχεται την ύπαρξη κάποιου στόχου μόχλευσης των επιχειρήσεων, καθώς η ιεράρχηση των κεφαλαίων είναι αυτή που καθορίζει κάθε φορά το επίπεδο δανεισμού της. Γενικά, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε πως όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία μεταξύ των επενδυτών και των διευθυντών των επιχειρήσεων, τόσο υψηλότερο θα είναι και το επίπεδο μόχλευσής τους.

1.5 Θεωρία Σύγκρουσης Αντιπροσώπευσης (Agency Conflict Theory)

Η εν λόγω θεωρία πηγάζει από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και διευθυντών της επιχείρησης και από τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των κατόχων χρέους – ομολόγων (πιστωτών). Υπάρχουν ουσιαστικά τρία “αντιμαχόμενα στρατόπεδα”.

Στην πρώτη περίπτωση, η σύγκρουση προκαλείται διότι οι διευθυντές (managers) μπορούν να παρακρατήσουν τα κέρδη της επιχείρησης για επένδυση, ενώ οι μέτοχοι προτιμούν τη διανομή μερισμάτων. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, το εξωτερικό χρέος κινητοποιεί τους διευθυντές (managers) των επιχειρήσεων να προσπαθούν να είναι πιο αποτελεσματικοί στις επενδυτικές τους αποφάσεις, αφού δέχονται μεγαλύτερη πίεση και υπάρχει καλύτερη επίβλεψη στα επιχειρηματικά τους σχέδια από τους πιστωτές (π.χ. Τράπεζες, Κεφαλαιαγορές).

Στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διευθυντών αναφέρεται η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow) που αναπτύχθηκε αρχικά από τον Jensen (1986). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι διευθυντές των επιχειρήσεων έχουν την τάση να χρησιμοποιούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flow) της επιχείρησης για την ανάληψη ζημιολόγων επενδυτικών σχεδίων, δηλαδή με αρνητική παρούσα αξία (NPV), όταν θεωρήσουν πως κάτι τέτοιο μπορεί να αυξήσει το μέγεθος της επιχείρησης. Ο λόγος είναι ότι ως επί το πλείστον, η αύξηση του μεγέθους, ακόμα και όταν υπερβαίνει το ιδανικό επίπεδο, συνδέεται θετικά με τις αποδοχές τους (Murphy, 1985) και την ενίσχυση της φήμης τους στην αγορά (Jensen, 1986). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flow) όμως αντιπροσωπεύουν ένα υπερβάλλον εισόδημα, το οποίο θα πρέπει να χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση σχεδίων που παρουσιάζουν θετική παρούσα αξία (Jensen, 1986). Βέβαια, στους μετόχους δίνεται η δυνατότητα μέσω του διοικητικού συμβουλίου να απομακρύνουν τους διευθυντές που δεν λαμβάνουν αποφάσεις βάσει των συμφερόντων τους.

Στην δεύτερη περίπτωση, η σύγκρουση προκαλείται διότι το συμφέρον των μετόχων για επενδύσεις υψηλών αποδόσεων και συνεπώς επενδύσεις υψηλού κινδύνου, έρχεται σε αντίθεση με τους κατόχους ομολόγων (πιστωτές), οι οποίοι πάντα θα λαμβάνουν την ίδια απόδοση, ανεξαρτήτως από την επίτευξη επιτυχημένων επενδύσεων και επομένως δεν επιθυμούν επικίνδυνα επενδυτικά πλάνα. Με άλλα

λόγια οι πιστωτές δεν θα συμφωνούσαν με τη χρηματοδότηση υψηλού κινδύνου επενδύσεων χωρίς να έχουν τις αντίστοιχες και ανάλογες εγγυήσεις. Θα ήταν σκόπιμο να αναφερθεί ότι σε περίπτωση πτώχευσης, οι μέτοχοι, έχουν δικαιώματα μόνο στα εναπομείναντα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης εφόσον πραγματοποιηθεί πρωτίστως η ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών της.

1.6 Θεωρία Επιλογής Κατάλληλης Χρονικής Στιγμής της Αγοράς (Market Timing Theory)

Η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής της αγοράς αποδίδεται στους Baker και Wurgler (2002), διότι υπήρξαν οι πρώτοι που διατύπωσαν θεωρητικά τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην κεφαλαιακή διάρθρωση και το φαινόμενο της κατάλληλης χρονικής στιγμής του μετοχικού κεφαλαίου, βασιζόμενοι στην υπόθεση του «παραθύρου ευκαιρίας».

Η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής των Lucas και McDonald (1990) που είχε προηγηθεί, συνέδεε την απόφαση για την έκδοση νέων μετοχών με την απόδοση της αγοράς και όχι με το μετοχικό κεφάλαιο. Αυτό που επί της ουσίας υποστήριζαν οι Baker και Wurgler (2002) είναι ότι οι επιχειρήσεις εκδίδουν μετοχικό κεφάλαιο όταν η αγορά έχει υπερεκτιμήσει την αξία του και επαναγοράζουν μετοχές όταν τις έχει υποτιμήσει. Η κεφαλαιακή διάρθρωση επομένως είναι απλά το αθροιστικό- συσσωρευμένο αποτέλεσμα όλων των προηγούμενων προσπαθειών του παρελθόντος της επιχείρησης να εκμεταλλευτούν την κατάλληλη χρονική στιγμή της αγοράς (Market timing) για την έκδοση ή επαναγορά μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή για να εξυπηρετήσει τις ανάγκες της για χρηματοδότηση.

Οι Baker et al (2003) διεύρυναν την θεωρία της επιλογής της κατάλληλης χρονικής στιγμής της αγοράς καλύπτοντας και τις περιπτώσεις χρέους μέσω της έκδοσης ομολόγων. Η κατάλληλη χρονική στιγμή για να χρηματοδοτηθεί μια επιχείρηση, είναι ουσιαστικά αυτή που θα της αποφέρει το χαμηλότερο δυνατό κόστος σε συνάρτηση πάντα με τον κίνδυνο.

Σύμφωνα με τον Ritter (2002), οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τις επιλογές ιεράρχησης σύμφωνα με τις εκάστοτε ευκαιρίες που τους προσφέρουν οι κεφαλαιαγορές. Αν για παράδειγμα οι μετοχές στα Χρηματιστήρια είναι

υπερτιμημένες, τότε οι εταιρείες τείνουν στο να εκδώσουν μετοχικό κεφάλαιο, ενώ στην αντίπερα όχθη όταν το κόστος δανεισμού είναι φτηνό, τείνουν στο να εκδώσουν ομόλογα.

Μετά τη δημοσίευση της θεωρίας της κατάλληλης χρονικής στιγμής της αγοράς (Baker και Wurgler, 2002), όπου αμφισβητήθηκε ανοικτά η ορθότητα των επικρατέστερων μέχρι τότε θεωριών, ακολούθησε ένας μεγάλος αριθμός μελετών για την θεωρητική και εμπειρική επιβεβαίωση ή απόρριψή της. Για παράδειγμα, ενώ αρχικά οι ερευνητές διατήρησαν ορισμένες επιφυλάξεις, στη συνέχεια απέκτησε ένθερμους υποστηρικτές, όπως ενδεικτικά αναφέρουμε τον Jenter (2005), τους Mahajan και Tartaroglu (2008) και πολλοί άλλοι.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (Εσωτερικά - Δανειακά Κεφάλαια)

2.1 Εισαγωγή

Οι επιχειρήσεις ως γνωστόν μπορούν να επιλέξουν την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους με τρεις διαφορετικούς τρόπους. Ο πρώτος είναι με την επανεπένδυση των κερδών τους (μέσω των αποθεματικών τους και τις αποσβέσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους), ο δεύτερος με την έκδοση νέων μετοχών και ο τρίτος με τον δανεισμό. Στην παρούσα εργασία το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στο δανεισμό ή αλλιώς στη χρηματοοικονομική μόχλευση η οποία για λόγους που θα αναφέρουμε στη συνέχεια παρουσιάζει εξαιρετικό ερευνητικό ενδιαφέρον. Επειδή τα εσωτερικά κεφάλαια αρκετές φορές συνήθως δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση και όταν επαρκούν δεν είναι βέβαιο ότι θα χρησιμοποιηθούν, οι επιχειρήσεις πολύ συχνά στρέφονται στην ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση. Η επιλογή ανάμεσα στο χρέος και στο μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί πάντα ένα δίλημμα. Βέβαια είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι το μεγάλο πλεονέκτημα του χρέους είναι αδιαμφισβήτητο το χαμηλό του κόστος. Αυτό οφείλεται σε τρεις παράγοντες. Πρώτον, το προ φόρου επιτόκιο που είναι κατά κανόνα χαμηλότερο από την απόδοση που ζητάνε οι μέτοχοι. Δεύτερον, προσφέρει φορολογικές ελαφρύνσεις στην επιχείρηση, λόγω της λεγόμενης φορολογικής ασπίδας η οποία προσθέτει αξία στην επιχείρηση. Ο τρίτος και τελευταίος λόγος, είναι ότι τα διοικητικά έξοδα για την έκδοση χρέους είναι συνήθως χαμηλότερα από τα έξοδα για την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου (Berk και DeMarzo, 2014).

Με την έκδοση νέων μετοχών, καλούνται οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές να βάλουν τα κεφάλαιά τους στην επιχείρηση, προσφέροντάς τους ως αποζημίωση, τίτλους ιδιοκτησίας της επιχείρησης (μετοχές), ώστε να έχουν την δυνατότητα απόκτησης μεριδίου στα μελλοντικά της κέρδη. Από την άλλη πλευρά, με την έκδοση χρέους η επιχείρηση ζητάει από τους επενδυτές να της δανείσουν τα κεφάλαιά τους για ορισμένο χρονικό διάστημα ώστε να τα διαχειριστεί με τον τρόπο που επιθυμεί, και σε αντάλλαγμα δεσμεύεται για την πληρωμή αποζημίωσης συγκεκριμένου ύψους, η οποία θα τους καταβληθεί σε προκαθορισμένους χρόνους. Η βασική διαφορά των δύο

τρόπων άντλησης κεφαλαίου έγκειται στο γεγονός ότι στην πρώτη περίπτωση οι εξωτερικοί επενδυτές μετατρέπονται σε συνιδιοκτήτες της επιχείρησης, ενώ στη δεύτερη περίπτωση οι πιστωτές έχουν απαιτήσεις μόνο ως προς το συμφωνηθέν τίμημα για τα κεφάλαια που δάνεισαν στην επιχείρηση (Brealey και συν., 2014).

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε και θα αναφερθούμε στους κύριους τρόπους άντλησης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου και του Real Estate.

2.2 Εσωτερικά Κεφάλαια – Εσωτερική Χρηματοδότηση

Μια επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτήσει ένα νέο επενδυτικό πλάνο της ή να καλύψει τις λειτουργικές της ανάγκες που ρυθμίζουν την εύρυθμη λειτουργία της μέσω των εσωτερικών κεφαλαίων της , δηλαδή με τη χρήση κεφαλαίων που διατηρεί στο ενεργητικό της και τα οποία προέρχονται από την παρακράτηση μέρους ή του συνόλου των κερδών της, από τα πάγια στοιχεία που έχει στη διάθεση της καθώς και από τους επενδυτές ή μετόχους της. Η χρηματοδότηση με εσωτερικά κεφάλαια θεωρείται ως η πλέον επιθυμητή για τις επιχειρήσεις σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order theory) και τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory).

Μειονεκτήματα του εσωτερικού δανεισμού αποτελούν κυρίως τα “μηνύματα” που περνούν στην αγορά από τις αποφάσεις της διοίκησης με το να μην προβεί στην χρηματοδότηση των επενδυτικών της σχεδίων ή να μην κάνει κάλυψη των αναγκών της σε ρευστά διαθέσιμα με οποιαδήποτε μορφή εξωτερικού δανεισμού. Αυτό θα έχει ως συνέπεια τόσο η αγορά όσο και οι επενδυτές να ερμηνεύσουν εν μέρει αρνητικά αυτή την κίνηση, καθώς θα θεωρηθεί είτε ότι η επιχείρηση έχει έλλειψη φερεγγυότητας και αξιοπιστίας πιστοληπτικά είτε ότι δεν μπορεί να χρηματοδοτηθεί από τραπεζικά ιδρύματα λόγω του υψηλού δανεισμού που έχει, με αποτέλεσμα η ανακοίνωση για παράδειγμα της αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου να οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής και της αγοραίας αξίας της. Επιπλέον οι μέτοχοι δεν τάσσονται υπέρ αυτής της μορφής χρηματοδότησης είτε γιατί απαιτεί από τους ίδιους την επιπλέον καταβολή κεφαλαίου είτε γιατί αυξάνει τα παρακρατηθέντα

κέρδη και μειώνει αντίστοιχα τα κέρδη προς διανομή, δηλαδή τα μερίσματα που έχουν να λαμβάνουν. Τέλος, η πώληση κάποιων πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ή αξιόγραφων στα οποία είχε επενδύσει αυξάνει μεν την ρευστότητά της άμεσα, ωστόσο με το πέρασ του χρόνου με τον τρόπο αυτό αρχίζουν να περιορίζονται τα μελλοντικά της έσοδα από τα αξιόγραφα ή αντίστοιχα αυξάνονται τα μελλοντικά έξοδα της με την πώληση κάποιων ιδιόκτητων εγκαταστάσεων της και την ενοικίαση νέων.

Τα πλεονεκτήματα όμως αυτής της μορφής χρηματοδότησης, απορρέουν κυρίως από την δυνατότητα της επιχείρησης να είναι οικονομικά ανεξάρτητη και ευέλικτη. Τα "μηνύματα" που διαχέονται και συνήθως λαμβάνει η αγορά από την χρηματοδότηση με εσωτερικό δανεισμό είναι ότι πρόκειται για μία υγιή επιχείρηση, η οποία είναι ικανή να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της καθώς και τις υποχρεώσεις της με ίδια κεφάλαια. Επιπρόσθετα, βελτιώνει τη λογιστική αξία των μετοχών της επιχείρησης, καθώς αυξάνει την καθαρή της θέση. Το πιο σημαντικό πλεονέκτημα όμως είναι ότι η επιχείρηση κάνει διατήρηση του δικαιώματος της να έχει πρόσβαση και στις λοιπές μεθόδους δανεισμού και στην πιστοληπτική της ικανότητα καθώς της παρέχεται η δυνατότητα διαπραγμάτευσης ευνοϊκότερων όρων σε περίπτωση που μελλοντικά χρειαστεί για παράδειγμα τον τραπεζικό δανεισμό.

Η εσωτερική χρηματοδότηση αναφέρεται στο ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης, στα αποθεματικά και στις αποσβέσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι κυριότερες μορφές εσωτερικής χρηματοδότησης είναι :

- Η γνήσια αυτοχρηματοδότηση , η οποία προέρχεται από την κεφαλαιοποίηση των πραγματοποιηθέντων κερδών (αποθεματικά).
- Η αύξηση του αρχικού κεφαλαίου των Επιχειρήσεων με μεταγενέστερες εισφορές των μετόχων (στις Α.Ε. αποφασίζεται από τις Γενικές Συνελεύσεις η έκδοση νέων μετοχών και η απόκτησή τους κατά προτίμηση από τους παλαιούς μετόχους).
- Η δανειακή ενίσχυση των Επιχειρήσεων από τους επιχειρηματίες. Αυτό γίνεται όταν δεν είναι δυνατή η εύρεση ξένων κεφαλαίων ή όταν αποφεύγεται ο ξένος δανεισμός.

Τα ίδια κεφάλαια (χρεόγραφα) διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Κοινό μετοχικό κεφάλαιο (Common Stock)
- Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο (Preffered Stock)
- TIER 1 Bonds (long-term income bonds)
- TIER 2 Bonds (long-term income bonds) (Λιάπης, 2019)
- TIER 3 Bonds

2.2.1 Μετοχικό Κεφάλαιο

2.2.2.1 Γενικά για το Μετοχικό Κεφάλαιο

Με τον όρο Μετοχικό Κεφάλαιο εκφράζεται ένα ποσό αξίας που διαμορφώθηκε από τις εισφορές των μετόχων κατά τη σύσταση της εταιρίας και κατά μεταγενέστερες αυξήσεις του , καθώς και με κεφαλαιοποιήσεις διαφόρων ποσών που προέρχονται από αποθεματικά ή από αναπροσαρμογή της ιστορικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων, ιδίως των παγίων της εταιρίας ή από υποχρεώσεις σε τρίτους. Το ποσό αυτό κατανέμεται σε ίσα μέρη που ονομάζονται μετοχές και αντιπροσωπεύονται από μεταβιβάσιμους τίτλους , συνήθως ανώνυμους αλλά συχνά και ονομαστικούς.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο αποτελεί τμήμα των ιδίων κεφαλαίων, τα οποία περιλαμβάνουν τα αποθεματικά, τα αδιανέμητα κέρδη, ποσά προς κεφαλαιοποίηση, διαφορές αποτιμήσεων κ.α. Τα συνολικά ίδια κεφάλαια εκφράζουν την εσωτερική ή λογιστική αξία της εταιρίας.

Οι Εταιρίες μπορούν για να καλύψουν το κεφάλαιο τους να εκδώσουν νέες κοινές ή και προνομιούχες μετοχές.

2.2.2.2 Χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης νέων μετοχών

Η έκδοση νέων μετοχών με δημόσια διαπραγμάτευση (public offer) στο χρηματιστήριο, αποτελεί για την επιχείρηση έναν εύκολο τρόπο άντλησης

κεφαλαίων. Σε αντίθεση με ότι ισχύει για το χρέος, το οποίο συνοδεύεται από τον κίνδυνο χρεοκοπίας, η επιχείρηση δεν είναι υποχρεωμένη να προβαίνει σε συγκεκριμένου ύψους πληρωμές σε προκαθορισμένους χρόνους. Το μόνο που παραχωρείται στους επενδυτές είναι το δικαίωμα στα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας, υπό τη μορφή μερισμάτων ή υπεραξίας, το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από την επιτυχία της λειτουργίας της. Βέβαια το βασικό μειονέκτημα της έκδοσης κοινών μετοχών είναι η απώλεια ιδιοκτησίας. Οι νέοι μέτοχοι, αποκτούν δικαιώματα ψήφου σε σημαντικά ζητήματα, και ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο μπορούν να επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα τον τρόπο άσκησης της διοίκησης της εταιρίας. Το πρόβλημα ωστόσο μπορεί να ξεπεραστεί με την έκδοση προνομιούχων μετοχών, οι οποίες προσφέρουν σταθερά περιοδικά μερίσματα και προτεραιότητα επί των ταμειακών ροών και των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε περίπτωση χρεοκοπίας αλλά δεν παρέχουν δικαιώματα ψήφου στους κατόχους τους (Megginson και συν., 2008). Μία επίσης σημαντική κατηγορία μετοχών, κυρίως για νέες επιχειρήσεις οι οποίες αναζητούν κεφάλαια αλλά δεν έχουν αποκτήσει ακόμα σημαντική φήμη στην αγορά και επιθυμούν να προσελκύσουν επενδυτές, είναι οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές. Οι μετοχές αυτές έχουν τα ίδια προνόμια με τις προνομιούχες, και δίνουν τη δυνατότητα στους κατόχους τους να τις μετατρέψουν μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα σε κοινές, και να αποκτήσουν τα ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις με τους παλιούς μετόχους.

Όταν μια επιχείρηση μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο και την ολοκλήρωση της πρώτης προσφοράς των μετοχών της επιθυμεί να αντλήσει εκ νέου μετοχικό κεφάλαιο έχει δύο επιλογές. Η πρώτη επιλογή είναι να προβεί σε προσφορά μετοχών με μετρητά (cash offer), η οποία είναι δημόσια και απευθύνεται σε όλους τους επενδυτές, ενώ η δεύτερη επιλογή είναι η προσφορά μετοχών με δικαιώματα (rights offer), αποδέκτες της οποίας είναι οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι. Στόχος της προσφοράς με δικαιώματα είναι η προστασία των υπαρχόντων μετόχων από πιθανή υποτιμολόγηση της τιμής της μετοχής, που θα δυσχέραινε σημαντικά τη θέση τους. Παρόλο που η προσφορά μετοχών με δημόσια εγγραφή προσφέρει στις επιχειρήσεις σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως είναι για παράδειγμα η εύκολη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου και η

υψηλή ρευστότητα, σύμφωνα με τον (Damodaran, 2011), οι επιχειρήσεις δύσκολα αποφασίζουν την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Ο λόγος ενδεχομένως να είναι αφενός το ότι οι διευθυντές επιθυμούν να διατηρούν τα επίπεδα του δείκτη κέρδη ανά μετοχή (EPS) σταθερό βραχυχρόνια και αφετέρου οι υπερβολικά αισιόδοξες εκτιμήσεις τους σχετικά με την πραγματική αξία της επιχείρησης, η οποία κατά την άποψή τους υπερβαίνει την τιμή της μετοχής στην αγορά.

2.2.2.3 TIER BONDS

Τα TIER 1 Bonds και τα TIER 2 Bonds λέγονται Capital Bonds ή Subordinary Capital, λόγω του ότι σε περιπτώσεις αθέτησης πληρωμών κεφαλαιοποιούνται, δηλαδή μετατρέπονται σε κεφάλαιο και είναι άμεσα συνδεδεμένα με την κερδοφορία της επιχείρησης, όπως άλλωστε και το σύνολο των κατηγοριών ιδίων κεφαλαίων. (Λιάπης 2019)

Τα TIER 2 Bonds ενέχουν μικρότερο κίνδυνο καθώς έχουν μικρότερο maturity time (συνήθως 10 έτη) σε σχέση με τα TIER 1 Bonds που έχουν maturity time 20-30 έτη και σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης τα TIER 2 Bonds αποζημιώνονται πρωτίστως από τα λοιπά ίδια κεφάλαια. (Λιάπης 2019)

Βέβαια πλέον το maturity time έχει διαμορφωθεί στα δέκα έτη για τα TIER 1 Bonds και στα πέντε έτη για τα TIER 2 Bonds.

2.3 Δανειακά Κεφάλαια

2.3.1 Χρηματοδότηση μέσω των διαφόρων μορφών χρέους

Μία επιχείρηση όταν αποφασίζει να χρηματοδοτηθεί με χρέος, έχει στη διάθεσή της τρεις επιλογές. Η πρώτη της επιλογή είναι να ανατρέξει απευθείας στην αγορά κεφαλαίων και να πουλήσει χρεόγραφα με δημόσια τοποθέτηση. Η διαδικασία αυτή μοιάζει αρκετά με την πώληση νέων μετοχών και λαμβάνει χώρα σε οργανωμένες αγορές. Η δεύτερη της επιλογή είναι να πουλήσει

χρεόγραφα σε μία ομάδα επενδυτών οι οποίοι μπορεί να είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, άλλες επιχειρήσεις ή και μεμονωμένοι επενδυτές με μεγάλη περιουσία, και η τρίτη της επιλογή είναι ο τραπεζικός δανεισμός από ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Καθοριστικό ρόλο στην περίπτωση του χρέους παίζει και η απόφαση σχετικά με τον χρονικό ορίζοντα του δανεισμού. Ορισμένες επιχειρήσεις, συνήθως μεγάλου μεγέθους, ενδεχομένως να προτιμήσουν τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους με βραχυπρόθεσμο δανεισμό, τον οποίο και θα αναχρηματοδοτούν με νέο δανεισμό λίγο πριν τη λήξη του. Το πλεονέκτημα του βραχυπρόθεσμου δανεισμού είναι το χαμηλό κόστος του και η ευελιξία στον τρόπο διαμόρφωσής του. Ο σοβαρός όμως κίνδυνος που παραμονεύει για την επιχείρηση σε αυτή την περίπτωση είναι η εμφάνιση προβλήματος ρευστότητας ή ακόμα και χρεοκοπίας όταν για οποιοδήποτε λόγο οι πιστωτές αρνηθούν την αναχρηματοδότηση του χρέους της ή αυξηθεί σημαντικά το κόστος δανεισμού της.

2.3.2 Έκδοση χρεογράφων

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω η προσφορά χρεογράφων με δημόσια τοποθέτηση είναι παρόμοια με τη διαδικασία έκδοσης νέων μετοχών. Η επιχείρηση μπορεί να προσφέρει τα χρεόγραφα στις πρωτογενείς αγορές απευθείας, είτε με τη συνδρομή κάποιου χρηματοοικονομικού οργανισμού (χρηματιστηριακές εταιρείες, επενδυτικές τράπεζες κ.α.) και πραγματοποιείται στις οργανωμένες αγορές. Η δημόσια προσφορά επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αποκτήσουν πρόσβαση σε μεγάλο αριθμό επενδυτών με σκοπό να συγκεντρώσουν κεφάλαια το ύψος των οποίων θα ήταν δύσκολο να επιτευχθεί με ιδιωτικές συμφωνίες. Ένα μεγάλο πλεονέκτημα των χρεογράφων αυτού του είδους είναι ότι σε αντιδιαστολή με τα ιδιωτικά ομόλογα, μετά την αρχική τους προσφορά μπορούν να διαπραγματευθούν εκ νέου στη δευτερογενή αγορά. Το γεγονός αυτό τους καθιστά σε τίτλους υψηλής ρευστότητας, οι οποίοι είναι εξαιρετικά ελκυστικοί για τους επενδυτές. Ωστόσο ένα βασικό μειονέκτημα αποτελεί το σχετικά μεγάλο κόστος που καλείται να αναλάβει η επιχείρηση για την εγγραφή της.

Ο δανεισμός με ιδιωτικές τοποθετήσεις συνδυάζει σύμφωνα με τους Denis και Mihov (2003), στοιχεία του τραπεζικού δανεισμού και των δημόσιων ομολόγων χαμηλής διαβάθμισης. Έχουν κοινά γνωρίσματα με τα δημόσια χρεόγραφα που αναφέραμε παραπάνω, διαφοροποιούνται όμως σε τρία βασικά σημεία. Αυτά είναι ο τρόπος σχεδιασμού, η απουσία ελέγχου σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου και η ευκολία επαναδιαπραγμάτευσής τους (Kwan και Carleton, 2010). Εκδίδοντας ιδιωτικό χρέος η επιχείρηση αποφεύγει το υψηλό κόστος εγγραφής που απαιτείται για τη δημόσια προσφορά του δανείου στις οργανωμένες αγορές. Στις ιδιωτικές τοποθετήσεις, οι οποίες οργανώνονται από πιστωτικά ιδρύματα, η επιχείρηση έρχεται σε απευθείας συμφωνία με μία μικρή ομάδα επενδυτών για την πώληση των χρεογράφων που επιθυμεί να εκδώσει. Οι επιχειρήσεις υπόσχονται πληρωμές κουπονιών σε τακτά χρονικά διαστήματα και αποπληρώνουν την ονομαστική αξία του ομολόγου στη λήξη του, όπως ακριβώς συμβαίνει και στα δημόσια ομόλογα. Η πώληση χρεογράφων με ιδιωτική τοποθέτηση είναι συντομότερη από τη διαδικασία της δημόσιας προσφοράς.

2.3.3 Τραπεζικός δανεισμός

Όσον αφορά τον τραπεζικό δανεισμό, πρόκειται για μία διμερή συμφωνία μεταξύ του δανειστή και του δανειζόμενου, όπου ο τόκος και το κεφάλαιο αποπληρώνονται κατά τη διάρκεια της δανειακής σύμβασης. Μία τυπική δανειακή σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ μιας επιχείρησης και ενός ή περισσότερων πιστωτών, αναγράφει το ποσό του δανεισμού, το χρόνο ωρίμανσης του χρέους, το επιτόκιο και τον τρόπο αποπληρωμής του δανείου. Στη σύμβαση περιλαμβάνονται συγκεκριμένες εγγυήσεις που παρέχει ο δανειζόμενος στην τράπεζα. Επιπλέον εμπεριέχονται ρητές δεσμεύσεις της επιχείρησης για την αποφυγή αποφάσεων που θίγουν τα συμφέροντα των πιστωτών, και προβλέπονται οι ακολουθούμενες διαδικασίες σε περίπτωση χρεοκοπίας, όπως και οι όροι τερματισμού της χρηματοδότησης όταν το κρίνει απαραίτητο η πλευρά της τράπεζας. Ο δανεισμός που πραγματοποιείται από μία μόνο τράπεζα επιτρέπει καλύτερο έλεγχο της πορείας των δανείου, και μεγαλύτερη ευελιξία σε περίπτωση χρεοκοπίας. Βέβαια ο δανεισμός μεγάλων επιχειρήσεων από ένα μόνο πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να παρουσιάσει τη

δυσκολία, να μην μπορεί να καλύψει τις αυξημένες απαιτήσεις κεφαλαίων που απαιτούνται από την επιχείρηση. Σε δάνεια που συμμετέχουν περισσότερες τράπεζες η μία εξ αυτών αναλαμβάνει τον ρόλο της ηγέτιδας τράπεζας και διαπραγματεύεται τους όρους έκδοσής του δανείου και στη συνέχεια πουλάει τα μερίδια αυτού σε μικρότερες τράπεζες. Είναι πιθανό στην περίπτωση των κοινοπρακτικών δανείων, οι τράπεζες να απαιτήσουν την πληρωμή των διοικητικών εξόδων αρχικά, ώστε στη συνέχεια να πουλήσουν το μερίδιο που τους αναλογεί στη δευτερογενή αγορά.

Εκτός από τα δάνεια μεσοπρόθεσμης ή μακροπρόθεσμης διάρκειας υπάρχουν και τα δάνεια βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Αυτά είναι τα δάνεια της μίας πληρωμής στο τέλος (single, end of period payment loans), των πιστωτικών γραμμών (lines of credit) και τα δάνεια γέφυρες (bridge loans). Στα δάνεια μίας πληρωμής, η επιχείρηση δανείζεται το ποσό που χρειάζεται για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες της και στη συνέχεια το αποπληρώνει στο σύνολό του κατά την ημερομηνία λήξης του. Τα δάνεια πιστωτικής γραμμής είναι χαμηλού ρίσκου και παρέχονται σε επιχειρήσεις που διαθέτουν μέτριο ή υψηλό βαθμό πιστοληπτικής αξιολόγησης (investment grade loans). Η τράπεζα ορίζει το μέγιστο ποσό που μπορεί να δανειστεί μια επιχείρηση η οποία επιβαρύνεται με ορισμένο κόστος για το αχρησιμοποίητο μέρος της πιστωτικής γραμμής, και με τον τόκο για το ποσό που χρησιμοποίησε. Η συμφωνία για την ανακυκλούμενη πίστωση απαιτεί συνήθως από την επιχείρηση να μηδενίζει το χρέος της μετά την παρέλευση ορισμένου χρονικού διαστήματος. Μπορεί ωστόσο να υπάρξει σχετική πρόβλεψη, με την οποία να επιτρέπεται στις επιχειρήσεις να αναχρηματοδοτήσουν το δάνειό τους και να μετακυλήσουν την αποπληρωμή του σε μεταγενέστερο χρόνο, μετατρέποντάς το εν τέλει σε μορφή μακροπρόθεσμου δανεισμού. Τα δάνεια γέφυρες, είναι επίσης βραχυπρόθεσμης διάρκειας, είναι δάνεια κατά τα οποία ο δανειζόμενος καλείται να πληρώσει τον τόκο στην αρχή του δανείου, και χρησιμοποιούνται για να «γεφυρώσουν» το κενό χρηματοδότησης μέχρι την έναρξη του μακροπρόθεσμου δανεισμού (Berk και DeMarzo, 2014).

Ένα από τα σημαντικά χαρακτηριστικά του τραπεζικού δανεισμού είναι ότι ασκεί στενότερο εποπτικό έλεγχο των ενεργειών της επιχείρησης από την

πλευρά των πιστωτών και ευελιξία στη διαπραγμάτευση σε περίπτωση χρεοκοπίας. Η τράπεζα ελέγχει την επιχείρηση ως προς την αξιοπιστία και την πιστοληπτική της ικανότητα, τόσο πριν όσο και μετά την έναρξη της δανειακής σύμβασης. Αρχικά, η τράπεζα ζητά από την επιχείρηση την παροχή οικονομικών στοιχείων σχετικά με τη χρηματοοικονομική της κατάσταση. Μετά την υποβολή των οικονομικών στοιχείων της θα πρέπει να διαβεβαιώσει το πιστωτικό ίδρυμα ότι η κατάστασή της δεν έχει μεταβληθεί προς το δυσμενέστερο μετά την έκδοση των οικονομικών της καταστάσεων, ότι δεν εκκρεμούν δικαστικές διαμάχες που μπορούν να κριθούν εις βάρος της, και φυσικά ότι δεν βρίσκεται σε διαδικασία πτώχευσης. Οι δανειακές συμβάσεις περιλαμβάνουν και συγκεκριμένες προβλέψεις σχετικά με τις υποχρεώσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια του δανεισμού. Για να περιορίσει την έκθεσή της στον κίνδυνο η τράπεζα ζητάει από τις επιχειρήσεις εξασφαλίσεις. Ως εξασφαλίσεις εννοούνται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία δίνονται ως ενέχυρο (καλύμματα) στην τράπεζα ώστε σε περίπτωση πτώχευσης να περάσουν στην κατοχή της για να ανακτήσει μέρος ή το σύνολο των κεφαλαίων με τα οποία δανειοδότησε την επιχείρηση.

Οι δανειακές συμβάσεις εκτός από την αδυναμία πληρωμής, προβλέπουν και άλλες περιπτώσεις στις οποίες το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να τερματίσει τη συμφωνία και να απαιτήσει την άμεση αποπληρωμή του δανείου, όπως είναι η παραβίαση όρων της σύμβασης σχετικά με τις υποχρεώσεις της επιχείρησης, η παράνομη δραστηριότητα, η ύπαρξη αλλαγών στη διοίκηση κ.α.

2.3.4 Εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης

2.3.4.1 Σύμβαση Πρακτορείας (Factoring)

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring) αποτελεί έναν εναλλακτικό τρόπο για πρόσβαση σε ρευστότητα των επιχειρήσεων. Πράκτορες επιχειρηματικών απαιτήσεων είναι συνήθως θυγατρικές τραπεζικών ιδρυμάτων που συνάπτουν συμβάσεις με τις επιχειρήσεις με σκοπό την προεξόφληση των απαιτήσεων κατά των πελατών τους, την αξιολόγηση της φερεγγυότητάς τους, καθώς και την είσπραξη και τη νομική διαχείριση των απαιτήσεων αυτών. Η

επιχείρηση που παραχωρεί τις προς είσπραξη απαιτήσεις από τους πελάτες της στην εταιρεία πρακτόρευσης, εκτός από την άμεση πρόσβαση σε ρευστότητα, κερδίζει και τα κόστη από τις παραπάνω εργασίες. Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων μπορεί να έχει εφαρμογή, σε μεγάλες επιχειρήσεις, καθώς και σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών και στην πώληση αγαθών. Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι το σύνολο των προσφερόμενων υπηρεσιών χάρη στην οποία δίνεται η δυνατότητα προσαρμογής στις εξατομικευμένες απαιτήσεις της κάθε επιχείρησης-πελάτη. Επιπροσθέτως επιτυγχάνεται ρευστότητα από την είσπραξη των απαιτήσεων, κάλυψη πιστωτικού κινδύνου, έλεγχος φερεγγυότητας, καθώς και λογιστική παρακολούθηση. Βέβαια σημαντικό μειονέκτημα της χρηματοδότησης μέσω πρακτόρων επιχειρηματικών απαιτήσεων αποτελεί το κόστος, το οποίο είναι υψηλότερο από τον δανεισμό, καθώς όπως προαναφέρθηκε αφορά σύνολο υπηρεσιών και όχι απλή προεξόφληση μελλοντικών απαιτήσεων. Επιπρόσθετα, όταν συνάπτεται μία σύμβαση με μια εταιρεία πρακτόρευσης, η επιχείρηση εκχωρεί και τις υφιστάμενες και τις μελλοντικές της απαιτήσεις. Ωστόσο, η εταιρεία πρακτόρευσης, βάσει των δικών της κριτηρίων και αξιολόγησης φερεγγυότητας, θα καθορίσει όρια για κάθε πελάτη ξεχωριστά, γεγονός που σημαίνει ότι μπορεί να δημιουργηθούν δυσარέσκειες στη σχέση με την επιχείρηση εάν τα όρια αυτά δεν επαρκούν για τις επιθυμητές συναλλαγές. Επίσης, στην περίπτωση της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, στις εγγραφές του ισολογισμού, δηλαδή στο κυκλοφορούν ενεργητικό, η επιχείρηση δεν εμφανίζει απαιτήσεις.

2.3.4.2 Χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing)

Η χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing) αποτελεί μία από τις πιο διαδεδομένες μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων για την απόκτηση παγίων στοιχείων. Η επιχείρηση έχει την δυνατότητα μίσθωσης για συγκεκριμένη διάρκεια από κάποια εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων του ακινήτου ή του εξοπλισμού που επιθυμεί για επαγγελματική χρήση και στη λήξη αυτής της διάρκειας μπορεί να επιλέξει τόσο την συνέχεια

της μίσθωσης, όσο την διακοπή της ή την αγορά του πάγιου στοιχείου σε κάποιο προσυμφωνημένο τίμημα. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης παρέχει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις να κάνουν απόκτηση κάποιων πάγιων στοιχείων, ανανέωση του εξοπλισμού τους και γενικά συμβάλλει στον εκσυγχρονισμό τους, χωρίς να χρησιμοποιούν κάποιες παραδοσιακές μορφές δανεισμού. Συμμετέχοντες είναι ο εκμισθωτής, που είναι η εταιρεία της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ο μισθωτής, όπου είναι η επιχείρηση - πελάτης της εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης και, σε κάποιες περιπτώσεις, ο προμηθευτής του παγίου, που είναι η εταιρεία από την οποία αγοράζεται το πάγιο στοιχείο. Η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης πραγματοποιεί την αγορά από τον προμηθευτή του πάγιου στοιχείου και, στη συνέχεια με τη σειρά της, το ενοικιάζει με συγκεκριμένες καταβολές για μια ορισμένη χρονική περίοδο στην επιχείρηση που το επιθυμεί υπογράφοντας την αντίστοιχη σύμβαση. Στους όρους της σύμβασης περιλαμβάνεται και προσδιορίζεται το ύψος του τιμήματος που πρέπει να καταβάλει ο μισθωτής στην λήξη της σύμβασης προκειμένου να κάνει απόκτηση της κυριότητας του πάγιου στοιχείου και το οποίο συνήθως είναι συμβολικό. Βέβαια παρέχεται στον μισθωτή και η εναλλακτική λύση της ανανέωσης της σύμβασης μίσθωσης είτε της επιστροφής του εξοπλισμού, είτε να ελευθερώσει το ακίνητο, παύοντας την συνεργασία.

2.3.4.3 Χρηματοδότηση μέσω εταιρειών ιδιωτικών κεφαλαίων (private equity)

Ένας εναλλακτικός τρόπος συγκέντρωσης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, ιδίως στις περιπτώσεις που δεν έχουν τη δυνατότητα εισόδου στο χρηματιστήριο, είναι να προσελκύσουν το ενδιαφέρον εταιρειών ιδιωτικού κεφαλαίου (private equity). Η δραστηριότητα αυτών των εταιρειών ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες τη δεκαετία του 1980 και παίζουν τον ρόλο του μεσάζοντα μεταξύ των πηγών κεφαλαίου που προέρχονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες κ.α.), και επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη από κεφάλαια (Metrick και Yasuda, 2011). Οι εταιρείες αυτές είναι ετερόρρυθμες και οι θεσμικοί επενδυτές που συμμετέχουν έχουν ευθύνη μόνο ως προς το ποσοστό συμμετοχής τους. Εφόσον επιλέξουν την επιχείρηση που τους ενδιαφέρει τοποθετούν τα κεφάλαιά τους

σε αυτή και αποκτούν ένα ποσοστό του μετοχικού της κεφαλαίου που τους επιτρέπει τη συμμετοχή στη διοίκηση, κυρίως συμβουλευτικά, λαμβάνοντας θέσεις στο διοικητικό της συμβούλιο.

Αξίζει να σημειωθεί ότι από τις εταιρείες ιδιωτικού κεφαλαίου προέρχονται και οι εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) οι οποίες συχνά ονομάζονται και ως «κεφάλαια καινοτομίας». Αυτό οφείλεται στα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που επιλέγουν να επενδύσουν. Οι εταιρείες venture capital στοχεύουν επιχειρήσεις μικρές σε μέγεθος που όμως έχουν μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης και διαθέτουν άυλα περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία δεν μπορεί να υπολογιστεί εύκολα, όπως συμβαίνει για παράδειγμα με τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας. Βέβαια υπάρχουν και περιπτώσεις που οι εταιρείες επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο ανάπτυξης ή που βρίσκονται σε διαδικασία διοικητικής εξαγοράς καθώς και σε εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αλλά αυτό δεν αποτελεί τον κανόνα.

Η συμμετοχή των παραπάνω σχημάτων στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων, εκτός από την παροχή της πολυπόθητης ρευστότητας, παρέχει πλεονεκτήματα που προέρχονται από την εμπειρία και την τεχνική εξειδίκευσή τους. Λόγω του μεγάλου μεγέθους τους, επιτρέπουν την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε ένα ευρύ δίκτυο συνεργατών που περιλαμβάνει μεγάλα λογιστικά και δικηγορικά γραφεία, επενδυτικές τράπεζες και σημαντικούς οργανισμούς που δραστηριοποιούνται στο χώρο τους. Επιπλέον, είναι σε θέση να παρέχουν διοικητικές, εμπορικές και στρατηγικές συμβουλές και να ελέγχουν την πορεία της επιχείρησης. Συχνά η χρηματοδότηση συνδέεται με την υλοποίηση συγκεκριμένων στόχων ενώ παρεμβαίνουν στον τρόπο διοίκησης όποτε το κρίνουν σκόπιμο (Gompers και Lerner, 1998).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ

3.1 Εισαγωγή

Ο απώτερος σκοπός της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων είναι η όσο το δυνατόν καλύτερη απεικόνιση της οικονομικής τους θέσης. Με άλλα λόγια είναι ο προσδιορισμός και ο έλεγχος της χρηματοοικονομικής ισχύος και του ποσοστού κερδοφορίας τους σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου διαχρονικά.

Βασικά εργαλεία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων αποτελούν οι αριθμοδείκτες, οι οποίοι χρησιμοποιούνται τόσο για την αξιολόγηση όσο και για την σύγκριση της επίδοσης των επιχειρήσεων καθώς παρέχουν τη δυνατότητα συγκέντρωσης και παράθεσης πολλών χρηματοοικονομικών δεδομένων. Αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τους αναλυτές καθώς τους παρέχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής δομής, της ρευστότητας, της κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων.

3.2 Αριθμοδείκτες

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί την πιο διαδεδομένη τεχνική ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων για την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων. Τα δεδομένα για τη δημιουργία των αριθμοδεικτών πηγάζουν από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και από τον ισολογισμό. Ουσιαστικά οι αριθμοδείκτες είναι η σχέση μεταξύ δυο ή περισσότερων στοιχείων των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων οι οποίοι παρέχουν αξιόλογες πληροφορίες για την κερδοφορία και την βιωσιμότητα τους. Βέβαια, καθώς η ανάλυση τους πολλές φορές παρέχει μόνο ενδείξεις θα ήταν χρήσιμο για να αξιολογηθεί η οικονομική θέση και η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και η σύγκριση των αποτελεσμάτων της τόσο διαχρονικά όσο και με άλλες επιχειρήσεις.

Η ομαδοποίηση τους μπορεί να γίνει στις παρακάτω κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios)
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης (solvency)
- Αριθμοδείκτες απόδοσης ή αποδοτικότητας (profitability ratios)

3.2.1. Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios)

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας μας παρέχουν τη δυνατότητα μέτρησης της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Μια επιχείρηση κατέχει ισχυρή χρηματοοικονομική σχέση όταν:

1. Έχει τη δυνατότητα να εξοφλεί τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της και να καταβάλει τους τρέχοντες τόκους και τα μερίσματα.
2. Όταν έχει τη δυνατότητα να διατηρεί ευνοϊκή πιστοληπτική κατάσταση.

- Αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος του Κεφαλαίου Κίνησης προς το Σύνολο του Ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης} = \frac{\text{Κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο υπολογισμός του Κεφαλαίου Κίνησης προκύπτει από την αφαίρεση του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Με το όρο Κυκλοφορούν Ενεργητικού εννοούνται τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης που μπορούν να ρευστοποιηθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ενώ οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις είναι αυτές που πρέπει να εξοφληθούν από μια επιχείρηση σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ουσιαστικά ο αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης μας δείχνει το απόθεμα ρευστότητας που έχει στη διάθεση της μια επιχείρηση.

- Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ορίζεται ως ο λόγος του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού ως προς τις βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις μας δείχνει το κατά πόσο μπορεί το σύνολο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού είναι επαρκές για να καλύψει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις μιας επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} + \text{Διαθέσιμο Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

ή

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Ουσιαστικά όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης τόσο μεγαλύτερο είναι και το αίσθημα ασφάλειας των βραχυπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης.

- Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ορίζεται ως ο λόγος των Διαθεσίμων προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{short term securities} + \text{notes and accounts receivable}}{\text{Current Liabilities}}$$

Ουσιαστικά ο αριθμητής του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι όλα εκείνα τα γρήγορα ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχείρησης δηλαδή όλα εκείνα τα στοιχεία του Ενεργητικού της επιχείρησης που μπορούν άμεσα να ρευστοποιηθούν.

3.2.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Οι εν λόγω αριθμοδείκτες μας παρέχουν χρήσιμα στοιχεία για τον βαθμό της αποτελεσματικής χρήσης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια μας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά μπορεί να διαχειριστεί μια επιχείρηση τους πόρους της ώστε να διενεργήσει τις πωλήσεις της.

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ορίζεται ως ο λόγος των Πωλήσεων προς τα Ίδια Κεφάλαια. Από το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη μας παρέχεται η δυνατότητα να παρατηρήσουμε πόσες φορές τα κεφάλαια μιας επιχείρησης επενδύονται στην παραγωγική της διαδικασία και κατά πόσο αυτή αξιοποιεί το σύνολο των κεφαλαίων της σε πωλήσεις.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των Αποθεμάτων προς τις πωλήσεις. Ουσιαστικά μας δίνει την δυνατότητα να εξάγουμε συμπεράσματα για την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα των εμπορευμάτων μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς μέσω των πωλήσεων.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \left(\frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Πωλήσεις}} \right) * 365$$

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Υποχρεώσεων

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς τις Πωλήσεις. Μας παρουσιάζει πόσες μέρες παραμένουν απλήρωτες οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Ουσιαστικά εμφανίζει την πολιτική πληρωμών που ακολουθεί μια επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Υποχρεώσεων} = \left(\frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Πωλήσεις}} \right) * 365$$

3.2.3 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Κεφαλαιακής

Διάρθρωσης

- Αριθμοδείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των ιδίων Κεφαλαίων προς τα Ξένα Κεφάλαια. Ουσιαστικά δείχνει το ποσοστό των Ξένων Κεφαλαίων που αποτελούν τα Ίδια Κεφάλαια.

$$\text{Δείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Όσο πιο μικρό είναι το ποσοστό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, δηλώνεται η έλλειψη εμπιστοσύνης από τους μετόχους στην επιχείρηση με αποτέλεσμα να τη χρηματοδοτούν όχι με τα δικά τους Κεφάλαια αλλά με Ξένα.

- Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης εκφράζεται από το λόγο της αξίας των πάγιων στοιχείων προς τη συνολική αξία του ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας} = \frac{\text{Πάγια Στοιχεία}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ανάλογα από την τιμή του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, γίνεται διάκριση των επιχειρήσεων σε έντασης παγίων περιουσιακών στοιχείων και σε έντασης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.

- Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης εμφανίζει τον βαθμό με τον οποίο οι τόκοι καλύπτονται από το άθροισμα των κερδών προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων.

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Τόκους}} \quad \text{ή} \quad \frac{\text{EBITDA}}{\text{Interests}}$$

Ουσιαστικά μας δείχνει την ευχέρεια που έχει μια επιχείρηση να πληρώνει τους οφειλόμενους τόκους της από χρηματοοικονομικούς πόρους που δημιουργούνται από τη δραστηριότητα της.

Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να αναφερθούμε και στον αριθμοδείκτη Times Interest Earned(TIE).

$$\text{Times Interest Earned (TIE)} = \frac{\text{EBIT (Income before interest and taxes)}}{\text{interest}}$$

Μας δείχνει την ταμειακή ευρωστία μιας επιχείρησης έναντι των χρηματοδοτήσεων της. Με άλλα λόγια μας παρουσιάζει το πόσες φορές μια

επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το δανεισμό της και να έχει τη δυνατότητα να το εξυπηρετεί από τα κέρδη της.

- Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος των Ξένων Κεφαλαίων σε σχέση με το Παθητικό, δηλαδή το ποσοστό μιας επιχείρησης που ανήκει ουσιαστικά στους δανειστές της.

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$$

- Αριθμοδείκτης Αυτονομίας

Είναι ένας αριθμοδείκτης ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των Ιδίων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά Κεφάλαια.

$$\text{Δείκτης Αυτονομίας} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης τόσο πιο αυτόνομη καθιστά μια επιχείρηση έναντι των δανειστών της.

- Αριθμοδείκτης Φερεγγυότητας

Είναι ο αριθμοδείκτης που δείχνει τη σχέση ανάμεσα στα ίδια Κεφάλαια με το Σύνολο του Ενεργητικού. Ουσιαστικά μας δείχνει τι ποσοστό του Ενεργητικού μια επιχείρησης μπορεί να καλυφθεί από τα Ίδια Κεφάλαια.

$$\text{Δείκτης Φερεγγυότητας} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Είναι σκόπιμο να αναφερθεί ένας εξίσου σημαντικός αριθμοδείκτης φερεγγυότητας ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των Ξένων προς τα Ίδια Κεφάλαια.

$$\text{Debt to Equity (DTE)} = \frac{DEBT}{EQUITY} \quad \text{ή}$$

$$\text{Debt Ratio (DR)} = \frac{DEBT}{TOTAL ASSETS}$$

3.2.4 Αριθμοδείκτες Απόδοσης ή Αποτελεσματικότητας (profitability ratios)

Οι αριθμοδείκτες Απόδοσης ή Αποτελεσματικότητας μας δείχνουν το πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί μια επιχείρηση. Η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης εξετάζεται σε σχέση με τις πωλήσεις ή το επενδεδυμένο κεφάλαιο της.

- Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Είναι ο αριθμοδείκτης ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος του Καθαρού Κέρδους προς τις πωλήσεις. Ουσιαστικά μας δείχνει το καθαρό περιθώριο κέρδους με το οποίο πωλεί η επιχείρηση το παραγόμενο προϊόν. Ο εν λόγω δείκτης μας εξάγει χρήσιμα συμπεράσματα καθώς μας παρέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα των εργασιών μιας επιχείρησης, για την πολιτική των τιμών και για την ανταγωνιστικότητα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται μια επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}$$

- Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

Ορίζεται ως ο λόγος του Μικτού Κέρδους προς τις πωλήσεις. Μας δείχνει το Μικτό Κέρδος με το οποίο πωλεί μια επιχείρηση το παραγόμενο προϊόν της καθώς επίσης και τον τρόπο με τον οποίο καθορίζει την τιμή του προϊόντος της.

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}$$

- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης ορίζεται ως ο λόγος του Καθαρού Κέρδους προς τα Ίδια Κεφάλαια. Δείχνει το βαθμό της αξιοποίησης και της αποτελεσματικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων. Η εμφάνιση αυξημένης απόδοσης του εν λόγω αριθμοδείκτη μας δείχνει ικανοποιητική αμοιβή των μετόχων μιας επιχείρησης που διέθεσαν τα κεφάλαια τους για την λειτουργία της.

Ταυτόχρονα ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί και ένα μέτρο εναλλακτικών επενδύσεων καθώς μπορεί να εξάγει χρήσιμα συμπεράσματα σύγκρισης με μια άλλου είδους επιχείρηση.

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROA)

Ορίζεται ως ο λόγος του Καθαρού Κέρδους μιας επιχείρησης προς το Σύνολο του Ενεργητικού της. Με άλλα λόγια μας δείχνει τη σχέση των κερδών προ φόρων και τόκων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Ουσιαστικά μας παρέχει τη δυνατότητα απεικόνισης του επιτοκίου απόδοσης των συνολικών επενδεδυμένων κεφαλαίων.

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROA)} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

3.3 Υπόδειγμα Dupont

Η ανάλυση του υποδείγματος Dupont συσχετίζει την απόδοση μιας επιχείρησης μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού και του πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης της. Με αυτό τον τρόπο προσδιορίζονται τόσο τα δυνατά όσο και τα αδύναμα σημεία μιας επιχείρησης, τα οποία καθορίζουν την αύξηση ή την μείωση της απόδοσης της. Η ερμηνεία του ρόλου του υποδείγματος Dupont είναι διττή καθώς είναι ένα εργαλείο μέτρησης της οικονομικής αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης και ταυτόχρονα ένα μοντέλο για την καλύτερη καθοδήγηση στη λήψη αποφάσεων, οι οποίες θα οδηγήσουν στην ενίσχυση της απόδοσης μιας επιχείρησης.

Το υπόδειγμα Dupont είναι μια τεχνική αποσύνθεσης του Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) και ανάλυσης του σε περισσότερους δείκτες με απώτερο σκοπό την εύρεση των δυνατών και αδύναμων σημείων μιας επιχείρησης.

Με την αποσύνθεση του Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων(ROE) προκύπτουν οι παρακάτω τρεις δείκτες:

- Ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των Καθαρών Κερδών προς τις πωλήσεις και δίνει την δυνατότητα σε μια επιχείρηση να ελέγχει τα έξοδα της για ένα δεδομένο ύψος εσόδων.

$$\text{Καθαρό περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

- Ο δείκτης Κύκλου Εργασιών ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των Πωλήσεων προς το Μ.Ο. Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων και δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να κάνει χρήση του ενεργητικού της αποτελεσματικά για την πραγματοποίηση εσόδων.

$$\text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

- Ο πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των Μ.Ο. Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων προς το Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων και μας δείχνει το βαθμό της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μιας επιχείρησης ή με άλλα λόγια πως είναι χρηματοδοτούμενο το ενεργητικό της.

$$\text{Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Μ.Ο. Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Συνδυάζοντας τους παραπάνω δείκτες κατόπιν αποσύνθεσης του Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), η εξίσωση παίρνει την παρακάτω μορφή:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} * \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} * \frac{\text{Assets}}{\text{Equity}}$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

4.1 Εισαγωγή

Ο όρος «μόχλευση» είναι δανειζόμενος από την επιστήμη της Μηχανικής όπου χρησιμοποιείται για να εκφράσει τη δυνατότητα πολλαπλασιασμού μίας ασκηθείσας δύναμης με τη χρήση μηχανικών συσκευών (μοχλών). Κατά τον ίδιο τρόπο μία επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πολλαπλασιάσει την οικονομική της δύναμη, χρησιμοποιώντας ως μοχλό το δανεισμό. Η πρακτική αυτή είναι ευρέως γνωστή ως χρηματοοικονομική μόχλευση και επιτρέπει στην επιχείρηση να κάνει χρήση και να διαχειριστεί εξωτερικά - δανειακά κεφαλαία, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιήσει για την επέκταση των επενδυτικών της δραστηριοτήτων. Σε αντίθεση όμως με το μετοχικό κεφάλαιο, η διαχείριση αυτών των κεφαλαίων δεν είναι μόνιμη και η επιχείρηση οφείλει να τα επιστρέψει μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα στους αρχικούς κατόχους, οι οποίοι είναι και οι πιστωτές της επιχείρησης. Αρχικά θα δούμε πως το βέλτιστο χρέος χρηματοδότησης για την επιχείρηση είναι αυτό που με τη χρήση του επιτυγχάνει να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Τα βασικά πλεονεκτήματα του χρέους, είναι τόσο το χαμηλό κόστος του όσο και η αύξηση του ελέγχου των διευθυντών από τους μετόχους η οποία είναι αναγκαία λόγω της ύπαρξης των συγκρουσιακών συμφερόντων μεταξύ τους. Βέβαια ο εξωτερικός δανεισμός έχει και ορισμένα σημαντικά μειονεκτήματα. Όπως θα δούμε, το χρέος αυξάνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας καθώς και ρευστοποίησης μίας επιχείρησης. Επίσης, αν και χρησιμοποιείται για την επίλυση του προβλήματος της υπερεπένδυσης, μπορεί να οδηγήσει τελικά στο εξίσου σημαντικό πρόβλημα της υποεπένδυσης και αυτός είναι ένας ακόμα παράγοντας που θα πρέπει να εξετάζεται από τις επιχειρήσεις.

Στη συνέχεια θα αναφερθούμε στους τρόπους που μπορεί να εκδοθεί το χρέος. Ο πρώτος τρόπος είναι ο τραπεζικός δανεισμός όπου υπογράφεται σχετική δανειακή σύμβαση με ένα ή περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα και ο δεύτερος τρόπος είναι η έκδοση εταιρικών ομολόγων. Τα εταιρικά ομόλογα

μπορούν να εκδοθούν είτε δημόσια, όπου προσφέρονται στους ενδιαφερόμενους επενδυτές ανοιχτά στην οργανωμένη αγορά, είτε με ιδιωτική τοποθέτησή απευθείας σε συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών. Αν και το μακροπρόθεσμο χρέος παρέχει τη δυνατότητα της ασφάλειας στις επιχειρήσεις για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών στο μέλλον, εντούτοις το χαμηλό κόστος του βραχυπρόθεσμου δανεισμού αποτελεί για ορισμένες επιχειρήσεις ‘‘Μάνα εξ’ ουρανού’’ για να επιδιώξουν την εκμετάλλευσή του.

4.2 Βέλτιστο χρέος χρηματοδότησης

Ουσιαστικά το βέλτιστο χρέος χρηματοδότησης είναι αυτό που μεγιστοποιεί τη συνολική της αξία μιας επιχείρησης. Η αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται ως η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειοροών που πηγάζουν από τα περιουσιακά της στοιχεία, και τα οποία προεξοφλούνται με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) το οποίο συμβολίζεται ως R_{WACC} . Μια επιχείρηση μειώνοντας στο ελάχιστο δυνατό επίπεδο το κόστος χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων της, εξασφαλίζει ότι θα έχει περισσότερα κεφάλαια στην κατοχή της με αποτέλεσμα να της δίνεται η δυνατότητα να τα αξιοποιήσει σε νέες επενδύσεις που θα της αποφέρουν ακόμη μεγαλύτερα έσοδα. Επομένως, για να αυξήσει μία επιχείρηση τη συνολική της αξία θα πρέπει να επιδιώξει την μεγαλύτερη δυνατή μείωση του κόστους των κεφαλαίων της. Οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι αυτές που υπολείπονται, μετά την αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων, του φόρου και των εξόδων που προορίζονται σε επενδύσεις για την ανάπτυξη του πάγιου ενεργητικού και του κεφαλαίου κίνησης της, πριν την πληρωμή των τόκων της. Για την προεξόφληση των ταμειοροών χρησιμοποιείται το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου R_{WACC} (Damodaran, 2011).

$$\text{Συνολική αξία επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{Cash flow}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Το WACC ή αλλιώς Σταθμισμένο Μέσο Κόστος Κεφαλαίων

(Weighted Average Cost of Capital), είναι η ελάχιστη απόδοση που θα πρέπει να επιτύχει μία επιχείρηση για να είναι ευχαριστημένοι οι μέτοχοι και οι πιστωτές της (Ross και συν., 2016). Όταν το κόστος χρηματοδότησης με χρέος είναι το R_D και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου είναι το R_E , το κόστος R_{WACC} ορίζεται ως εξής:

$$R_{WACC} = \frac{E}{E + D} \times R_E + \frac{D}{E + D} \times R_D$$

Όπου ως E συμβολίζεται το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο (Equity) και ως D το συνολικό χρέος της επιχείρησης (Debt). Η στάθμιση προσαρμόζεται κάθε φορά ανάλογα με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου από τη μία πλευρά και το ποσοστό του χρέους από την άλλη, ως προς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης. Στην παραπάνω εξίσωση θα πρέπει να προσθέσουμε όμως και την φορολογική ασπίδα, που αποτελεί και το μεγάλο πλεονέκτημα του χρέους. Οπότε το πραγματικό κόστος δανεισμού θα είναι χαμηλότερο για την επιχείρηση και το R_{WACC} λαμβάνοντας υπόψη την φορολογική ασπίδα μειώνεται και μετατρέπεται ως εξής:

$$R_{WACC} = \frac{E}{E + D} \times R_E + \frac{D}{E + D} \times R_D \times (1 - \tau_c)$$

Στη συνέχεια εάν υποθέσουμε πως οι ταμειοροές παραμένουν σταθερές και δεν εξαρτώνται από την κεφαλαιακή διάρθρωση, τότε η αύξηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης εξαρτάται μόνο από την ελαχιστοποίηση του R_{WACC} . Θα πρέπει επομένως να εκτιμήσουμε το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου R_E και το κόστος του χρέους R_D για κάθε επίπεδο μόχλευσης και να βρούμε το επίπεδο το οποίο μειώνει στο ελάχιστο το R_{WACC} .

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου μπορούμε να το υπολογίσουμε με τη βοήθεια της μεθόδου του CAPM:

$$R_E = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

Όπου το R_F είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το R_M είναι το επιτόκιο της αγοράς, και το β είναι το μέτρο του συστηματικού κινδύνου της επιχείρησης.

Θα πρέπει να αναφερθεί όμως ότι το β της επιχείρησης δεν είναι πάντα σταθερό αλλά μεταβάλλεται ανάλογα με το επίπεδο της μόχλευσης. Ο λόγος είναι ότι οι ταμειοροές της επιχείρησης χρησιμοποιούνται εκτός από την αποζημίωση των μετόχων και για την αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων, το ύψος των οποίων είναι σε κάθε περίπτωση προκαθορισμένο. Όταν μία επιχείρηση αποτελείται μόνο από μετοχικό κεφάλαιο χωρίς καθόλου τη χρήση δανεισμού, το WACC της θα ισούται με το κόστος της και θα είναι το R_E . Όταν αποφασίσει να χρηματοδοτηθεί με χρέος κόστους R_D διαμορφώνοντας τελικά ένα χαμηλό ή μέτριο επίπεδο μόχλευσης, το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου θα αυξηθεί αλλά όχι σε σημαντικό βαθμό. Όταν όμως το επίπεδο της μόχλευσης αυξάνεται τότε αντίστοιχα θα αυξηθεί και ο κίνδυνος της χρεοκοπίας και οι αποδόσεις που θα απαιτήσουν οι μέτοχοι από τη διοίκηση.

Οι αποδόσεις που απαιτούν οι μέτοχοι μεταβάλλονται ανάλογα με το επίπεδο μόχλευσης και ο ρυθμός μεταβολής τους αυξάνεται παράλληλα με το χρέος. Αυτό οφείλεται στην αύξηση του κόστους χρεοκοπίας όπως και στην αύξηση της μεταβλητότητας στα αναμενόμενα έσοδα (Chew, 2008). Οι μεγαλύτερες αποδόσεις των μετόχων είναι το αποτέλεσμα της απαίτησης υψηλότερου ασφάλιστρου κινδύνου (risk premium) σε σχέση με τους πιστωτές έναντι μιας ενδεχόμενης χρεοκοπίας. Η διαφορά εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι πιστωτές μπορούν να καλύψουν σε κάποιο βαθμό την έκθεσή τους στον κίνδυνό χρεοκοπίας, πρώτον διότι συνήθως λαμβάνουν συγκεκριμένες εγγυήσεις από τις επιχειρήσεις όπως πάγια στοιχεία του ενεργητικού τους και δεύτερον επειδή σε περίπτωση χρεοκοπίας και εκκαθάρισης οι απαιτήσεις τους προηγούνται πάντα έναντι των μετόχων.

Όταν υπάρχει μόχλευση η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου δεν αντιστοιχεί στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αλλά είναι μικρότερη και εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο (Berk και DeMarzo, 2014). Για να υπολογίσουμε το $\beta_{levered}$ της επιχείρησης με μόχλευση θα πρέπει πρώτα να εκτιμήσουμε πρώτα το $\beta_{unlevered}$ όταν δεν έχει χρέος (Damodaran, 2011).

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου σε αυτή την περίπτωση θα είναι ο

παρακάτω τύπος:

$$R_E = R_F + \beta_{levered} \times (R_M - R_F)$$

Το κόστος του χρέους R_D εξαρτάται από την πιθανότητα χρεοκοπίας της επιχείρησης και μεταβάλλεται όταν αλλάζει η κεφαλαιακή της διάρθρωση. Η βιβλιογραφία προτείνει διάφορους τρόπους εκτίμησης του αναμενόμενου κόστους του χρέους. Ένας απλός τρόπος, ο οποίος αναφέρεται από τον Damodaran (2011), περιλαμβάνει τη χρήση της αξιολόγησης των ομολόγων που παρέχεται από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης και ενός χρηματοοικονομικού δείκτη της επιχείρησης. Ο Damodaran (2011), προτείνει τη χρήση του συντελεστή επιτοκιακής κάλυψης (interest coverage ratio), ο οποίος υπολογίζεται από τα προ φόρων έσοδα, τα οποία διαιρούνται με τους τόκους και το κεφάλαιο που καλείται να πληρώσει η επιχείρηση για την αποπληρωμή του χρέους.

$$ICR = \frac{EBIT}{\text{Τόκους έξοδα}}$$

Ένας από τους λόγους που προτείνεται ο παραπάνω δείκτης είναι το γεγονός ότι χρησιμοποιείται από τους μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης όπως για παράδειγμα από τον οίκο Fitch και ότι εμφανίζει μεγάλο βαθμό συσχέτισης με τους υπόλοιπους δείκτες που χρησιμοποιούν οι οίκοι. Αρχικά, χρησιμοποιείται ο αναμενόμενος δείκτης ICR για να εκτιμηθεί ο βαθμός αξιολόγησης της επιχείρησης για κάθε επίπεδο χρέους. Στη συνέχεια, αντιστοιχίζεται ο βαθμός αξιολόγησης με το τυπικό ασφάλιστρο χρεοκοπίας που απαιτεί η αγορά για όμοιες επιχειρήσεις, το οποίο και προσθέτουμε στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για να βρούμε το προ του φόρου κόστος του χρέους. Έπειτα, υπολογίζοντας την φορολογική ασπίδα επιτοκίου, λαμβάνουμε το μετά φόρου κόστος κεφαλαίου για κάθε επίπεδο χρέους.

Έχοντας κάνει του υπολογισμούς τόσο του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου και του κόστος του χρέους για κάθε επίπεδο χρέους, προσθέτοντάς

τα μπορούμε να υπολογίσουμε και το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου. Βέβαια η εφαρμογή της μεθόδου, προϋποθέτει ότι τα λειτουργικά έσοδα παραμένουν σταθερά, και ότι τα κέρδη της επιχείρησης δεν επηρεάζονται από το μίγμα της χρηματοδότησης, κάτι που στην πραγματικότητα δεν είναι ακριβές καθώς ένα από τα έμμεσα κόστη χρεοκοπίας είναι η μεταβολή στα έσοδα. Για μέτρια επίπεδα χρέους αναμένεται πως το χαμηλό κόστος δανεισμού, εξαιτίας της φορολογικής ασπίδας, θα μειώνει το WACC αντισταθμίζοντας το υψηλότερο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

4.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της χρηματοδότησης με χρέος

Οι επιχειρήσεις ενδιαφέρονται έντονα τόσο για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση όσο και το επίπεδο του χρέους τους. Η επιλογή του μίγματος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων συνδέεται άμεσα με τη μακροπρόθεσμη επιτυχία τους. Έτσι, μελετώντας τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, παρατηρούμε ότι αυτές εμφανίζουν γενικά μία προτίμηση στη χρηματοδότηση με χρέος. Με άλλα λόγια είναι διατεθειμένες να πιστωθούν τα αναγκαία κεφάλαια, αντί απλά να τα προμηθευτούν με την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, και να αναλάβουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας τους, στην περίπτωση όπου τα σχέδιά τους δεν αποδώσουν τα αναμενόμενα και βρεθούν σε αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεών τους.

Ένας από τους σημαντικούς λόγους όπου το χρέος συνήθως προκρίνεται έναντι του μετοχικού κεφαλαίου είναι το γεγονός ότι συνοδεύεται από σημαντικά πλεονεκτήματα, τα οποία θα πρέπει να αντισταθμίζουν το κόστος χρεοκοπίας. Μία γενική αρχή, όπως αναφέρει και ο Damodaran (2011), είναι ότι το χρέος σχεδόν πάντα είναι φθηνότερο από το μετοχικό κεφάλαιο, κυρίως εξαιτίας της φορολογικής ασπίδας. Κάνοντας χρήση των φορολογικών πλεονεκτημάτων του χρέους, μπορεί μια επιχείρηση να αυξήσει τη συνολική της αξία, μέχρι όμως ένα συγκεκριμένο επίπεδο μόχλευσης. Όταν όμως αυτό ξεπεραστεί, η παραπάνω αύξηση του χρέους θα οδηγήσει τελικά σε μείωση της συνολικής της αξίας. Ένα εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα του χρέους θεωρείται

και η αύξηση του ελέγχου της διοίκησης από τους μετόχους, για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της υπερεπένδυσης. Οι διευθυντές αισθάνονται πίεση από την ύπαρξη υποχρέωσης πραγματοποίησης συγκεκριμένων πληρωμών στους πιστωτές, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν την ανάληψη μη κερδοφόρων σχεδίων με υψηλό κίνδυνο. Από την αντίθετη πλευρά όμως, η αύξηση του ελέγχου μπορεί τελικά να έχει και αρνητικές συνέπειες για την αξία της επιχείρησης, καθόσον οι διευθυντές ενδέχεται να αποφύγουν την ανάληψη σχεδίων με κίνδυνο ακόμα και στην περίπτωση που αυτά παρουσιάζουν θετική παρούσα αξία.

4.3.1 Φορολογική ασπίδα

Η χρήση της φορολογικής ασπίδας, είναι πιο διαδεδομένη στις μέρες μας σε σύγκριση με προηγούμενες δεκαετίες. Η φορολογική ασπίδα, αναφέρεται στην έκπτωση φόρου που κερδίζουν οι επιχειρήσεις, η οποία προέρχεται από την φοροαπαλλαγή για ένα μέρος των εσόδων τους που προορίζονται για την αποπληρωμή των τόκων τους. Αυτό αποτελεί ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα του χρέους καθώς το κράτος έμμεσα χρηματοδοτεί ως ένα βαθμό το δανεισμό των επιχειρήσεων, κάτι που αποτελεί με τη σειρά του ένα ισχυρό κίνητρο για την ανάληψη χρέους. Το όφελος της φορολογικής ασπίδας θα είναι μεγαλύτερο όσο αυξάνεται ο φόρος που επιβάλλεται στις επιχειρήσεις. Το μετά του φόρου κόστος των κεφαλαίων που δανείζεται η επιχείρηση υπολογίζεται όπως παρακάτω ο τύπος δίνεται:

$$\text{Μετά φόρου κόστος χρέους} = k_D(1 - T) < k_D$$

Όπου ο όρος k_D συμβολίζει το προ του φόρου κόστος των κεφαλαίων και το T το ύψος του φόρου που η επιχείρηση καλείται να αποδώσει στο κράτος. Κάνοντας χρήση της φορολογικής ασπίδας σε αντίθεση με το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξηθεί η συνολική αξία της επιχείρησης. Εάν υποθέσουμε ότι V_U είναι η αξία της επιχείρησης χωρίς χρέος, V_L η αξία της επιχείρησης με χρέος και D το χρέος της, η αξία της φορολογικής ασπίδας και η συνολική αξία της επιχείρησης με μόχλευση θα είναι όπως παρακάτω:

$$\text{Φορολογική ασπίδα} = T \times D, \quad \text{και}$$

$$V_L = V_U + PV(\text{Φορολογικής ασπίδας})$$

Επομένως, η χρηματοοικονομική μόχλευση υπό προϋποθέσεις μπορεί να προσθέσει αξία στην επιχείρηση, και εξαρτάται αφενός από το ύψος της φορολογίας και αφετέρου από την ικανότητα της επιχείρησης να παρουσιάζει ταμειοροές οι οποίες θα καλύπτουν την πληρωμή των τόκων της. Είναι επομένως λογικό οι επιχειρήσεις να επιδιώκουν την αύξηση του επιπέδου δανεισμού τους μέχρι ένα ορισμένο επίπεδο, για να εκμεταλλευτούν τα οφέλη που προσφέρει η φορολογική ασπίδα και να μεγιστοποιήσουν τη συνολική τους αξία.

Το πλεονέκτημα της φορολογικής ασπίδας αναφορικά με την εξοικονόμηση κεφαλαίων από την έκπτωση φόρου, αντισταθμίζεται σε έναν βαθμό από την προσωπική φορολόγηση που επιβάλλεται στους επενδυτές. Τα έσοδα που προέρχονται από το μετοχικό κεφάλαιο φορολογούνται δύο φορές. Η πρώτη επιβάλλεται σε επίπεδο επιχείρησης ως εταιρικός φόρος τ_c , και η δεύτερη επιβάλλεται σε προσωπικό επίπεδο με τη φορολόγηση τ_s των μερισμάτων ή την φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών κατά την παρακράτησή τους (κέρδη εις νέον). Από την άλλη πλευρά, τα έσοδα των επενδυτών που προέρχονται από τις εισπράξεις τόκων τ_i φορολογούνται μόνο μια φορά. Όταν μία επιχείρηση θα πρέπει να αποφασίσει για το εάν θα εκδώσει χρέος ή μετοχικό κεφάλαιο, θα πρέπει να λάβει υπόψη της και τα συμφέροντα των επενδυτών. Η πραγματική αξία της φορολογικής ασπίδας θα πρέπει να υπολογίζεται σε σχέση με τη συνολική φορολόγηση που επιβάλλεται στα κεφάλαια της πριν αυτά φθάσουν στους μετόχους (Miller, 1977). Στην περίπτωση που η προσωπική φορολόγηση στα έσοδα από τόκους δεν διαφέρει από τα καθαρά έσοδα του μετοχικού κεφαλαίου, το τελικό αποτέλεσμα είναι ακριβώς το ίδιο.

$$(1 - \tau_c) \times (1 - \tau_s) = (1 - \tau_i)$$

Εάν όμως κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει, το γεγονός αυτό θα επηρεάσει τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς οι επενδυτές θα προτιμήσουν ως πηγή εσόδων εκείνη που φορολογείται λιγότερο (Berk και DeMarzo, 2014).

Ο ρόλος της προσωπικής φορολόγησης δεν είναι ξεκάθαρος και ανάλογα με το ύψος της μπορεί να επηρεάσει θετικά, αρνητικά ή και καθόλου τα οφέλη από τη χρηματοδότηση με χρέος. Ο Miller (1977), έδειξε ότι το φορολογικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων από την έκδοση χρέους, μπορεί να εξαλειφθεί από την προσωπική φορολόγηση όταν ο φόρος στα έσοδα από τόκους υπερβαίνει τον φόρο στα έσοδα μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα οι μέτοχοι να απαιτήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις από την επιχείρηση και εν τέλει το χρέος να καταστεί για εκείνες λιγότερο ελκυστικό. Συνεπώς, το πλεονέκτημα της φορολογικής ασπίδας μειώνεται όταν η προσωπική φορολόγηση στα έσοδα από τόκους αυξάνεται, όπως και όταν μειώνεται το επίπεδο της εταιρικής φορολόγησης.

4.3.2 Αύξηση κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας

Όταν μία επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό μόχλευσης και της είναι δύσκολη η εκπλήρωση των δανειακών της υποχρεώσεων, κινδυνεύει να οδηγηθεί σε ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων και σε πτώχευση. Η αύξηση της πιθανότητας οι ταμειοροές της να μην επαρκούν για την αποπληρωμή του χρέους της, αυξάνει αντίστοιχα τις πιθανότητες της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Το κόστος χρηματοοικονομικής δυσχέρειας σχετίζεται άμεσα με την πιθανότητα χρεοκοπίας με αποτέλεσμα να μειώνεται η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης (Berk και συν., 2012). Εάν με V_L συμβολίζεται η αξία της επιχείρησης με μόχλευση, V_U η αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση και D το χρέος της, εάν συμπεριλάβουμε στον αρχικό τύπο το κόστος χρηματοοικονομικής δυσχέρειας, η συνολική αξία της μοχλευμένης επιχείρησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_L = V_U + PV(\text{Φορολογικής ασπίδας}) - PV(\text{Χρηματοοικονομικής δυσχέρειας})$$

Το πρόβλημα με το κόστος χρηματοοικονομικής δυσχέρειας έγκειται στο γεγονός πως είναι δύσκολος ο υπολογισμός του, καθώς περιλαμβάνει κόστη που αναφέρονται στη συμπεριφορά των εργαζομένων, των προμηθευτών, των πελατών, των δανειστών αλλά και των μετόχων. Για παράδειγμα, μια ενδεχόμενη αποχώρηση υψηλά καταρτισμένων στελεχών, προβλέπεται ότι θα

έχει αρνητικές συνέπειες στην ποιότητα των προϊόντων και των υπηρεσιών της επιχείρησης. Επιπλέον, εξαιτίας της χειροτέρευσης της φήμης της στην αγορά, θεωρείται βέβαιο πως θα απολέσει μέρος των πελατών της και θα υποχρεώσει τους προμηθευτές της να θέσουν αυστηρότερους όρους για τη συναλλαγή μαζί της (Maksimovic και Titman, 1991). Αυτό θα επιφέρει μείωση στις πωλήσεις της επιχείρησης και αύξηση των αναγκών της σε κυκλοφορούν ενεργητικό (Berk και DeMarzo, 2014). Τα παραπάνω αποτελούν ορισμένα σημαντικά παραδείγματα των αρνητικών επιπτώσεων που μπορεί να επιφέρει η κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας στη συνολική αξία της επιχείρησης, το κόστος της οποίας αυξάνεται με την αύξηση του επιπέδου μόχλευσης.

Πέρα από τη χρηματοοικονομική δυσχέρεια ένα εξίσου σοβαρό πρόβλημα που επιφέρει το χρέος μετά από ορισμένο επίπεδο, είναι η συνολική αύξηση του κόστους χρηματοδότησης. Οι Bernanke και Gertler (1995), αναφέρονται στη διαφορά μεταξύ του κόστους των κεφαλαίων που αντλούνται από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης και του κόστους ευκαιρίας των εσωτερικών κεφαλαίων της επιχείρησης, την οποία ονομάζει ασφάλιστρο εξωτερικής χρηματοδότησης (external finance premium). Όταν η πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσχέρειας αυξάνεται συμπαρασύρει και το συνολικό κόστος αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους πιστωτές και τους μετόχους, αυξάνοντας το ασφάλιστρο εξωτερικής χρηματοδότησης. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα μόχλευσης θα αναγκάζονται να καταβάλλουν υψηλότερο τίμημα για την εξωτερική τους χρηματοδότηση. Το αποτέλεσμα είναι η επένδυση να καθίσταται εξαιρετικά ακριβή και να μειώνεται ή ακόμα και να εξαλείφεται το περιθώριο κέρδους της επιχείρησης, αποτρέποντας πλέον την επένδυση σε νέα σχέδια ακόμα και εάν αυτά αποδειχθούν εξαιρετικά επικερδή. Η αύξηση του κόστους δανεισμού επηρεάζει και τη χρηματοοικονομική ευελιξία της επιχείρησης, δηλαδή την ικανότητά της να προσαρμόζει την κεφαλαιακή της διάρθρωση ανάλογα με τις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών της αγοράς. Για να είναι ευέλικτη θα πρέπει να είναι σε θέση να αντλήσει κεφάλαια όταν το κρίνει αναγκαίο σε χαμηλό κόστος, και να μπορεί να αποπληρώνει τα χρέη της όταν οι συνθήκες το απαιτήσουν. Ωστόσο, η ύπαρξη υψηλής μόχλευσης και υψηλού κόστους δανεισμού κάνει τις επιχειρήσεις ευάλωτες σε μεταβολές των εσόδων τους, και καθιστά δύσκολη

την άντληση εξωτερικών κεφαλαίων.

4.3.3 Πρόβλημα υποεπένδυσης

Ένα σημαντικό μειονέκτημα του χρέους είναι ότι μπορεί να προκαλέσει στις επιχειρήσεις πρόβλημα υποεπένδυσης. Ο πρώτος που επεσήμανε την πιθανότητα εμφάνισης του προβλήματος όταν υπάρχει υψηλό επίπεδο δανεισμού, δηλαδή της απόρριψης επενδυτικών σχεδίων με θετική παρούσα αξία, ήταν ο Myers (1977). Έδειξε πως όταν υπάρχει χρέος με κίνδυνο, οι διευθυντές επιλέγουν εκείνα τα επενδυτικά σχέδια κρίνοντας μόνο με βάση το συμφέρον των μετόχων και όχι με βάση το συμφέρον των πιστωτών της επιχείρησης. Οι μέτοχοι δείχνουν απρόθυμοι στο να αναλάβουν επενδυτικά σχέδια και επιπλέον ρίσκο όταν θεωρούν πως τα οφέλη που θα προκύψουν θα τα απολαύσουν κατά το μεγαλύτερο μέρος οι κάτοχοι χρέους. Προτιμούν δηλαδή να εγκαταλείψουν σχέδια που προσθέτουν αξία στην επιχείρηση, όταν θεωρούν ότι η αγοραία αξία του χρέους που βρίσκεται στα χέρια των πιστωτών θα αυξηθεί και ενδέχεται να φθάσει ακόμα και στην ονομαστική του αξία, κάτι για το οποίο οι μέτοχοι δεν θα έχουν ουσιαστικό κέρδος. Η ύπαρξη χρέους με κίνδυνο υποχρεώνει τους διευθυντές των επιχειρήσεων από τη στιγμή που αποφασίζουν ότι θα ενεργούν μόνο προς όφελος των μετόχων, να λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες δεν είναι ιδανικές για την επιχείρηση. Επομένως, η μόχλευση μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να αποφεύγουν τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών σχεδίων με θετική παρούσα αξία, χάνοντας έτσι επενδυτικές ευκαιρίες όπου η απώλειά τους θα οδηγήσει μακροπρόθεσμα σε απώλεια αξίας για την επιχείρηση.

Ένας ακόμη λόγος εμφάνισης υποεπένδυσης οφείλεται στην ανάγκη πειθαρχίας της διοίκησης εξαιτίας της ύπαρξης του χρέους. Αν και το χρέος χρησιμοποιείται ως μέθοδος ελέγχου της διοίκησης για την αποφυγή του προβλήματος της υπερεπένδυσης, μπορεί να οδηγήσει τελικά στο εξίσου σοβαρό πρόβλημα της υποεπένδυσης. Επειδή οι πληρωμές των τόκων είναι υποχρεωτικές και η αδυναμία κάλυψής τους μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση σε χρεοκοπία, οι διευθυντές επιλέγουν να επενδύσουν σε χαμηλότερης απόδοσης σχέδια, καθώς ανησυχούν σχετικά με τα έσοδα και τη δυνατότητα κάλυψης των δανειακών τους υποχρεώσεων. Όσο αυξάνεται η μόχλευση και το

κόστος χρεοκοπίας, παράλληλα αυξάνεται και το πρόβλημα της υποεπένδυσης (Myers και Majlounf, 1976). Η επιχείρηση δηλαδή, δεν χρησιμοποιεί τις διαθέσιμες χρηματοοικονομικές πηγές για να εκμεταλλευτεί στο μέγιστο βαθμό τις επενδυτικές ευκαιρίες που τις παρουσιάζονται, αλλά περιορίζονται σε περισσότερο ασφαλή και χαμηλής απόδοσης σχέδια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

A.E.E.A.Π – REITs

5.1 Εισαγωγή

Τα REITs εμφανίστηκαν με τη σύγχρονη μορφή τους στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, στις αρχές της δεκαετίας του 1960. Συγκεκριμένα το Αμερικανικό Κογκρέσο ενέκρινε την προώθηση των REITs σαν ένα μέσο, το οποίο θα παρείχε τη δυνατότητα στους ιδιώτες και στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους στις εταιρείες αυτές και με τον τρόπο αυτό να αποκτήσουν συμμετοχή σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας και πρόσβαση στα εισοδήματα που δημιουργούνται από αυτά. Πριν τη δημιουργία των REITS οι επενδυτές είχαν την δυνατότητα αγοράς ακίνητης περιουσίας μόνο από την αγορά ακινήτων (property market) και όχι από τα χρηματιστήρια. Η δημιουργία των REITS παρείχε τη δυνατότητα επενδύσεων μεγάλης κλίμακας σε εισοδηματικά ακίνητα. Οι επενδυτές μπορούσαν να επενδύουν σε ακίνητα που παράγουν έσοδα μέσω αγορών και πωλήσεων ρευστοποιήσιμων τίτλων. Πριν την δημιουργία των REITs, δινόταν η δυνατότητα μόνο στους ευκατάστατους πολίτες και στα μεγάλα ιδρύματα να επενδύουν σε ακίνητα, ενώ στη συνέχεια μπορούσε να επενδύσει οποιοσδήποτε μέσω των REITs.

Είναι κυρίως εταιρίες δημόσιες ή ιδιωτικές με κύρια ασχολία την αγορά, κατοχή και εκμετάλλευση ακινήτων που παράγουν εισοδήματα. Μεγάλα και μικρά ακίνητα, εμπορικά καταστήματα, κτήρια, γραφεία αγοράζονται από αυτά τα επενδυτικά ταμεία και στη συνέχεια οποιοσδήποτε επιθυμεί μπορεί να αγοράσει μετοχές εφόσον είναι εισηγμένες στα διεθνή χρηματιστήρια.

Εύλογα γεννιέται το ερώτημα γιατί κάποιος να ασχοληθεί με τη διεθνή βιβλιογραφία η οποία αφορά συγκεκριμένα τα REITS και όχι απλά τη διεθνή οικονομική βιβλιογραφία η οποία καλύπτει όλες τις περιπτώσεις εταιρειών που οι μετοχές τους συναλλάσσονται στα διεθνή χρηματιστήρια. Γιατί, παρόλο που οι μετοχές των REITS συναλλάσσονται και αυτές στα διεθνή χρηματιστήρια για αρκετούς αναλυτές τα REITS δεν συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο που

συμπεριφέρονται και οι υπόλοιπες εταιρίες. Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχουν μοναδικά χαρακτηριστικά τα οποία άλλες εταιρείες δεν τα έχουν. Παράδειγματα αποτελούν η πολιτική των μερισμάτων τους, η κεφαλαιακή δομή τους, η διαδικασία συγχωνεύσεων τους, οι κανόνες φορολόγησης τους κ.α.

5.2 Τύποι των REITs

Υπάρχουν τρεις τύποι REITs:

- Τα μετοχικά (equity REITs) τα οποία κατέχουν και διαχειρίζονται ακίνητα τα οποία παράγουν εισοδήματα. Τέτοιου είδους ακίνητα είναι γραφεία, εμπορικά κέντρα, διαμερίσματα, κλινικές, εστίες σπουδαστών, ξενοδοχεία κ.α. Τα μετοχικά REITs υιοθετούν ως δραστηριότητες το leasing και την ενοικίαση ακινήτων. Η πολυμορφία των χαρτοφυλακίων ακινήτων που διαθέτουν τα REITs ελκύουν τους επενδυτές που κατέχουν μετοχικά μερίδια, λόγω της μεγαλύτερης ρευστότητας από την απευθείας απόκτηση ακινήτου.
- Τα ενυπόθηκα (mortgage REITs) ασχολούνται με την επένδυση και την κατοχή ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Συγκεκριμένα δανείζουν χρήματα απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων και στους επιχειρηματίες με σκοπό να αγοράσουν τα ακίνητα ή εξαγοράζοντας δάνεια ή χρεόγραφα επί ενυπόθηκων δανείων (mortgage backed security). Συνεπώς τα έσοδα των ενυπόθηκων REITs είναι οι τόκοι των ενυπόθηκων δανείων. Τα ενυπόθηκα REITs δεν αγοράζουν δικαιώματα ιδιοκτησίας αλλά εμπράγματα εξασφαλίσεις. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τα ενυπόθηκα REITs είναι οι αλλαγές στα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων, οι προπληρωμές των δανείων πριν την λήξη τους και πιστωτικά γεγονότα όπως κατασχέσεις και χρεοκοπία.
- Τα παράγωγα REITs (hybrid REITs) συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο παραπάνω τύπων δηλαδή των μετοχικών και των ενυπόθηκων REITs. Ένα παράγωγο REIT μπορεί να παράγει εισόδημα από ενοίκιο ή κατοχή ιδιοκτησίας όπως το μετοχικό αλλά και να λαμβάνει τόκο όπως το ενυπόθηκο REIT μέσω των εμπράγματων εξασφαλίσεων.

5.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των REITs

Οι επενδύσεις σε REITs κερδίζουν ολόένα και περισσότερο έδαφος και προτιμώνται από το επενδυτικό κοινό καθώς παρουσιάζουν πληθώρα πλεονεκτημάτων έναντι των επενδύσεων απευθείας σε ακίνητα ή σε επενδύσεις σε λοιπά περιουσιακά στοιχεία.

5.3.1 Πλεονεκτήματα των REITs

- Παρέχουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Βέβαια αυτή η δυνατότητα αποτελεί κυρίως πλεονέκτημα των μετόχων. Μια άμεση επένδυση σε ακίνητα παρέχει την δυνατότητα διαφοροποίησης έναντι της επένδυσης σε λοιπά περιουσιακά στοιχεία. Οι μετοχές εταιρειών ακινήτων (συμπεριλαμβανομένου και των REITs) μακροπρόθεσμα συμπεριφέρονται σαν άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και ως εκ τούτου λαμβάνουν το πλεονέκτημα της διαφοροποίησης. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου συμβαίνει λόγω του μεγάλου αριθμού και μεγέθους ακινήτων. Η διαφοροποίηση της επένδυσης μπορεί να συμβεί επίσης μέσω της βελτίωσης της κλαδικής ή και γεωγραφικής διασποράς. Συνεπώς τα REITs έχουν την ευκαιρία να προσφέρουν στους μετόχους ικανοποιητικά επίπεδα απόδοσης ανάλογα με την διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου τους. Καρυτινος (2009)
- Άμεση Ρευστοποίηση: Τα REITs χαρακτηρίζονται από αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα που εμφανίζει περιορισμένη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Με άλλα λόγια ο επενδυτής σε REITs έχει την δυνατότητα της άμεσης ρευστοποίησης επειδή κατέχει μετοχές σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά σε αντιδιαστολή με τον επενδυτή που επενδύει άμεσα σε ακίνητα καθώς δεν μπορεί να ρευστοποιήσει την επένδυσή του γρήγορα.
- Επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ακινήτων των REITs από ειδικούς συνεργάτες. Τις επενδύσεις σε REITs τις διαχειρίζονται

ειδικά καταρτισμένοι και εξειδικευμένοι επαγγελματίες που βρίσκονται είτε στο εσωτερικό περιβάλλον των εταιρειών αυτών είτε στο εξωτερικό περιβάλλον ως συνεργάτες και έχουν ως μοναδικό μέλημα τους την καλύτερη δυνατή διαχείριση της περιουσίας της εταιρείας. Αυτό αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα για τους επενδυτές που δεν έχουν τις κατάλληλες γνώσεις στις έμμεσες επενδύσεις σε ακίνητα.

- Το χαμηλό κόστος συναλλαγών είναι εξίσου ένα σημαντικό πλεονέκτημα των REITs. Εξαιτίας των χρηματοοικονομικών συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα για την αγοραπωλησία μετοχών REITs δεν υπάρχει μεγάλο κόστος συναλλαγών συγκριτικά με μια άμεση επένδυση σε κάποιο ακίνητο όπου εκεί δεν μπορούν να αποφευχθούν τα συμβολαιογραφικά και δικηγορικά έξοδα, ο φόρος μεταβίβασης, τα τέλη συναλλαγών και άλλα έξοδα τα οποία αυξάνουν το κόστος συναλλαγών της επένδυσης.
- Η δυνατότητα συνεχούς και αντικειμενικής αποτίμησης της αξίας των επενδύσεων. Ένα από τα βασικότερα προβλήματα της αγοράς ακινήτων αποτελεί η έλλειψη μια κεντρικής συναλλακτικής αγοράς αντίστοιχης με αυτή των μετοχών. Σε μια άμεση επένδυση σε ακίνητα εμπλέκονται εκτιμητές για τα θέματα εκτίμησης των ακινήτων καθώς και άλλοι ειδικοί για την σωστή αποτίμησή της περιουσίας ενώ στην επένδυση σε REITs ο επενδυτής γνωρίζει ανά πάσα στιγμή την αποτίμησης της αξίας της επένδυσης του όπως αυτή διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο.
- Ένα εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα των REITs είναι το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς από το οποίο διέπονται. Το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς και η πολιτική μερισμάτων τους, ξεπερνάει το 80- 90% των διανεμόμενων κερδών. Οι επενδυτές σε REITs έχουν το πλεονέκτημα της απαλλαγής της διπλής φορολόγησης του εταιρικού εισοδήματος που όμως δεν το έχουν και οι υπόλοιποι επενδυτές σε ακίνητη περιουσία. Οι επενδυτές σε REITs υποχρεούνται μόνο στην καταβολή φόρου επί των μερισμάτων που λαμβάνουν. Δηλαδή, το εταιρικό εισόδημα από REITs φορολογείται μόνο στην εταιρεία και όχι και στο εισόδημα των επενδυτών.

5.3.2 Μειονεκτήματα των REITs

- Η έλλειψη άμεσου ελέγχου της διαχείρισης της επένδυσης σε REITs αποτελεί ένα από τα μειονεκτήματα τους, σε αντίθεση με την άμεση επένδυση σε ακίνητα.
- Επιπλέον ένα ακόμη μειονέκτημα των REITs πηγάζει από τη διακύμανση των τιμών των μετοχών τους, οι οποίες επηρεάζονται από την κατάσταση που επικρατεί στην χρηματιστηριακή αγορά όπου είναι εισηγμένες. Αποτέλεσμα όλου αυτού είναι οι αποδόσεις των REITs να έχουν μεγαλύτερη διακύμανση από τις άμεσες επενδύσεις πράγμα που μεταφράζεται σε μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο των REITs. (Καρυτινός, 2009).

5.4 Α.Ε.Ε.Α.Π. – Ο θεσμός των REITs στην Ελλάδα

Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) είναι η ελληνική εκδοχή των REITs. Με το Ν2778/1999/Α-295 (Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρ. Επενδύσεων ΦΕΚ Α295/30.12.99) επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σκοπός κυρίως του νομοθετήματος ήταν η αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων.

Ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ (Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας), υπάρχει εδώ και αρκετά χρόνια. Η λειτουργία αυτού του θεσμού εγκαινιάσθηκε με την δημιουργία της πρώτης επενδυτικής εταιρείας ΑΕΕΑΠ στην Ελλάδα, της Πειραιώς ΑΕΕΑΠ της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται πλέον στο χρηματιστήριο μετά την είσοδο της το 2005 και στην συνέχεια ακολούθησε η Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ.

Η ΑΕΕΑΠ είναι μια εταιρεία επενδύσεων στην ακίνητη περιουσία που όμως αναγκαστικά πρέπει να έχει κεφάλαια τουλάχιστον 25 εκατομμύρια και να εισαχθεί στο χρηματιστήριο εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Τα κεφάλαια της, μπορούν να προέλθουν είτε με μετρητά ή και με εισφορά σε είδος, δηλαδή με εισφορά ακινήτων στο μετοχικό κεφάλαιο. Ταυτόχρονα οι εν' λόγω εταιρείες κατέχουν ακίνητα προς εκμετάλλευση, δίχως να είναι οι ίδιες κατασκευάστριες με αποτέλεσμα να

αποφεύγουν την ανάληψη του ρίσκου του έργου της κατασκευής, οπότε αναλαμβάνουν σαφώς χαμηλότερους κινδύνους.

Οι προβλέψεις δείχνουν ότι για αρκετά χρόνια ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ θα συνεχίσει να αναπτύσσεται καθώς τα οφέλη είναι τόσο μεγάλα για τους στρατηγικούς μετόχους τους ενώ παράλληλα προσφέρεται η δυνατότητα έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητα στο ευρύ καταναλωτικό κοινό.

5.5 Νομικό πλαίσιο των Α.Ε.Ε.Α.Π.

Άρθρο 21 Ν. 2778/1999 - Σκοπός και σύσταση

1. Η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) είναι ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, δικαιώματος αγοράς ακινήτου δια προσυμφώνου και γενικώς τη διενέργεια επενδύσεων κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 22.

2. Το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΕΑΠ έχει ελάχιστο ύψος είκοσι πέντε εκατομμύρια (25.000.000) ευρώ που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύστασή της. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να μεταβάλλεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συγκροτείται από εισφορές μετρητών, μέσων χρηματαγοράς, κινητών αξιών των περιπτώσεων δ', ε' και στ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22 και ακινήτων, κατά την έννοια των παραγράφων 2 και 3 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου, καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας. Η εισφορά κατά τη σύσταση της εταιρίας άλλων από μετρητά στοιχεία δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ως προς την αξία τους τα όρια που τίθενται από τον παρόντα νόμο για τις επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ. Η αποτίμηση των εισφορών σε είδος διενεργείται κατ' εφαρμογή του άρθρου 9 του κ.ν. 2190/1920, ενώ, ως προς τα μέσα χρηματαγοράς και τις κινητές αξίες της περίπτωσης δ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22, εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθρου 11 του ν. 4099/2012 (Α'250).

3. Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαιτείται να έχει χορηγηθεί προηγουμένως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας της, σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος νόμου. Αντίστοιχη άδεια απαιτείται και για τη μετατροπή υφιστάμενης εταιρίας σε ΑΕΕΑΠ. Η ΑΕΕΑΠ διέπεται από τις διατάξεις του παρόντος νόμου και συμπληρωματικώς από τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920. Για τη χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της άδειας λειτουργίας εκτιμώνται η οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν, ιδίως στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα, η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας και η ύπαρξη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης κατά τις διατάξεις του άρθρου 24. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται με απόφασή της να εξειδικεύει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία, καθώς και κάθε τεχνικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε ΑΕΕΑΠ.

4. Η εταιρία υποβάλλει, με την αίτηση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, λεπτομερή περιγραφή της επενδυτικής πολιτικής και των χρήσεων ακινήτων, στα οποία η εταιρία θα επενδύει τα διαθέσιμά της, συμπεριλαμβανομένων των στοιχείων της αγοράς, στα οποία βασίζεται η στρατηγική της και των μέσων που αυτή προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων.

5. Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού της, όπως και για κάθε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, απαιτείται προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

6. Πριν από την είσοδο των μετοχών της ΑΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά, πρόσωπο που επιθυμεί να αποκτήσει μετοχές ΑΕΕΑΠ ή δικαιώματα ψήφου που συνδέονται με αυτές, έτσι ώστε η συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο ή στα δικαιώματα ψήφου της εταιρίας, άμεσα ή έμμεσα, να υπερβαίνει τα όρια των 10%, 20%, 33,3%, 50% και 66,6%, υποχρεούται να ανακοινώσει, τουλάχιστον ένα μήνα νωρίτερα, την πρόθεσή του αυτή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να της παράσχει κάθε απαραίτητο στοιχείο για να κρίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την καταλληλότητά του για τη διασφάλιση της χρηστής διοίκησης και διαχείρισης της ΑΕΕΑΠ. Ως έμμεση συμμετοχή νοείται η απόκτηση ή η άσκηση δικαιωμάτων ψήφου

κατά την έννοια του άρθρου 10 του ν. 3556/2007. Κτήση μετοχών ΑΕΕΑΠ ή δικαιωμάτων ψήφου που συνδέονται με αυτές στην περίπτωση του πρώτου εδαφίου της παρούσας παραγράφου επιτρέπεται μόνον κατόπιν αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

7. Κάθε δημοσίευση, κατά την έννοια του άρθρου 7β του κ.ν. 2190/1920, που αφορά σε τροποποίηση του καταστατικού ή σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου γνωστοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

8. Η εταιρία υποχρεούται να αναγράφει κάτω από την εταιρική επωνυμία τον αριθμό της άδειας λειτουργίας της.

9. Οι μετοχές των εταιριών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές.

10. Απαγορεύεται η εταιρία να εκδίδει ιδρυτικούς τίτλους

Άρθρο 22 Ν. 2778/1999 - Επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία

1. Τα διαθέσιμα της ΑΕΕΑΠ επενδύονται αποκλειστικά σε:

α) Ακίνητη περιουσία, καθώς και δικαιώματα, μετοχές ή μερίδια σε ακίνητη περιουσία, κατά την έννοια των παραγράφων 2 και 3 του παρόντος άρθρου σε ποσοστό τουλάχιστον 80% του ενεργητικού της.» β) Καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς κατά την έννοια της παρ. 14 του άρθρου 2 του ν. 3606/2007. γ) Άλλα κινητά και ακίνητα που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της ΑΕΕΑΠ, τα οποία δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν σωρευτικά, κατά την απόκτησή τους, το δέκα τοις εκατό (10%) του ενεργητικού της.

Η ΑΕΕΑΠ δύναται να τηρεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς ως μορφή τοποθέτησης για εύλογο χρόνο έως τη διενέργεια των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, τηρουμένης της διατάξεως της παραγράφου 1 του άρθρου 23.

2. Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύει η ΑΕΕΑΠ, νοούνται τα κάθε είδους ακίνητα που ευρίσκονται στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ και του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου ή σε τρίτο κράτος σύμφωνα με την περίπτωση γ', αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συστήνεται

επικαρπία υπέρ της εταιρίας και τα οποία εμπίπτουν σε μία τουλάχιστον από τις παρακάτω περιπτώσεις:

α) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν: αα) ως επαγγελματική στέγη, για εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό, συμπεριλαμβανομένων ενδεικτικώς των ξενοδοχειακών εγκαταστάσεων, της τουριστικής κατοικίας και των μαρίνων ελλιμενισμού ή και ββ) ως κατοικίες με σκοπό την εκμετάλλευσή τους, συμπεριλαμβανομένης της εξοχικής κατοικίας, μόνα τους ή από κοινού με άλλα ακίνητα. Το σύνολο των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητα οικιστικού σκοπού, κατά το χρόνο κτήσεως, πρέπει να είναι κατώτερο του 25% του συνόλου των επενδύσεών της.

β) Είναι υπό ανέγερση, συμπεριλαμβανομένων των οικοπέδων επί των οποίων έχει εκδοθεί άδεια οικοδομής ακινήτου, αποπεράτωση, επισκευή, αναπαλαίωση, συντήρηση, μεταβολή χρήσης και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς που αναγράφονται ανωτέρω στην περίπτωση α', σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας, ειδικά προς αυτόν το σκοπό και που κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και, επιπλέον, οι ανωτέρω εργασίες είναι δυνατόν να ολοκληρωθούν εντός τριάντα έξι (36) μηνών από την ημερομηνία έκδοσης της οικοδομικής άδειας, εφόσον η άδεια εκδοθεί από την ΑΕΕΑΠ μετά την απόκτηση του ακινήτου από αυτή. Αν η άδεια προϋπήρχε, το χρονικό διάστημα των τριάντα έξι μηνών ισχύει από την ημερομηνία απόκτησης του ακινήτου από την ΑΕΕΑΠ. Σε περίπτωση αναθεώρησης της άδειας, το ανωτέρω διάστημα παρατείνεται έως τη λήξη ισχύος της αναθεώρησης. Σε περίπτωση που το έργο προβλέπεται να ολοκληρωθεί σε διαδοχικές φάσεις λόγω του μεγέθους του, το ανωτέρω διάστημα θα αφορά στην πρώτη φάση του έργου. Τα έξοδα των ανωτέρω εργασιών για τα ακίνητα της κατηγορίας αυτής δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, το σαράντα τοις εκατό (40%) επί του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητη περιουσία, όπως αυτή θα έχει διαμορφωθεί μετά την ολοκλήρωση των εργασιών. Το πρόγραμμα του πρώτου εδαφίου αναφέρει το χρονικό διάστημα εντός του οποίου προβλέπεται να ολοκληρωθούν οι ανωτέρω εργασίες και αναλυτική πρόβλεψη των εξόδων που συνδέονται με αυτές.

γ) Ευρίσκονται σε τρίτα, εκτός Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, κράτη και είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για κάποιον από τους σκοπούς που

αναγράφονται στην περίπτωση α', εφόσον, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνουν σε αξία το είκοσι τοις εκατό (20%) του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας σε ακίνητα.

δ) Οικόπεδα εντός και εκτός σχεδίου στα οποία δύνανται να ανεγερθούν κτίσματα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς που αναγράφονται στην περίπτωση α' ανωτέρω και για τα οποία δύνανται να εκδοθεί άδεια οικοδομής μετά την απόκτησή τους από την ΑΕΕΑΠ, η οποία υποχρεούται να υποβάλει αίτηση για την έκδοση της εν λόγω άδειας εντός πέντε (5) ετών από την απόκτηση του οικοπέδου. Ειδικότερα, η αξία του συνόλου των οικοπέδων αυτών δεν μπορεί να είναι ανώτερη, κατά το χρόνο κτήσεως, του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ. Μετά την ολοκλήρωση της ανέγερσης των ακινήτων αυτών, τα εν λόγω ακίνητα εντάσσονται στην περίπτωση α' της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου.

3. Η ΑΕΕΑΠ δύναται, επίσης, να επενδύει σε:

α) δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων των περιπτώσεων α' και β' της παραγράφου 2 είτε με απευθείας κατάρτιση από την εταιρία σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων είτε με εκχώρηση σε αυτήν προϋφιστάμενης σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτων που έχει συνάψει τρίτος, ή και

β) δικαιώματα επιφανείας της παρ. 1 του άρθρου 18 του ν. 3986/2011, όπως εκάστοτε ισχύει, καθώς και μακροχρόνιες παραχωρήσεις χρήσης ή εμπορικής εκμετάλλευσης ακινήτων των περιπτώσεων α' και β' της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου όπως, ενδεικτικά, εκτάσεων για ανέγερση ξενοδοχειακών και εν γένει τουριστικού ενδιαφέροντος εγκαταστάσεων, μαρίνων ελλιμενισμού, εκτάσεων δυναμένων να υπαχθούν σε προνομιακό ή ιδιαίτερο καθεστώς δόμησης και οικιστικής ανάπτυξης, εκτάσεων ιδιαίτερου φυσικού κάλλους των οποίων η αξιοποίηση είναι επιτρεπτή υπό ιδιαίτερους όρους, ή και

γ) απαιτήσεις προς απόκτηση ακίνητης περιουσίας κατά την έννοια των περιπτώσεων α' και β' της παραγράφου 2 βάσει προσυμφώνων, υπό την προϋπόθεση ότι έχει συμβατικώς διασφαλισθεί το μέγιστο τίμημά τους, η προκαταβολή τιμήματος, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει το είκοσι τοις εκατό (20%) του τιμήματος, η ποινική ρήτρα του πωλητή, η οποία δεν μπορεί να υπολείπεται του εκατόν πενήντα τοις εκατό (150%) της προκαταβολής, και αα) προκειμένου περί ακινήτων της περίπτωσης α' της

παραγράφου 2, ο χρόνος αποπεράτωσής τους και η χρησιμοποίησή τους για τους εκεί οριζόμενους σκοπούς το αργότερο εντός έξι (6) μηνών από την απόκτησή τους, ββ) προκειμένου δε περί ακινήτων της περίπτωσης β' της παραγράφου 2, ο χρόνος μεταβίβασής τους και ο χρόνος έναρξης των εργασιών, που δεν μπορεί να απέχει χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του εξαμήνου από την κατάρτιση του προσυμφώνου, βάσει του αναλυτικού προγράμματος εργασιών, που ετοιμάζεται κατά το χρόνο συντάξεως του προσυμφώνου, ή και

δ) τουλάχιστον ογδόντα τοις εκατό (80%) των μετοχών ή μεριδίων εταιρίας, εξαιρουμένων των προσωπικών εταιριών, με αποκλειστικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων, το σύνολο του παγίου κεφαλαίου της οποίας είναι επενδεδυμένο σε ακίνητα των περιπτώσεων α' και β' της παραγράφου 2 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου ή εταιρίας χαρτοφυλακίου ή και

ε) τουλάχιστον ογδόντα τοις εκατό (80%) των μετοχών εταιρίας συμμετοχών, που επενδύει αποκλειστικώς σε εταιρίες της περίπτωσης δ', ή και

στ) τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των μετοχών εταιρίας με την οποία η ΑΕΕΑΠ συνδέεται με σχέση μητρικής και θυγατρικής κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920, εφόσον: αα) σκοπός της θυγατρικής εταιρίας είναι η απόκτηση, διαχείριση και εκμετάλλευση ακινήτων, περιλαμβανομένης της διενέργειας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία κατά την έννοια του άρθρου 22, και ββ) σκοπός της συμμετοχής της ΑΕΕΑΠ στο κεφάλαιο της θυγατρικής της είναι η εφαρμογή κοινής επιχειρηματικής στρατηγικής ή στρατηγικών για την ανάπτυξη ακινήτου ή ενότητας ακινήτων ελάχιστης αξίας τουλάχιστον δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) ευρώ, σύμφωνα με αναλυτικό πρόγραμμα που καταρτίζεται με ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου της θυγατρικής εταιρίας, εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο της ΑΕΕΑΠ και κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το εν λόγω αναλυτικό πρόγραμμα, μαζί με έκθεση προόδου αυτού, εγκρίνεται ετησίως από το διοικητικό συμβούλιο της θυγατρικής, και η σχετική έκθεση προόδου τίθεται υπόψη του διοικητικού συμβουλίου της ΑΕΕΑΠ, που τοποθετείται σχετικώς και αξιολογεί την πρόοδο του προγράμματος. Η σχετική έκθεση αξιολόγησης του ΔΣ της ΑΕΕΑΠ υποβάλλεται από την ΑΕΕΑΠ στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

ζ) Τουλάχιστον ογδόντα τοις εκατό (80%) των μετοχών ή μεριδίων: (αα) ΟΣΕΚΑ του ν. 4099/2012 (Α' 250) ή της Οδηγίας 2009/65/EK, με την προϋπόθεση ότι οι ΟΣΕΚΑ επενδύουν το ενεργητικό τους, αποκλειστικά ή κυρίως, σε κινητές αξίες εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ή εταιριών διαχείρισης και εκμετάλλευσης ακινήτων, (ββ) ανωνύμων εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) ή αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας του ν. 2778/1999 (Α' 295) ή σε αντίστοιχες εταιρίες ή αμοιβαία ή άλλα επενδυτικά κεφάλαια κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και (γγ) οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ) του νόμου «Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στην Οδηγία 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και την Οδηγία 2011/89/ΕΕ σχετικά με τη συμπληρωματική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οντοτήτων που ανήκουν σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων, μέτρα για την εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 648/2012/ΕΕ περί εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, κεντρικών αντισυμβαλλόμενων και αρχείων καταγραφής συναλλαγών και άλλες διατάξεις» ή της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ, υπό τις εξής προϋποθέσεις:

(i) έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε κράτος - μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, (ii) διέπονται από το δίκαιο κράτους - μέλους και εποπτεύονται από την αρμόδια εποπτική αρχή κράτους - μέλους και (iii) τα διαθέσιμά τους επενδύονται αποκλειστικά ή κυρίως σύμφωνα με τις παραγράφους 2 και 3 του παρόντος άρθρου. Οι επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ σε μετοχές εταιριών των περιπτώσεων δ' και ε' αφορούν και σε υπό σύσταση εταιρίες, υπό την προϋπόθεση ότι τα διαθέσιμα των εν λόγω υπό σύσταση εταιριών θα έχουν επενδυθεί σύμφωνα με τα οριζόμενα στις εν λόγω περιπτώσεις εντός χρονικού διαστήματος δώδεκα (12) μηνών από την ημερομηνία επένδυσης της ΑΕΕΑΠ. Για τις επενδύσεις των υπό σύσταση εταιριών παρατίθεται αναλυτική αναφορά στην εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ.

4. Με την επιφύλαξη του αμέσως επόμενου εδαφίου, η αξία του συνόλου των ακινήτων της ΑΕΕΑΠ, επί των οποίων αυτή δεν έχει πλήρη κυριότητα, πρέπει να είναι κατώτερη του είκοσι τοις εκατό (20%), κατά το χρόνο κτήσεως, του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ. Σε περίπτωση απόκτησης από την ΑΕΕΑΠ δικαιωμάτων από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, κατά την έννοια της περίπτωσης α' της παραγράφου 3, η αξία του συνόλου αυτών των δικαιωμάτων πρέπει να είναι κατώτερη,

κατά το χρόνο κτήσεως, του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ.

5. Η αξία κάθε ακινήτου κατά την έννοια της παραγράφου 2 και των περιπτώσεων α' έως γ' της παραγράφου 3, το οποίο περιλαμβάνεται στις επενδύσεις της εταιρίας, πρέπει να είναι κατώτερη, κατά το χρόνο της απόκτησης ή της ολοκλήρωσης των εργασιών, βάσει του σχετικώς καταρτιζόμενου προγράμματος, του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) της αξίας του συνόλου των επενδύσεών της. Προκειμένου για επενδύσεις σε μετοχές θυγατρικών εταιριών, κατά την έννοια της περίπτωσης δ' της παραγράφου 3 ή σε επενδυτικά κεφάλαια, κατά την έννοια της περίπτωσης ζ' της παραγράφου 3, ο ανωτέρω περιορισμός ισχύει ως προς την αξία του κάθε ακινήτου που αποκτάται. Η επένδυση της ΑΕΕΑΠ σε εταιρία της περίπτωσης ε' της παραγράφου 3 πρέπει να είναι κατώτερη σε αξία ποσοστού είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ.

6. Τηρουμένων των διατάξεων των παραγράφων 8 και 9 του παρόντος άρθρου, με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών ορίζονται ο τρόπος και τα μέσα αποτίμησης της αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα και ρυθμίζεται κάθε ειδικότερο θέμα για την αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα. Με όμοια απόφαση που εκδίδεται κατόπιν εισήγησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δύναται να διευκρινίζονται θέματα ένταξης ακινήτων στις κατηγορίες του παρόντος άρθρου.

7. Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων της ΑΕΕ-ΑΠ διενεργείται στο τέλος κάθε εταιρικής χρήσης, από νόμιμο ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την ειδική τακτική έκθεση που συντάσσεται κάθε φορά για το σκοπό αυτό, από ανεξάρτητο εκτιμητή. Ο εκτιμητής του προηγούμενου εδαφίου ορίζεται από τη γενική συνέλευση της ΑΕΕΑΠ, μαζί με το νόμιμο ελεγκτή της εταιρίας.

8. Η κατά τα οριζόμενα στην παράγραφο 2 και τις περιπτώσεις α' έως γ' της παραγράφου 3 του παρόντος άρθρου επένδυση των διαθεσίμων της ΑΕΕΑΠ σε ακίνητα ή σε δικαίωμα επί ακινήτου, καθώς και η επένδυση σε ακίνητα από εταιρίες των περιπτώσεων δ' και στ' της παραγράφου 3, προϋποθέτει προηγούμενη εκτίμηση της αξίας τους από τον ανεξάρτητο εκτιμητή της προηγούμενης παραγράφου. Ο εκτιμητής διενεργεί εκτίμηση της αξίας του ακινήτου ή των ανωτέρω μετοχών πριν από την απόκτησή τους από την εταιρία. Προκειμένου περί απαιτήσεων εκ προσυμφώνων

της περίπτωσης γ' της παραγράφου 3, η αποτίμηση των ακινήτων, στα οποία αφορούν οι απαιτήσεις αυτές, πραγματοποιείται πριν από την οριστική μεταβίβασή τους στην ΑΕΕΑΠ. Κατά την αποτίμηση λαμβάνεται υπόψη κάθε γεγονός, το οποίο μέχρι την ημερομηνία ένταξής της, κατά τα οριζόμενα στις παραγράφους 2 και 3 του παρόντος άρθρου, ακίνητης περιουσίας στις επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ μπορεί να επηρεάσει την αξία της συγκεκριμένης ακίνητης περιουσίας. Η αποτίμηση αυτή είναι δεσμευτική. Οι διατάξεις των προηγούμενων εδαφίων εφαρμόζονται και στη μεταβίβαση στοιχείων της ακίνητης περιουσίας, τα οποία έχουν ενταχθεί στις επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ. Το τίμημα που καταβάλλεται ή εισπράττεται από την ΑΕΕΑΠ για την απόκτηση ή την εκποίηση της ακίνητης περιουσίας ή του δικαιώματος επί ακινήτου ή των ανωτέρω μετοχών επιτρέπεται να είναι υψηλότερο ή χαμηλότερο, αντιστοίχως, μέχρι πέντε τοις εκατό (5%) από την αξία τους, όπως αυτή έχει προσδιοριστεί από τον εκτιμητή.

9. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών και ακινήτων που αποκτά η ΑΕΕΑΠ για την εξυπηρέτηση των λειτουργικών της αναγκών, κάθε φορά που απαιτείται τέτοια αποτίμηση, γίνεται με βάση τις σχετικές διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.

10. Δεν επιτρέπεται η μεταβίβαση των μετοχών θυγατρικής εταιρίας που κατέχει η ΑΕΕΑΠ ή ακινήτου, στο οποίο αυτή έχει επενδύσει διαθέσιμά της, πριν από την πάροδο δώδεκα (12) μηνών από την απόκτησή τους, εξαιρουμένων των ακινήτων της υποπερίπτωσης ββ' της περίπτωσης α' και της περίπτωσης β' της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου.

11. Η μη τήρηση όρου του παρόντος άρθρου, σχετικά με την απόκτηση ή τη μεταβίβαση ακινήτου από ΑΕΕΑΠ δεν συνεπάγεται την ακυρότητα των δικαιοπραξιών αυτών.

12. Τα ακίνητα στα οποία επενδύει η ΑΕΕΑΠ, άμεσα ή έμμεσα, μέσω θυγατρικών της, ασφαλίζονται υποχρεωτικά. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζεται το ελάχιστο περιεχόμενο των ασφαλιστικών συμβολαίων.

13. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δύναται να ρυθμίζονται ειδικότερα θέματα και λεπτομέρειες για την εφαρμογή του παρόντος άρθρου

Άρθρο 23 Ν. 2778/1999 - Εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας σε οργανωμένη αγορά

1. Η ΑΕΕΑΠ εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παρ. 10 του άρθρου 2 του ν. 3606/2007 που λειτουργεί στην Ελλάδα εντός δύο (2) ετών από τη σύστασή της. Κατά το χρόνο της εισαγωγής, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας πρέπει να έχει επενδυθεί σε ποσοστό τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό (50%) σε ακίνητη περιουσία. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρίας σε ΑΕΕΑΠ, η υποχρεωτική εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά, κατά τα ανωτέρω, πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε διάστημα δύο (2) ετών από την ολοκλήρωση της διαδικασίας μετατροπής.

2. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, ύστερα από αίτηση της εταιρίας, να παρατείνει την προθεσμία της παραγράφου 1 για διάστημα που δεν μπορεί να υπερβεί τους είκοσι τέσσερις (24) μήνες από την ημερομηνία λήξης αυτής σε περίπτωση ανωτέρας βίας ή αν κρίνει ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την επίτευξη της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στην οργανωμένη αγορά. Για ΑΕΕΑΠ που υφίστανται κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου η προθεσμία της παραγράφου 1 ισχύει από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου. Παράταση που είχε χορηγηθεί κατά τις προϊσχύσασες διατάξεις εξακολουθεί ισχύουσα για χρονικό διάστημα τριάντα (30) μηνών από την έναρξη ισχύος του Ν. 4141/2013.

3. Εάν η εταιρία δεν έχει επιτύχει την εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά εντός των προθεσμιών των παραγράφων 1 και 2, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας της και η εταιρία τίθεται υπό εκκαθάριση.

4. Σε περίπτωση ανάκλησης της άδειας λειτουργίας της ΑΕΕΑΠ ανακαλούνται τα προβλεπόμενα για αυτήν φορολογικά οφέλη, καθώς και οποιεσδήποτε άλλες ευνοϊκές για αυτήν φορολογικές ρυθμίσεις που θεσπίζονται σε άλλους νόμους. ΑΕΕΑΠ που υφίστανται κατά τη θέση σε ισχύ του παρόντος νόμου εξαιρούνται της ανακλήσεως που προβλέπεται στο προηγούμενο εδάφιο για το μέχρι την έναρξη ισχύος του νόμου χρονικό διάστημα

Άρθρο 24 Ν. 2778/1999 - Θεματοφύλακας - Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης

1. Οι επενδύσεις της εταιρίας σε κινητές αξίες των περιπτώσεων δ', ε' και στ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22 κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα που είναι εγκατεστημένο και λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.

2. Ο θεματοφύλακας μπορεί να αναθέτει τη φύλαξη κινητών αξιών σε άλλα πρόσωπα, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στην παρ. 3 του άρθρου 33 του ν. 3371/2005.

3. Ο θεματοφύλακας ευθύνεται έναντι της εταιρίας και των μετόχων της για κάθε πταίσμα κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του.

4. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν για τις εταιρίες, των οποίων κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά, εφαρμόζονται αναλόγως και στις ΑΕΕΑΠ από τη σύστασή τους.

5. Από τη σύστασή της, η ΑΕΕΑΠ καταρτίζει τις οικονομικές καταστάσεις της με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ).

6. ΑΕΕΑΠ που υφίστανται κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου και των οποίων οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί ακόμη σε οργανωμένη αγορά, υποχρεούνται να συμμορφωθούν με τις διατάξεις της παραγράφου 4 εντός τριμήνου από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου και με τις διατάξεις της παραγράφου 5 εντός εξαμήνου από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου

Άρθρο 25 Ν. 2778/1999 - Εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων

1. Η ΑΕΕΑΠ δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων των διαθεσίμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η πρώτη κατάσταση επενδύσεων επιτρέπεται να καλύπτει περίοδο μεγαλύτερη του εξαμήνου, ώστε η ημερομηνία της να συμπίπτει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, χωρίς όμως αυτή η περίοδος να μπορεί να υπερβεί το έτος. Η κατάσταση περιλαμβάνει την περιγραφή κάθε ακινήτου, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική, εφόσον έχει οριστεί αυτή, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για να επιτρέψει την αξιολόγηση των επενδύσεων της εταιρίας. Ως προς τα δικαιώματα επικαρπίας ή ψιλής κυριότητας ακινήτων, καθώς και δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου, η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιέχει υποχρεωτικά

περιγραφή του δικαιώματος, την πραγματική αξία του, σε σχέση με την πραγματική και την αντικειμενική αξία του ακινήτου στο οποίο αναφέρεται, καθώς και οποιοδήποτε άλλο χρήσιμο στοιχείο για την αξιολόγηση των συγκεκριμένων επενδύσεων. Η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας προσδιορίζεται σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 6 έως και 9 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου.

2. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση ανεξάρτητου εκτιμητή και ελέγχεται από νόμιμο ελεγκτή ή ελεγκτικό γραφείο του ν. 3693/2008. Υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αναρτάται στην ιστοσελίδα της εταιρίας και της αγοράς, στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι μετοχές της ή μόνο στην ιστοσελίδα της εταιρίας αν δεν έχει διενεργηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε αγορά.

3. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφασή της να ορίσει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Άρθρο 26 Ν. 2778/1999 - Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις

1. Επιτρέπεται η λήψη δανείων από την ΑΕΕΑΠ και η παροχή πιστώσεων σε αυτήν, για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνουν το εβδομήντα πέντε τοις εκατό (75%) του ενεργητικού της. Τηρουμένου του ορίου του πρώτου εδαφίου, στην περίπτωση που οι οντότητες των περιπτώσεων δ', ε' , στ' και ζ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22, στις οποίες έχει επενδύσει η ΑΕΕΑΠ, έχουν λάβει δάνεια και πιστώσεις, το όριο του πρώτου εδαφίου υπολογίζεται και επί του ενεργητικού της ενοποιημένης οικονομικής κατάστασης της ΑΕΕΑΠ. Το σύνολο των δανείων που λαμβάνονται για την αποπεράτωση ακινήτων της ΑΕΕΑΠ ή των ακινήτων των οντοτήτων των περιπτώσεων δ', ε' και στ' και των υποπεριπτώσεων ββ' και γγ' της περίπτωσης ζ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22 δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το ποσοστό που αναγράφεται στο πρόγραμμα της περίπτωσης β' της παραγράφου 2 του άρθρου 22. Στο ύψος του επιτρεπόμενου δανεισμού συμπεριλαμβάνονται και τα δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων της περίπτωσης α' της παραγράφου 3 του άρθρου 22. Κατ' εξαίρεση, επιτρέπεται η ΑΕΕΑΠ να συστήνει θυγατρική με μοναδικό σκοπό τη λήψη δανείων και τη χρήση των δανειακών κεφαλαίων για τη

χρηματοδότηση της ΑΕΕΑΠ ή/και των οντοτήτων των περιπτώσεων δ', ε', στ' και ζ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22.

2. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων που λαμβάνει η ΑΕΕΑΠ επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί των κινητών ή ακινήτων της ΑΕΕΑΠ.

3. Η ΑΕΕΑΠ μπορεί να συνάπτει δάνεια και να λαμβάνει πιστώσεις για την απόκτηση ακινήτων που θα χρησιμοποιήσει για τις λειτουργικές της ανάγκες, εφόσον το ύψος των δανείων και πιστώσεων, στο σύνολό τους, δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της ΑΕΕΑΠ μειουμένων κατά το συνολικό ποσό των επενδύσεών της σε ακίνητα. Τα ποσά των δανείων αυτών δεν συνυπολογίζονται στο ποσοστό της παραγράφου 1.

4. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων της παραγράφου 3 επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί του ακινήτου που αποκτά η εταιρία, για τους σκοπούς που ορίζονται στην ανωτέρω παράγραφο

Άρθρο 27 Ν. 2778/1999 - Διανομή κερδών

1. Η ΑΕΕΑΠ υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το πενήντα τοις εκατό (50%) των ετήσιων καθαρών προς διανομή κερδών της. Τα κέρδη που σχετίζονται με την υπεραξία από την πώληση ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται στη διανομή. Επιτρέπεται η διανομή χαμηλότερου ποσοστού, έως των ορίων του κ.ν. 2190/1920, ή η μη διανομή μερίσματος από την εταιρία με απόφαση της γενικής συνέλευσης εφόσον το καταστατικό της περιέχει σχετική πρόβλεψη είτε προς σχηματισμό έκτακτου αφορολόγητου αποθεματικού από λοιπά έσοδα εκτός από κέρδη κεφαλαίου είτε προς δωρεάν διανομή μετοχών προς τους μετόχους, με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της, κατά τα οριζόμενα στις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.

2. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης δύναται να σχηματιστεί τακτικό αποθεματικό, σύμφωνα με τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.

3. Εφόσον στο τέλος μίας εταιρικής χρήσης προκύψει ζημία από την αποτίμηση των κινητών αξιών της περίπτωσης δ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22, για την κάλυψη της ζημίας, επιτρέπεται ο σχηματισμός πρόβλεψης μέχρι και το σύνολο της ζημίας

Άρθρο 28 Ν. 2778/1999 - Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτων της ΑΕΕΑΠ σε συγκεκριμένα πρόσωπα

1. Απαγορεύεται η μεταβίβαση ακινήτων, τα οποία η ΑΕΕΑΠ κατέχει άμεσα ή έμμεσα, μέσω θυγατρικών της, σε μετόχους της ΑΕΕΑΠ που κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, μέσω συνδεδεμένων προσώπων κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920 ή μέσω προσώπων που ελέγχονται από αυτά, κατά την έννοια της περίπτωσης γ' της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του ν. 3556/2007, ποσοστό τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΕΑΠ, σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της, συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας, καθώς και σε ελεγχόμενα από αυτούς, κατά την ανωτέρω έννοια, νομικά πρόσωπα. Η μεταβίβαση ακινήτων από την ΑΕΕΑΠ σε μετόχους που κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, κατά την ανωτέρω έννοια, ποσοστό μικρότερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΕΑΠ επιτρέπεται μετά από ειδική άδεια της Γενικής Συνέλευσης, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 23Α του κ.ν. 2190/1920.

2. Η απαγόρευση της προηγούμενης παραγράφου δεν ισχύει για τη μεταβίβαση ακινήτων στις εταιρίες των περιπτώσεων δ' και στ' της παραγράφου 3 του άρθρου 22. Μεταβίβαση ακινήτων σε άλλες συνδεδεμένες με την ΑΕΕΑΠ εταιρίες επιτρέπεται μόνον κατόπιν προηγούμενης άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία παρέχεται εφόσον η μεταβίβαση γίνεται με όρους αγοράς και είναι επωφελής για την ΑΕΕΑΠ. Οι ειδικότεροι όροι εφαρμογής της παρούσας παραγράφου μπορεί να εξειδικεύονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

3. Μετά την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών της ΑΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 23 του παρόντος νόμου, και υπό την προϋπόθεση της πραγματοποίησης της εισαγωγής, απαγορεύεται περαιτέρω η μεταβίβαση προς την ΑΕΕΑΠ ακινήτων που ανήκουν σε: α) μετόχους της ΑΕΕΑΠ που κατέχουν, άμεσα ή έμμεσα, μέσω συνδεδεμένων προσώπων κατά την έννοια της παραγράφου 5 του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920 ή μέσω προσώπων που ελέγχονται από αυτά, κατά την έννοια της περίπτωσης γ' της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του ν. 3556/2007, ποσοστό τουλάχιστον πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΕΑΠ και β) μέλη του διοικητικού της συμβουλίου, γενικούς διευθυντές ή

διευθυντές της, συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας, καθώς και σε ελεγχόμενα από αυτούς, κατά την ανωτέρω έννοια, νομικά πρόσωπα.

4. α) Η απαγόρευση της παραγράφου 3 δεν καταλαμβάνει την εισφορά ακινήτων στην ΑΕΕΑΠ κατά το στάδιο σύστασης ή αύξησης μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιείται έως και την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών της ΑΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. β) Η απαγόρευση της παραγράφου 3 δεν καταλαμβάνει τη μεταβίβαση ακινήτων προς την ΑΕΕΑΠ ή την εισφορά τους σε αυτήν εφόσον ο μεταβιβάζων είναι νομικό πρόσωπο που εμπίπτει στην παράγραφο 3α ανωτέρω και εφόσον πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις: αα) Η αξία των μεταβιβαζόμενων ακινήτων, σε ετήσια βάση, δεν υπερβαίνει το 10% του συνόλου των επενδύσεων της ΑΕΕΑΠ. ββ) Διενεργείται αποτίμηση του μεταβιβαζόμενου ακινήτου σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 του κ. ν. 2190/1920, η δε έκθεση αποτίμησης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του κ. ν. 2190/1920 και αναρτάται στην ιστοσελίδα της εταιρείας την ίδια ημερομηνία με τη δημοσίευση της πρόσκλησης για σύγκληση της γενικής συνέλευσης της επόμενης υποπερίπτωσης. γγ) Λαμβάνεται προ της μεταβίβασης ειδική άδεια της γενικής συνέλευσης, για την οποία απαιτείται πλειοψηφία τουλάχιστον τριών τετάρτων (3/4) των μετόχων που παρευρίσκονται, εξαιρουμένου του μετόχου στον οποίο ανήκει το μεταβιβαζόμενο ακίνητο ή μετόχου με τον οποίο υπάρχει σχέση ελέγχου, κατά την έννοια του άρθρου 42ε του κ. ν. 2190/1920, με το μέτοχο στον οποίο ανήκει το μεταβιβαζόμενο ακίνητο.

Άρθρο 29 Ν. 3778/1999 - Η μετατροπή εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας

1. Επιτρέπεται η μετατροπή εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας, με την τήρηση των όσων ορίζονται στο άρθρο 12α του ν. 1969/1991.

2. Σε περίπτωση μετατροπής εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, για τα ακίνητα της εταιρίας, η οποία δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή

Άρθρο 30 Ν. 2778/1999 - Εποπτεία - κυρώσεις

1. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία και τον έλεγχο της εφαρμογής του παρόντος νόμου και των κανονιστικών αποφάσεων λειτουργίας των ΑΕΕΑΠ που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του.

2. Κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της παραγράφου 1, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διενεργεί ελέγχους και να αναθέτει σε νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία τη διενέργεια εκτάκτων ελέγχων.

3. Οι ΑΕΕΑΠ και οι θυγατρικές τους υποχρεούνται να θέτουν στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των εντεταλμένων οργάνων της τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη διενέργεια του ελέγχου. Τα εντεταλμένα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά περίπτωση μπορούν:

α) να έχουν πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο υπό οποιαδήποτε μορφή και να λαμβάνουν αντίγραφό του και β) να ζητούν πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο και, εφόσον είναι απαραίτητο, να καλούν και να λαμβάνουν μαρτυρικές καταθέσεις από οποιοδήποτε πρόσωπο εφαρμοζομένων αναλόγως των διατάξεων των παραγράφων 9 έως 13 του άρθρου 22 του ν. 3340/2005.

4. Αν παραβιαστούν οι διατάξεις του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει σε ΑΕΕΑΠ επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από χίλια (1.000) ευρώ έως ένα εκατομμύριο (1.000.000) ευρώ. Για την επιλογή της κύρωσης και κατά την επιμέτρηση του προστίμου λαμβάνονται ενδεικτικώς υπόψη το μέγεθος και η σημασία της παράβασης, ο κίνδυνος πρόκλησης βλάβης στα συμφέροντα των επενδυτών, το ύψος της ζημίας που προκλήθηκε σε επενδυτές και της τυχόν αποκατάστασής της, η λήψη μέτρων από την εταιρία για τη συμμόρφωσή της στο μέλλον, ο βαθμός υπαιτιότητας της εταιρίας, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά το στάδιο διερεύνησης και ελέγχου, οι ανάγκες της γενικής και ειδικής πρόληψης και η τυχόν καθ' υποτροπήν τέλεση παραβάσεων του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του.

5. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου, σε μετόχους και σε διευθυντικά στελέχη της ΑΕΕΑΠ και των θυγατρικών των

περιπτώσεων δ' και ε' της παραγράφου 3 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου, που παραβαίνουν τις διατάξεις του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από πεντακόσια (500) ευρώ μέχρι διακόσιες χιλιάδες (200.000) ευρώ. Εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις της παραγράφου 6, το πρόστιμο μπορεί να ανέρχεται μέχρι του ποσού των εξακοσίων χιλιάδων (600.000) ευρώ. Για την επιλογή της κύρωσης και κατά την επιμέτρηση του προστίμου εφαρμόζεται το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 4.

6. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο ύψους μέχρι τετρακοσίων χιλιάδων (400.000) ευρώ σε πρόσωπα τα οποία, εν γνώσει τους, προβαίνουν σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία ΑΕΕΑΠ και των θυγατρικών τους, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων και αποδόσεών της, με σκοπό να προσελκύσουν σε αυτήν επενδυτές.

7. Όποιος εν γνώσει του προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία ΑΕΕΑΠ και των θυγατρικών τους, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων και αποδόσεών της, με σκοπό να προσελκύσει σε αυτήν επενδυτές παραπλανώντας τους, τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον τριών (3) μηνών και χρηματική ποινή από πενήντα χιλιάδες (50.000) ευρώ μέχρι τριακόσιες χιλιάδες (300.000) ευρώ.

8. Οι διατάξεις των παραγράφων 6 και 7 του παρόντος άρθρου εφαρμόζονται σε δηλώσεις ή ανακοινώσεις που λαμβάνουν χώρα μέχρι την εισαγωγή των μετοχών της ΑΕΕΑΠ σε οργανωμένη αγορά.

9. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο μέχρι τριακόσιες χιλιάδες (300.000) ευρώ σε όποιον δεν συνεργάζεται σε έλεγχο - έρευνα που διενεργείται στην ΑΕΕΑΠ.

10. Επιτρέπεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να δημοσιοποιεί οποιαδήποτε μέτρα ή κυρώσεις επιβάλλει σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του παρόντος νόμου ή των αποφάσεων που εκδίδονται κατ' εξουσιοδότησή του, εκτός εάν η δημοσιοποίηση ενδέχεται να διαταράξει σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές, να είναι επιζήμια για τα συμφέροντα των επενδυτών ή να προκαλέσει δυσανάλογη ζημία στα εμπλεκόμενα μέρη.

11. Οι διατάξεις των άρθρων 37 και 38 του ν. 3371/2005 εφαρμόζονται και στις ΑΕΕΑΠ.

12. Οι κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που εκδόθηκαν κατ' εξουσιοδότηση της παραγράφου 2 του άρθρου 21, της παραγράφου 11 του άρθρου 22 και της παραγράφου 3 του άρθρου 25, εξακολουθούν να ισχύουν έως την αντικατάστασή τους από νέες

Άρθρο 31 Ν. 2778/1999 - Φορολογία

1. Οι εκδιδόμενες από εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων προς αυτή απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Η απαλλαγή δεν καταλαμβάνει το φόρο εισοδήματος για την υπεραξία που προκύπτει κατά την εισφορά ακινήτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων από την εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία υπόκεινται σε φόρο μεταβίβασης ακινήτων με τον ισχύοντα συντελεστή.

2. Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος για τα εισοδήματα από κινητές αξίες γενικά του εσωτερικού ή του εξωτερικού, που αποκτούν μη υποκείμενα σε παρακράτηση φόρου. Ειδικά για τους τόκους ομολογιακών δανείων, η απαλλαγή ισχύει με την προϋπόθεση ότι οι τίτλοι από τους οποίους προκύπτουν οι τόκοι αυτοί έχουν αποκτηθεί τουλάχιστον τριάντα (30) ημέρες πριν από το χρόνο που έχει ορισθεί για την εξαργύρωση των τοκομεριδίων. Σε αντίθετη περίπτωση, ενεργείται παρακράτηση φόρου σύμφωνα με τις διατάξεις του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος και με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία για τα εισοδήματα αυτά.

3. Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία υποχρεούνται σε καταβολή φόρου ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτοκίου Αναφοράς) προσανυξανόμενου κατά μία (1) ποσοστιαία μονάδα και υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων τους, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές, όπως απεικονίζονται στους εξαμηνιαίους πίνακες επενδύσεων που προβλέπονται από την παράγραφο 1 του άρθρου 25 του παρόντος νόμου. Σε περίπτωση μεταβολής του

Επιτοκίου Αναφοράς, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επόμενου της μεταβολής μήνα. Ο φόρος αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο του μήνα που ακολουθεί το χρονικό διάστημα που αφορούν οι εξαμηνιαίοι πίνακες επενδύσεων. Με την καταβολή του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση της εταιρίας και των μετόχων της. Οι διατάξεις του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου, όπως ισχύουν κάθε φορά.» «Σε περίπτωση παρακράτησης φόρου επί κτηθέντων μερισμάτων, καθώς και του φόρου δέκα τοις εκατό (10%) επί της υπεραξίας κατά την πώληση εισηγμένων μετοχών κάθε διαχειριστικής χρήσης, ο φόρος αυτός συμψηφίζεται με το φόρο που προκύπτει από τη δήλωση που υποβάλλεται από την Εταιρεία Επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία εντός του μηνός Ιουλίου. Τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο μεταφέρεται για συμψηφισμό με επόμενες δηλώσεις.» «Για τα διανεμόμενα μερίσματα στους μετόχους της εταιρείας δεν έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 54 του Κ.Φ.Ε..». «Κατά τον υπολογισμό του παραπάνω φόρου δε λαμβάνονται υπόψη τα ακίνητα που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα θυγατρικές των ΑΕΕΑΠ, εταιρείες του άρθρου 22 παράγραφος 3 περιπτώσεις δ' και ε' του παρόντος νόμου, εφόσον αυτά αναγράφονται διακεκριμένα στις καταστάσεις επενδύσεών τους.

4. Κατά παρέκκλιση της παραγράφου 11 του άρθρου 7 του ν. 2386/1996 (ΦΕΚ 43 Α) και των διατάξεων της περίπτωσης ε του άρθρου 1 και του άρθρου 4 του ν. 2166/1993 (ΦΕΚ 137 Α), οι διατάξεις του ν. 2166/1993 εφαρμόζονται και επί εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, η οποία: α) συνιστάται είτε με συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιριών, οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία είτε από διάσπαση ή απόσχιση κλάδου εταιρίας, που διαθέτει ακίνητη περιουσία ή β) αποκτά ακίνητη περιουσία, είτε λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση άλλης εταιρίας που διαθέτει ακίνητη περιουσία είτε λόγω διάσπασης ή απόσχισης κλάδου εταιρίας που διαθέτει ακίνητη περιουσία.

5. Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία διενεργούν τακτικές αποσβέσεις επί της κινητής και ακίνητης περιουσίας τους σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος. Κατά παρέκκλιση των διατάξεων όπως ισχύει, οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία δεν λογίζουν αποσβέσεις επί της

ακίνητης περιουσίας της περίπτωσης α της παραγράφου 1 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου.

6. Δεν οφείλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας του άρθρου 24 του ν. 2459/1997 για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία εφόσον δεν ιδιοχρησιμοποιούνται.

7. Η μεταβίβαση μετοχών των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, απαλλάσσεται από το φόρο της παρ. 2 του άρθρου 13 του ν. 2238/1994, όπως ισχύει κάθε φορά.

8. Οι διατάξεις των ανωτέρω παραγράφων 1 έως 6, εφαρμόζονται και στις θυγατρικές των ΑΕΕΑΠ εταιρείες των περιπτώσεων δ' και ε' της παραγράφου 3 του άρθρου 22 του παρόντος νόμου και ισχύουν από την έναρξη εφαρμογής του ν. 4141/2013 (Α' 81).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

6.1 Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να παρουσιάσει μια σύγκριση των δεικτών και του επιπέδου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης που χρησιμοποιούν μια Ελληνική και μια αντίστοιχη Αμερικάνικη εταιρία ΑΕΕΑΠ στο διάστημα της δεκαετίας από το 2007 έως το 2017.

Οι εταιρείες του δείγματος μας είναι η ελληνική ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π. και η αμερικάνικη AMERICAN CHURCH MORTGAGE COMPANY.

Η AMERICAN CHURCH MORTGAGE COMPANY είναι μια Αμερικάνικη εταιρία Reits η οποία οργανώθηκε το 1987 από τραπεζίτες, λογιστές, δικηγόρους και δημιουργήθηκε το 1994 με απώτερο σκοπό την χρηματοδότηση των αναγκών για την κατασκευή εκκλησιών, αγορά ακινήτων, τη χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων τόσο σε εκκλησίες όσο και σε μη κερδοσκοπικούς θρησκευτικούς οργανισμούς σε όλη την Αμερικανική επικράτεια. Η εταιρία έχει χρηματοδοτήσει αγορές, έργα κατασκευής, αναχρηματοδοτήσεις και ανακαινίσεις που κυμαίνονται από 300.000\$ έως πάνω από 5.000.000\$.

Η ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π. δημιουργήθηκε το 1999 με την επωνυμία ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. Στη συνέχεια το 2007 η εταιρία ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. μετατράπηκε σε ΑΕΕΑΠ σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.2778/1999 και ονομάστηκε MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π. Την 1.10.2015 ολοκληρώθηκε η διαδικασία συγχώνευσης δι' απορρόφησης της εταιρείας με την επωνυμία «ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.» από την «MIG Real Estate Α.Ε.Ε.Α.Π.». Η Εταιρεία μετονομάστηκε σε ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ» με διακριτικό τίτλο ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π.

6.2 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ

Σε αυτό το σημείο της παρούσας εργασίας θα γίνει μια συγκεντρωτική παρουσίαση των δεικτών μόχλευσης, αυτονομίας και φερεγγυότητας της ελληνικής εταιρίας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ κατά την διάρκεια της δεκαετίας 2007 έως και 2017. Τα αποτελέσματα εξάχθηκαν κατόπιν άντλησης των απαραίτητων στοιχείων από τους ισολογισμούς και τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας για κάθε έτος.

Πίνακας 6.1: 1 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ

ΕΤΟΣ	Company Common Name	Company Common Name	Country	Δείκτης D/E	Δείκτης DR=D/TA	Δείκτης Αυτονομίας=E/TA	Δείκτης φερεγγυότητας= TA/E	Δείκτης CR=CA/CL
2007	MIG Real Estate REIC		Greece	0%	0,0000108	0,9891959	1,0109221	70,8145388
2008	MIG Real Estate REIC		Greece	48%	0,3260051	0,6739949	1,4836907	0,0965242
2009	MIG Real Estate REIC		Greece	21%	0,1746790	0,8253210	1,2116498	0,2998584
2010	MIG Real Estate REIC		Greece	31%	0,2380506	0,7619494	1,3124230	0,3129588
2011	MIG Real Estate REIC		Greece	36%	0,2624731	0,7375269	1,3558828	0,4383155
2012	MIG Real Estate REIC		Greece	59%	0,3691918	0,6308082	1,5852679	0,2107158
2013	MIG Real Estate REIC	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Greece	35%	0,2611063	0,7388937	1,3533746	1,2586988
2014	MIG Real Estate REIC	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Greece	31%	0,2361939	0,7638061	1,3092328	1,1578561
2015	MIG Real Estate REIC (Μέχρι τον 06/2015)	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Greece	35%	0,2615181	0,7384819	1,3541293	3,9612107
2016	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ		Greece	36%	0,2648765	0,7351235	1,3603157	1,4113422
2017	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ		Greece	38%	0,2774122	0,7225878	1,3839148	0,8733167

6.2.1 Δείκτης φερεγγυότητας - μόχλευσης Debt to Equity

Για την περίοδο από το 2007 έως το 2017 παρατηρούμε ότι ενώ ο δείκτης μόχλευσης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια της Εταιρίας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ το 2007 ήταν μηδενικός, κάνοντας χρήση νέων επενδυτικών πλάνων καθώς και δανειακών κεφαλαίων αυξήθηκε στο 48%. Με άλλα λόγια το 2007 η εταιρία χρησιμοποιούσε τα ίδια κεφάλαια της έναντι των δανειακών κεφαλαίων. Θα πρέπει να τονισθεί ότι η εταιρία εκείνη την περίοδο προέβει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου εκδίδοντας τον αριθμό των 1.200.000 νέων κοινών μετοχών με ονομαστική αξία μετοχής τα 3€ και τιμή έκδοσης τα 21,67€. Το επιπλέον ποσό των 18,67 ευρώ ανά μετοχή, πήγε σε ειδικό αποθεματικό υπέρ το άρτιο. Το 2008 η εταιρία επεδίωξε και πέτυχε ευρύτερη διασπορά του χαρτοφυλακίου της κάνοντας νέες επενδύσεις σε επενδυτικά ακίνητα καθώς στο τέλος χρήσης του 2008 το χαρτοφυλάκιο της αποτελούνταν από 30 επενδυτικά ακίνητα έναντι 10 επενδυτικών ακινήτων το προηγούμενο έτος. Το 2008 ο δείκτης μόχλευσης ανήλθε στο 48% και στη συνέχεια το 2009, υποχώρησε στο 21% καθώς μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών τον Ιούλιο του 2009 διέθεσε το καθαρό προϊόν της από την αύξηση ξανά του μετοχικού της κεφαλαίου για την μείωση του τραπεζικού δανεισμού της. Στην συνέχεια το 2010 παρατηρούμε μια μικρή αύξηση του δείκτη μόχλευσης κατά 10% και να διαμορφώνεται στο επίπεδο του 31%. Εξίσου μικρή αύξηση παρατηρούμε στον εν λόγω δείκτη και το 2011 ο οποίος έφτασε στο επίπεδο του 36%. Αξίζει να σημειώσουμε ότι η εταιρία δεν προχώρησε σε νέες επενδύσεις από τον Αύγουστο του 2010 έως και τον Δεκέμβριο του 2012 καθώς η χώρα βρισκόταν στην δίνη των μνημονίων. Η αποχή από νέες επενδυτικές κινήσεις ήταν απόρροια της στρατηγικής για την ελαχιστοποίηση των εξωγενών κινδύνων που συνδέονταν άμεσα με το εξαιρετικά αντίξοο μακροοικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ελλάδα και με την κατάρρευση της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων. Επόμενο ήταν, ότι αυτό το εξαιρετικά αντίξοο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον δημιούργησε ασφυκτικές συνθήκες ύφεσης στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων. Κατά το έτος 2012 αξίζει να σημειωθεί ότι υπήρξε σταθερή επιδείνωση στον κλάδο επαγγελματικών ακινήτων, τόσο ως προς τη ζήτηση και τις συναλλαγές για αγοραπωλησίες, όσο και για τις νέες μισθώσεις.

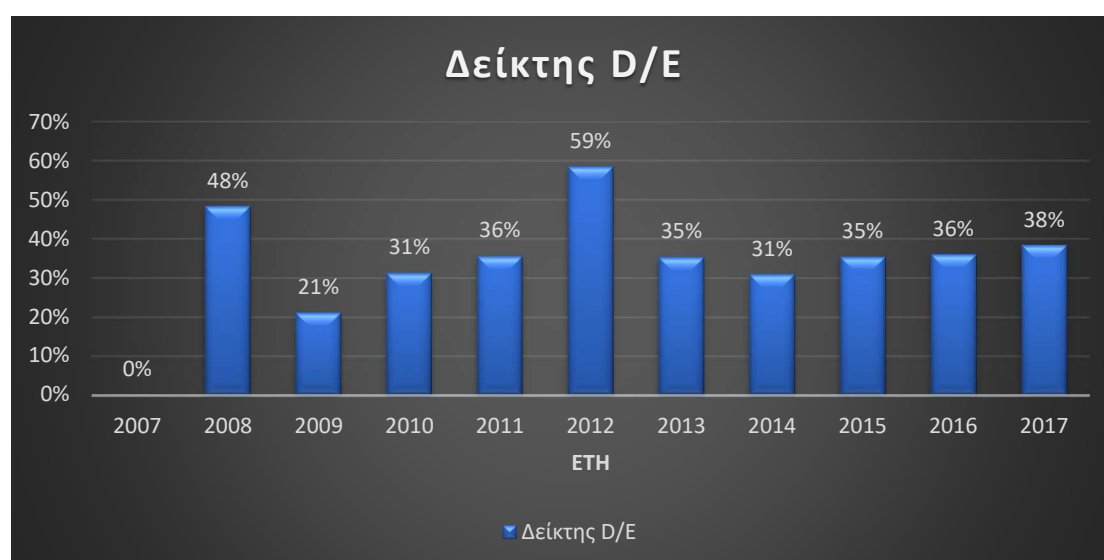
Σε όλη την περίοδο της τρέχουσας κρίσης καταγράφεται μια στροφή των επιχειρήσεων προς πιο περιορισμένη και φθηνότερη επαγγελματική στέγη.

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης μόχλευσης Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια ανεβαίνει στο επίπεδο του 59%. Η προοπτική ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων εξαρτάται από την υποχώρηση της αβεβαιότητας για την Ελληνική οικονομία και την ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψής της. Ύστερα από την επικύρωση του προγράμματος σταθερότητας του Νοεμβρίου του 2012 μεταξύ της Ελλάδας και της Ευρωζώνης άρχισε να διαφαίνεται μια αισιοδοξία για την επάνοδο της Ελληνικής οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάκαμψης από το τέλος του 2013 ή τις αρχές του 2014. Με αυτό τον τρόπο ,οι προσδοκίες για την αγορά επαγγελματικών ακινήτων για το έτος 2013 καταγράφονταν ως ελαφρώς βελτιωμένες σε σχέση με τα προγενέστερα έτη, καθώς εκφραζόταν η άποψη ότι θα υπάρξει σχετική σταθεροποίηση των εμπορικών αξιών και αύξηση των αναμενόμενων συναλλαγών.

Από το 2013 έως και το 2017 παρατηρούμε ότι ο δείκτης μόχλευσης της ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ κινείται σχεδόν στα ίδια επίπεδα, με μικρές αυξομειώσεις από 35% το 2013, στο 31% το 2014, στο 35% το 2015, στο 36% το 2016 και τελικά στο 38% το 2017.

Αποτυπώνουμε όλα τα παραπάνω στοιχεία του εν λόγω δείκτη στο παρακάτω διάγραμμα που παρατίθεται.

Διάγραμμα 6.1: Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια



6.2.2 Δείκτης Debt Ratio

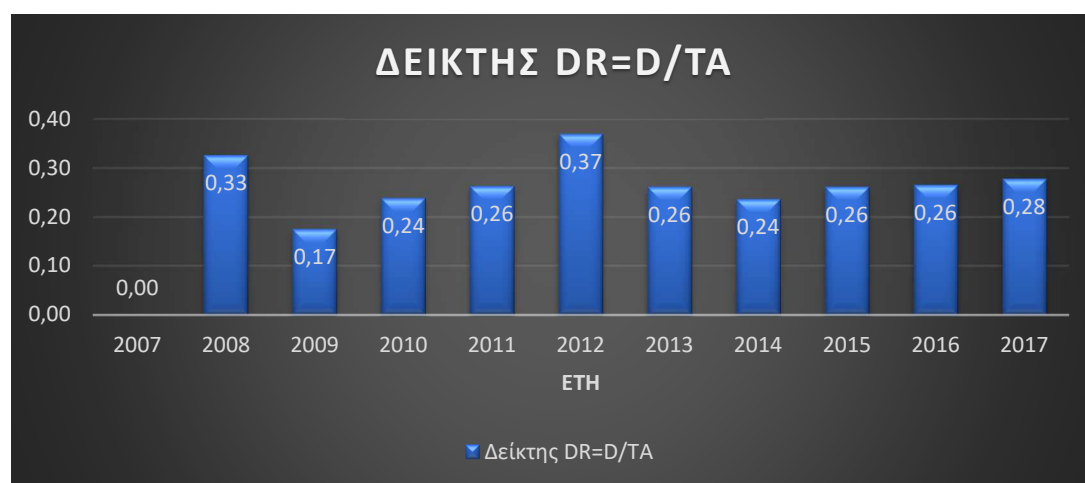
Ένας εξίσου σημαντικός δείκτης παρουσίασης της φερεγγυότητας της εταιρείας αποτελεί ο δείκτης Debt Ratio ο οποίος δείχνει το ποσοστό του χρέους μιας εταιρείας

σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια της .Αποδεκτές τιμές του συγκεκριμένου δείκτη γενικά για τους επενδυτές που ενδιαφέρονται για επενδύσεις σε εταιρίες είναι η διακύμανση από 0.3 έως 0.6. Όταν μια εταιρεία έχει δείκτη Debt Ratio χαμηλότερο του 0.4 τότε έχει μικρότερο ρίσκο χρεοκοπίας , σε αντιδιαστολή με όταν ο συγκεκριμένος δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες του 0.6 καθώς γίνεται πιο δύσκολος ο δανεισμός της εταιρείας.

Στο παράδειγμα της εταιρείας μας ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ παρατηρούμε ότι ο συγκεκριμένος δείκτης το 2007 κινείται σε χαμηλά επίπεδα , 0,0000108 καθώς η εταιρεία εκείνη την χρονιά δεν έκανε καθόλου χρήση του δανεισμού και κατείχε Ιδία Κεφάλαια. Το έτος 2008 ο δείκτης αυξάνεται στο 0.32 καθώς ήταν η πρώτη χρονιά στην οποία η εταιρεία προέβει σε αύξηση των επενδυτικών ακινήτων της και σε αύξηση των υποχρεώσεων της. Παρόλο αυτά όμως επειδή τα Συνολικά Κεφάλαια της είναι υψηλά ο δείκτης παραμένει σε αποδεκτά επίπεδα. Γενικά, παρατηρώντας τον πίνακα 6.1 σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας 2007 -2017 ο δείκτης παραμένει σχεδόν σταθερός με μικρή απόκλιση το 2012 όπου παρατηρείτε μία αύξηση σε σχέση με το 2011 από το επίπεδο του 0.26 στο επίπεδο του 0.36 , δηλαδή μια αύξηση του 11% .

Οι διακυμάνσεις του δείκτη Debt Ratio μπορούν να αποτυπωθούν στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 6.2: Αριθμοδείκτης Debt Ratio



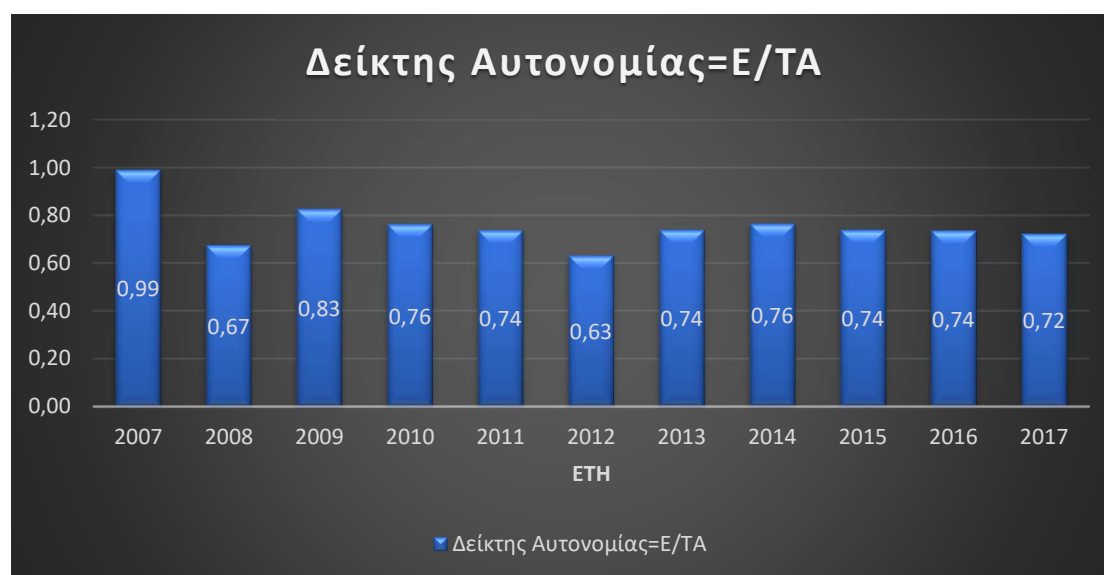
6.2.3 Δείκτης Αυτονομίας

Ο δείκτης Αυτονομίας προκύπτει από το πηλίκο των Ιδίων Κεφαλαίων με τα Συνολικά Κεφάλαια μιας εταιρείας. Ουσιαστικά μας παρουσιάζει το ποσοστό

συμμετοχής των Ιδίων Κεφαλαίων στα Συνολικά Κεφάλαια της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του δείκτη τόσο μεγαλύτερη αυτονομία έχει η εταιρεία έναντι των δανειστών της.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα που παρατίθενται στον πίνακα 6.1 η εταιρεία ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ το 2007 είχε πολύ υψηλό δείκτη αυτονομίας καθώς είχε στην κατοχή της μεγάλο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων στα συνολικά της κεφάλαια. Στην συνέχεια το 2008 καθώς προέβει σε επενδύσεις ο δείκτης αυτονομίας της παρουσίασε μια πτωτική τιμή η οποία διαμορφώθηκε στο 0,67 έναντι του 0,99 που βρισκόταν ένα χρόνο νωρίτερα. Με άλλα λόγια είχε μια πτώση της τάξεως του 32%. Το 2009 και μετά από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ο δείκτης παρουσίασε ξανά μια ανοδική τάση φτάνοντας στην τιμή του 0,83. Η αύξηση η οποία κατάφερε να επιτύχει ήταν της τάξεως του 15%. Αξίζει να σημειωθεί ότι καθώς ο δείκτης παρουσίασε μια μικρή πτώση το 2012 έναντι των προηγούμενων ετών και καθώς η χώρα εισήλθε στα χρόνια της οικονομικής κρίσης και ύφεσης, οι τιμές του δείκτη παρέμειναν σχεδόν σταθερές για όλα τα υπόλοιπα χρόνια με αφετηρία το 2013 έως και το 2017 με τις τιμές διακυμάνσεις από 0.74 έως 0.72.

Διάγραμμα 6.3: Αριθμοδείκτης Αυτονομίας



6.2.4 Δείκτης ρευστότητας Current Ratio

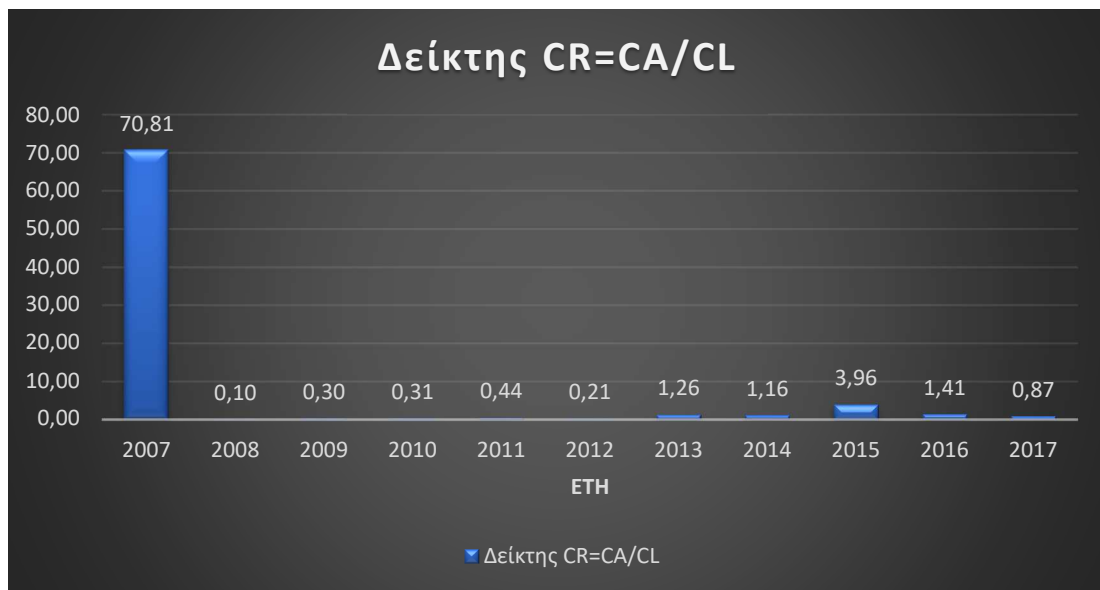
Ο δείκτης Γενικής ρευστότητας ή Κυκλοφοριακής ρευστότητας ή Κεφαλαίου Κίνησης είναι ο δείκτης που ορίζεται ως το πηλίκο του κυκλοφορούν ενεργητικού ως προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ουσιαστικά μας δείχνει αν τα στοιχεία του

Ενεργητικού μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Όσο ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας τόσο υπάρχει η βεβαιότητα ότι η εταιρία μπορεί να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Αντλώντας τα συμπεράσματα μας από τις τιμές του πίνακα 6.1 παρατηρούμε ότι η Εταιρία ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ το 2007 είχε πολύ υψηλό δείκτη ρευστότητας καθώς η τιμή του εν λόγω δείκτη βρισκόταν στα επίπεδα του 70.81. Αυτό είναι εύλογο καθώς η εταιρία είχε τη συγκεκριμένη χρονιά υψηλά ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα και χαμηλές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το 2008 παρατηρείται μια αντιστροφή στα ποσά του κυκλοφορούν ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας καθώς η εταιρεία προέβει σε επενδύσεις με αποτέλεσμα ο δείκτης να παρουσιάζει τεράστια πτώση με την τιμή του να φτάνει στο 0.10. Τα επόμενα έτη από το 2009 έως και το 2011 ο δείκτης αρχίζει να ανεβαίνει βελτιώνοντας ουσιαστικά τα ταμειακά διαθέσιμα της, η εταιρεία. Το 2012 παρατηρείται εκ νέου μια μείωση στην τιμή του δείκτη, η οποία φτάνει την τιμή του 0.21 καθώς η εταιρεία έχει επηρεαστεί από την οικονομική ύφεση και τη δημοσιονομική κρίση που επικρατούσε στην χώρα καθώς θεωρούνταν μια από τις δυσκολότερες χρονιές τόσο για το οικονομικό - επιχειρηματικό όσο και για το κοινωνικό περιβάλλον. Ωστόσο κατά τα έτη 2013, 2014, 2015 παρατηρείται ανοδική τάση του δείκτη γενικής ρευστότητας με αποκορύφωμα το έτος 2015 που η τιμή του αγγίζει την τιμή του 3.96. Αξίζει να αναφερθεί ότι στο πρώτο εξάμηνο του 2013 η εταιρία ολοκλήρωσε την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της με κεφαλαιοποίηση των υποχρεώσεων της με την απόκτηση δυο επενδυτικών ακινήτων. Μετά το πέρας του 2015 ο δείκτης γενικής ρευστότητας της εταιρείας παρουσιάζει πτωτική τάση με συνέπεια το 2016 να φτάνει στην τιμή του 1.41 και το 2017 στην τιμή του 0,87.

Όλες οι μεταβολές του δείκτη γενικής ρευστότητας μπορούν να αποτυπωθούν στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 6.4: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



6.3 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας American Church Mortgage Co

Στην συνέχεια παρατίθεται ο πίνακας υπολογισμού των εξεταζόμενων αριθμοδεικτών της αμερικάνικης εταιρίας American Church Mortgage Co. Ταυτόχρονα παρατίθενται τα αντίστοιχα διαγράμματα μεταβολών των αντίστοιχων αριθμοδεικτών. Θα πρέπει να τονισθεί ότι τα ποσά του πίνακα είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ και τα αποτελέσματα προέκυψαν κατόπιν μετατροπής των ποσών από δολλάριο σε ευρώ με την μέση τιμή κλεισίματος ισοτιμιών στις 31 Δεκεμβρίου του εκάστοτε έτους.

Πίνακας 6.2: 1 Παρουσίαση δεικτών της εταιρίας American Church Mortgage Co

Year	RICs	Company Common Name	Country	Currency	Δείκτης D/E	Δείκτης DR=D/TA	Δείκτης Αυτονομίας=E/TA	Δείκτης φερεγγυότητας= TA/E	Δείκτης CR=CA/CL
2007	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	123%	0,55	0,45	2,24	0,26
2008	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	129%	0,56	0,43	2,31	0,15
2009	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	123%	0,55	0,45	2,25	0,41
2010	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	156%	0,61	0,39	2,57	0,94
2011	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	168%	0,62	0,37	2,69	1,78
2012	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	193%	0,66	0,34	2,95	3,25
2013	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	194%	0,66	0,34	2,96	2,39
2014	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	218%	0,68	0,31	3,20	2,37
2015	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	231%	0,69	0,30	3,32	1,82
2016	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	243%	0,71	0,29	3,44	1,57
2017	ACMC.PK	American Church Mortgage Co	United States of America	€	237%	0,70	0,30	3,38	0,57

6.3.1 Δείκτης φερεγγυότητας - μόχλευσης Debt to Equity

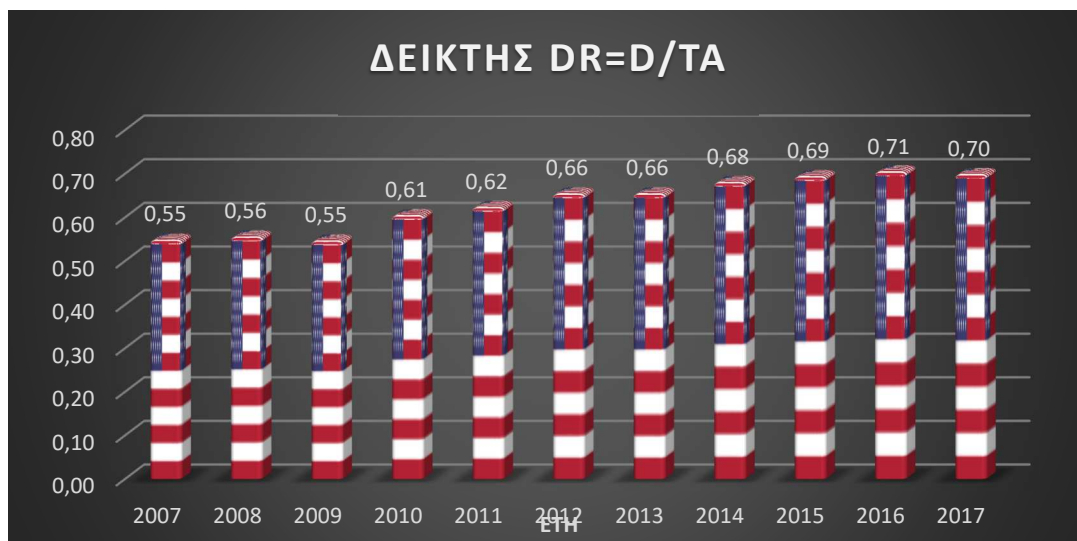
Διάγραμμα 6.5: Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια



Παρατηρώντας τον δείκτη Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια της αμερικάνικης εταιρίας American Church Mortgage Co θα μπορούσε να τονισθεί η γενικότερα υψηλή τάση της τιμής του δείκτη καθόλη τη διάρκεια των ετών από 2007 έως και το 2017 με μια μικρή πτώση από το έτος 2016 στο έτος 2017. Η συνεχώς αυξανόμενες τιμές του δείκτη εύκολα μπορούν να οδηγήσουν στην άποψη ότι η εν λόγω εταιρεία χρησιμοποιεί έντονα τα Ξένα δανειακά κεφάλαια έναντι των Ιδίων κεφαλαίων της.

6.3.2 Δείκτης Debt Ratio

Διάγραμμα 6.6: Αριθμοδείκτης Debt Ratio



Στο ίδιο μήκος κύματος με τον δείκτη Ξένων προς Ιδία κεφάλαια κινείται και ο δείκτης Debt Ratio ο οποίος μας αποδεικνύει ότι η εταιρεία American Church Mortgage Co έχει υψηλό χρέος έναντι των συνολικών της κεφαλαίων. Ο δείκτης παίρνει τιμές από 0.55 το 2007 με συνεχώς ανοδική πορεία έως και το έτος 2016 με μια μικρή πτωτική τιμή το 2017.

6.3.3 Δείκτης Αυτονομίας

Διάγραμμα 6.7: Αριθμοδείκτης Αυτονομίας

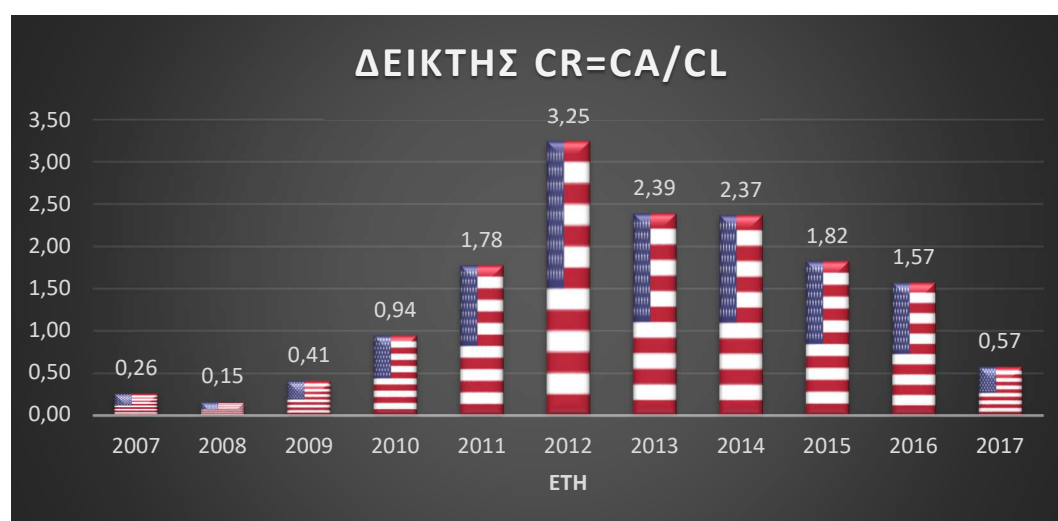


Ο δείκτης αυτονομίας της American Church Mortgage Co παρουσιάζει στην πρώτη τριετία της περιόδου που εξετάζουμε σταθερή διακύμανση με τις τιμές του 2007

στο 0.45, το 2008 στο 0.43 και το 2010 στο 0.45. Στην συνέχεια με αρχή γενομένης το έτος 2010 που η τιμή του δείκτη εμφανίζεται στο 0.39 παρατηρείται μια πτωτική τάση μέχρι και το έτος 2016 που στη συνέχεια εμφανίζει μια μικρή άνοδο με την τιμή του δείκτη στο 0.30 έναντι του 0.29 την προηγούμενη χρονιά. Είναι γνωστό ότι όσο η τιμή του δείκτη μειώνεται τόσο υστερούν τα Ιδία κεφάλαια έναντι των συνολικών κεφαλαίων.

6.3.4 Δείκτης ρευστότητας Current Ratio

Διάγραμμα 6.8: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



Αντλώντας τα συμπεράσματα μας από το διάγραμμα 6.8 που παρουσιάζει τις διακυμάνσεις του δείκτη Γενικής ρευστότητας της American Church Mortgage Co παρατηρούμε σημαντικές διακυμάνσεις των τιμών του δείκτη. Ενώ ο δείκτης το έτος 2007 είχε την τιμή 0.26, το 2008 η τιμή του δείκτη μειώνεται στο 0.15 καθώς μειώθηκε το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της εταιρείας και αυξήθηκαν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στη συνέχεια από το έτος 2008 έως και το έτος 2012 παρατηρείται μια συνεχής ανοδική τάση του εν λόγω δείκτη με αποκορύφωμα το έτος 2012 με την τιμή του να φτάνει στο 3.25. Η πορεία του δείκτη στη συνέχεια δεν είναι ανάλογη και αρχίζει μια πτωτική τάση με έντονη την τιμή του έτους 2017 που φτάνει στο 0.57.

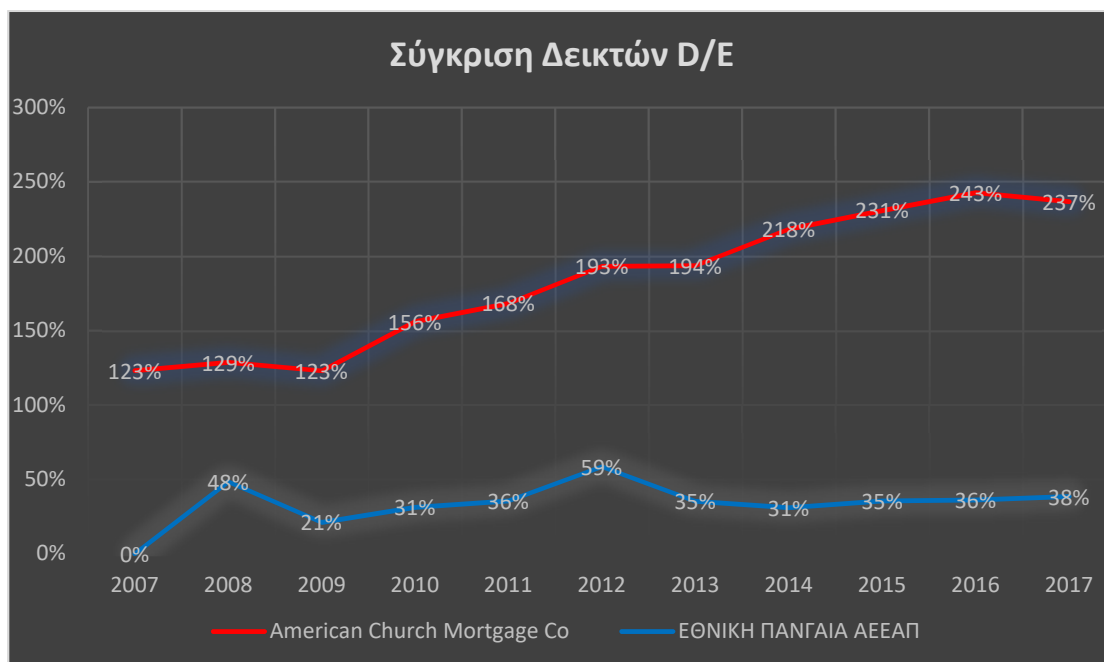
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στα διαγράμματα που ακολουθούν αποτυπώνονται οι διαφορές στις τάσεις των τιμών των αριθμοδεικτών που αναλυθήκαν παραπάνω, έτσι ώστε να είναι δυνατή η συγκριτική επισκόπηση των δυο εταιρειών. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω παρατίθενται τα παρακάτω διαγράμματα.

7.1 Σύγκριση Δεικτών φερεγγυότητας - μόχλευσης Debt to Equity

Διάγραμμα 7.1: Σύγκριση Αριθμοδεικτών Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια



Από τις διακυμάνσεις των δεικτών Ξένων προς Ιδία κεφάλαια των δυο εταιρειών θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ παρουσιάζει σχεδόν σταθερή διακύμανση του δείκτη με μοναδικά έτη απόκλισης το 2008 και στη συνέχεια το 2012, κατά τα οποία παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλό δείκτη μόχλευσης. Σε αντιδιαστολή η American Church Mortgage Co παρουσιάζει συνεχώς ανοδική τάση του δείκτη με μοναδική απόκλιση το έτος 2009 και το έτος 2017 κατά τα οποία παρουσιάζει μικρές μειώσεις στις τιμές της μόχλευσης.

7.2 Σύγκριση Δεικτών Debt Ratio

Διάγραμμα 7.2: Σύγκριση Αριθμοδεικτών Debt Ratio



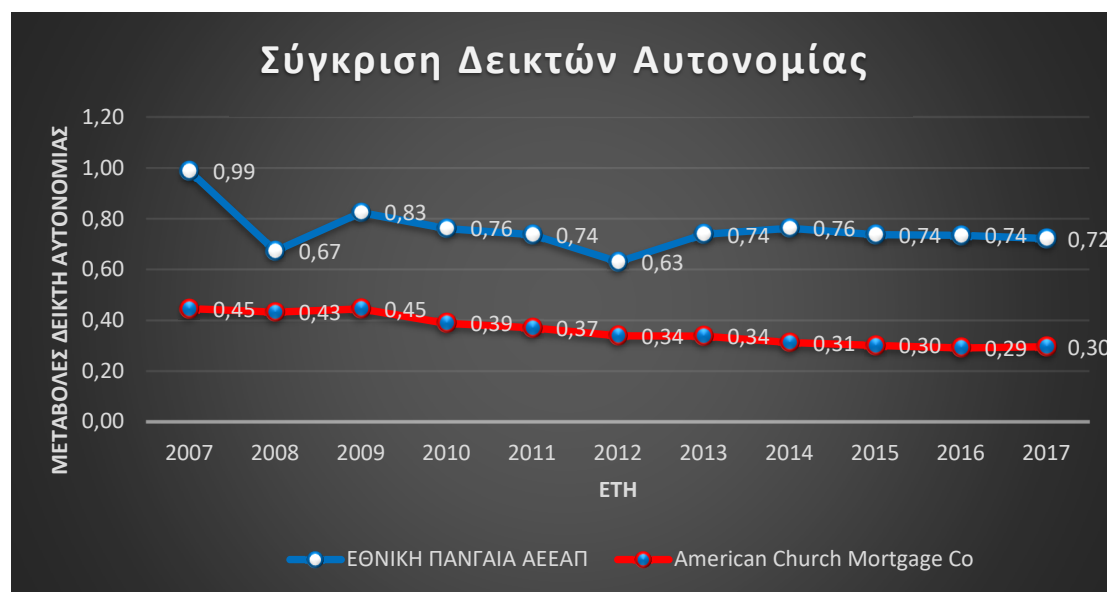
Από τις διακυμάνσεις του δείκτη Debt Ratio στο διάγραμμα 7.2 μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ παρουσιάζει δυο αυξητικές τιμές στις τιμές του δείκτη κατά τα έτη 2008 και το 2012. Κατά το έτος 2007 δεν είχε καθόλου δανεισμό και χρησιμοποιούσε τα Ιδία κεφάλαια της. Σε όλη την υπόλοιπη διάρκεια της δεκαετίας παρουσιάζει σχεδόν σταθερές τιμές με μικρές αυξομειώσεις.

Η American Church Mortgage Co παρουσιάζει σχεδόν καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας που εξετάζουμε αυξητικές τάσεις με σημεία αναφοράς την ελάχιστη μείωση τα έτη 2009 και 2017.

Είναι σκόπιμο να αναφερθεί ότι η American Church Mortgage Co χρησιμοποιεί περισσότερο τον δανεισμό στα Συνολικά της Κεφάλαια έναντι της ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το έτος 2012 όπου ο δείκτης της ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ αγγίζει την υψηλότερη τιμή του, η απόκλιση από την αντίστοιχη τιμή της American Church Mortgage Co κυμαίνεται στο 29%.

7.3 Σύγκριση Δεικτών Αυτονομίας

Διάγραμμα 7.3: Σύγκριση Αριθμοδεικτών Αυτονομίας

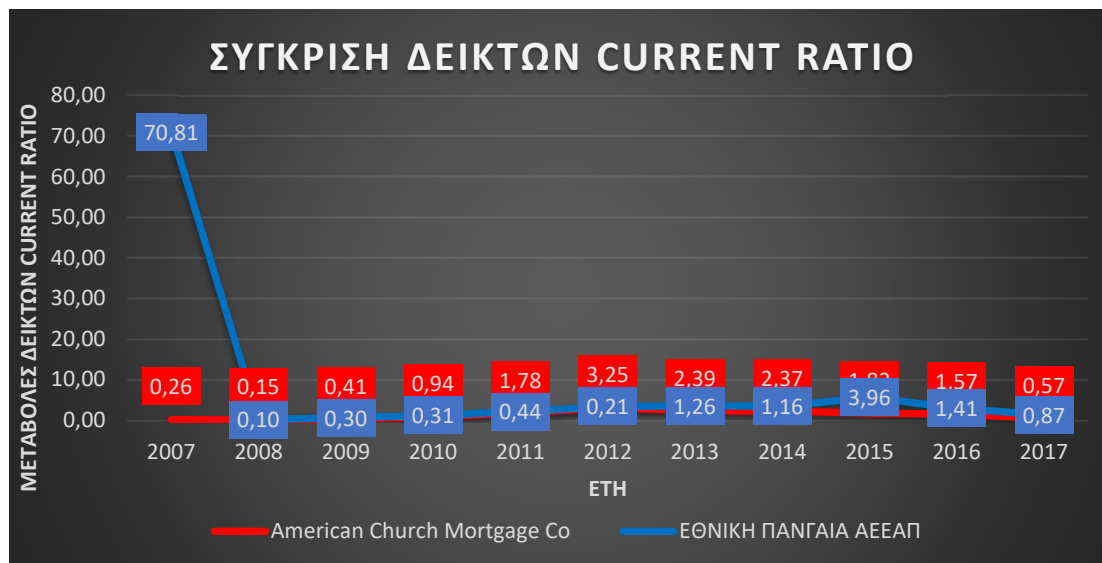


Το παραπάνω διάγραμμα 7.3 παρουσιάζει τις διακυμάνσεις των δεικτών αυτονομίας των δυο εταιρειών. Η ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ παρουσιάζει δυο έντονες αποκλίσεις στις τιμές του δείκτη κατά τα έτη 2008 και 2012 όπου οι τιμές του δείκτη μειώνονται. Κατά τα υπόλοιπα έτη παρουσιάζει μια σχετική ισορροπία μέχρι και το έτος 2017. Γενικότερα οι τιμές του δείκτη αυτονομίας της εταιρείας μαρτυρούν ένα υψηλά δυναμικό επίπεδο για την βιωσιμότητα της.

Σε αντίθεση η τιμές του δείκτη σύμφωνα με το διάγραμμα 7.3 της American Church Mortgage Co παρουσιάζει συνεχώς πτωτική τάση τιμών με μοναδική απόκλιση το έτος 2009 όπου παρατηρείται μια μικρή αύξηση στην τιμή του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία υστερεί στον δείκτη αυτονομίας έναντι της ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ.

7.4 Σύγκριση Δεικτών ρευστότητας Current Ratio

Διάγραμμα 7.4: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



Στη συγκεκριμένη μεταβολή του δείκτη παρατηρώντας το διάγραμμα 7.4, αξιοσημείωτη είναι η πτωτική τάση που παρατηρείται στην ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ από το 2007 ως το έτος 2008. Στην συνέχεια έως και το έτος 2011 παρατηρείται μια ανοδική τάση του δείκτη με υποχώρηση του κατά το έτος 2012. Στη συνέχεια η συνεχής ανοδική τάση του δείκτη ρευστότητας με αποκορύφωμα το έτος 2015 ανακόπτεται κατά τα έτη 2016 και 2017.

Στον αντίποδα στην American Church Mortgage Co παρατηρείται μια μικρή πτώση της τιμής του δείκτη ρευστότητας κατά το έτος 2008 και στη συνέχεια η ανοδική του τάση ως και το έτος 2012. Από το 2013 έως και το 2017 οι τιμές του δείκτη παρουσιάζουν πτωτική τάση με αποκορύφωμα το έτος 2017 όπου παρατηρείται η μεγαλύτερη πτώση της τιμής του.

Αξίζει να αναφερθεί ότι όσο οι τιμές του δείκτη ρευστότητας παραμένουν μεγαλύτερες της μονάδας και για τις δυο εταιρείες τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα έχουν στην κατοχή τους ώστε να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους.

Βιβλιογραφία

- Admati, A. R. (2014). *The Compelling Case for Stronger and More Effective Leverage Regulation in Banking*. *The Journal of Legal Studies*, 43(S2), S35–S61.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*(9), 27–48.
- Boyd, G. M. (1989). SOME SUGGESTIONS FOR A “NEW AND IMPROVED” DUPONT MODEL. *Journal of Financial Education*, 18, 29–32. <http://www.jstor.org/stable/41948135>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance*. 11. p. Berkshire. McGraw-Hill Education.
- Butters, J. K. (1949). Federal income taxation and external vs. internal financing. *The Journal of Finance*, 4(3), 197–205.
- Chew, D. (2008). *Corporate risk management*. New York: Columbia University Press.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2011). *Applied corporate finance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). *The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings*. *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3–28.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Heinkel, R., & Zechner, J. (1990). The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1. <https://doi.org/10.2307/2330885>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. Retrieved March 27, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

- KWAN, S. H., & CARLETON, W. T. (2010). *Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(5), 907–929.
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). *Equity market timing and capital structure: International evidence*. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 754–766.
- McCabe, G. M., & Yook, K. C. (1997). Jensen, Myers-Majluf, free cash flow and the returns to bidders. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 37(3), 697–707. [https://doi.org/10.1016/s1062-9769\(97\)90018-1](https://doi.org/10.1016/s1062-9769(97)90018-1)
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. *European Financial Management*, 17(4), 619–654.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32, 261-275.
- Modigliani, F., & Miller M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Rau, R., & Rau, R. (2017). Capital Structure Theory. In *Short Introduction to Corporate Finance* (pp. 70–97). Cambridge University Press.
- Richard A. Brealey, S. C. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Companies.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2016). *Corporate finance*. Dubuque: McGraw-Hill Education.
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>
- Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). *Dividends and share repurchases in the European Union*. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347–374.
- Άρθρο 21 Ν. 2778/1999
- Ιστοσελίδα AMERICAN CHURCH MORTGAGE COMPANY <https://church-loans.squarespace.com/>
- Ιστοσελίδα Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς - Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακινήτη Περιουσία.
- Ιστοσελίδα Eurobank.gr, Αριστοτέλης Καρυτινός. REITs : Διεθνές και Ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας
- Ιστοσελίδα PRODEA INVESTMENTS <https://prodea.gr/>
- Ιστοσελίδα taxhorizon.club
- Ιστοσελίδα U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=934543&owner=exclude>

Λιάπης Κωνσταντίνος (2019), Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίων Real Estate. Πανεπιστημιακές σημειώσεις Π.Μ.Σ.