

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Διπλωματική Εργασία  
Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Εμπορικών  
Ακινήτων

**Πανουτσόπουλος Κωνσταντίνος ΑΜ:081411050**



**Επιβλέπων καθηγητής: κ. Καραγάννης Αναστάσιος**

**Αθήνα 7.7.2016**

*Αφιερώνεται στους γονείς μου που με  
στηρίζουν όλα αυτά τα χρόνια σε κάθε  
μου απόφαση και εγχείρημα...*

### Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κ. Αναστάσιο Καραγάννη τόσο για την παρότρυνσή του για τη συμμετοχή μου στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών του Τμήματος Οικονομικής & Περιφερειακής Ανάπτυξης του Παντείου Πανεπιστημίου από όπου και αποφοίτησα το 2011 καθώς και για την πολύτιμη βοήθειά του και καθοδήγηση που μου πρόσφερε καθ' όλη τη διάρκεια της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω ξεχωριστά, τον αδερφό μου Παναγιώτη ο οποίος όλο αυτό το χρονικό διάστημα με στήριξε δίνοντάς μου λύσεις.

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>6</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Σκοπός και σημαντικότητα του θέματος.....</b>	<b>8</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....</b>	<b>15</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Μεθοδολογία έρευνας.....</b>	<b>17</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: Η αγορά ακινήτων.....</b>	<b>18</b>
4.1 Ορισμός της αγοράς ακινήτων.....	18
4.1.1. Χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων.....	20
4.2 Ιδιαιτερότητες και διαφορές, συγκριτικά με άλλα περιουσιακά στοιχεία.....	23
4.3 Εξέλιξη και προοπτική σε Ευρώπη.....	24
4.3.1 Εξέλιξη και προοπτική στην Ελλάδα.....	28
4.4 Κίνδυνοι για την αγορά ακινήτων στην Ευρώπη.....	28
4.4.1 Κίνδυνοι για την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα.....	29
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: Θεωρία χαρτοφυλακίου.....</b>	<b>30</b>
5.1 Η θεωρία χαρτοφυλακίου κατά Markowitz.....	34
5.2 Η Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (CapitalMarketLine-CML).....	35
5.3 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).....	37
5.4 Το Μοντέλο Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (APT).....	39
5.5 Η γραμμή αξιογράφων (SML).....	39
5.6 Ο συντελεστής βήτα.....	39
5.7 Το μοντέλο Fama-French.....	41
5.8 Το μοντέλο Carhart.....	42
5.9 Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH).....	42

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ: Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων.....</b>	<b>45</b>
6.1 Το χαρτοφυλάκιο ακινήτων.....	45
6.1.1 Απόδοση και κίνδυνος του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων...48	
6.2 Το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (MAPM).....	50
6.3 Τεχνικές βέλτιστης διάρκειας ή διακοπής διακράτησης χαρτοφυλακίου ακινήτων.....	52
6.3.1 Βέλτιστη περίοδος διακράτησης, μέσω των παραδοσιακών ταμειακών ροών DCF (DynamicCashFlows).....	52
6.3.2 Βέλτιστη περίοδος εκμετάλλευσης, όταν ο κίνδυνος ενσωματώνεται στην τελική τιμή .....	53
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>54</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>55</b>

## **Εισαγωγή**

Ο κλάδος των ακινήτων, είναι ένας από τους κλάδους που παρουσιάζουν πολύ μεγάλο ενδιαφέρον, τόσο σε οικονομολογικό επίπεδο, όσο και σε ερευνητικό επίπεδο. Και αυτό, διότι υπάρχουν πάρα πολλά ακίνητα, τα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν είτε ως δυνητικές κατοικίες (προς αγορά ή μίσθωση), είτε για την δημιουργία επαγγελματικής στέγης.

Πιο συγκεκριμένα, ο κλάδος των εμπορικών ακινήτων είναι ιδιαίτερα σημαντικός και ως προς την χρηματοοικονομική του αποτίμηση. Αφενός γιατί η αγορά ή η μίσθωση ενός εμπορικού ακινήτου είναι μία πολύ ιδιαίτερη και υπεύθυνη αγορά και αφετέρου γιατί είναι ένας κλάδος που τα τελευταία χρόνια έχει ορισμένα προβλήματα λόγω της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης της χώρας.

Ειδικότερα, το θέμα της συγκεκριμένης Διπλωματικής Εργασίας είναι η «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου των Εμπορικών Ακινήτων». Αναφορικά με την δομή της εργασίας, στο πρώτο κεφάλαιο, θα δοθεί έμφαση στον σκοπό και στη σημαντικότητα του θέματος. Στη συνέχεια, θα γίνει αναφορά στις βιβλιογραφικές πηγές που χρησιμοποιήθηκαν, ώστε να αναδειχθούν τα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας. Τέλος, στην επόμενη ενότητα, θα αναφερθεί η μέθοδος και τα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν στη συγκεκριμένη διατριβή.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, θα γίνει μία εισαγωγή στο κυρίως θέμα. Πιο συγκεκριμένα, θα αναφερθούν στοιχεία σχετικά με την αγορά ακινήτων. Ειδικότερα, θα δοθεί ο ορισμός, καθώς και τα χαρακτηριστικά της. Στη συνέχεια, θα γίνει αναφορά στις ιδιαιτερότητες και στις διαφορές από άλλα περιουσιακά στοιχεία. Επιπλέον, θα δοθούν στοιχεία σχετικά με την εξέλιξη και την προοπτική του συγκεκριμένου κλάδου στην Ελλάδα και στην Ευρώπη, καθώς και ποιοι κίνδυνοι εμποδίζουν την ανάπτυξή του.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, έχουμε την εισαγωγή στη θεωρία χαρτοφυλακίου. Αρχικά, θα αναφερθούν ορισμένα στοιχεία σχετικά με τη θεωρία χαρτοφυλακίου κατά Markowitz. Στη συνέχεια θα έχουμε κάποια στοιχεία σχετικά με την Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (CapitalMarketLine-CML), το υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM), το μοντέλο αντισταθμιστικής αποτίμησης

περιουσιακών στοιχείων (APT), τη γραμμή αξιόγραφων (SML) και τον συντελεστή βήτα. Τέλος, θα παρατεθεί το μοντέλο Fama-French, το μοντέλο Carhart, καθώς και η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

Στην τελευταία ενότητα του κυρίως θέματος θα γίνει η εισαγωγή στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη υποενότητα θα γίνει αναφορά στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων, στην απόδοση, καθώς και στον κίνδυνο που υπάρχει στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο. Στη συνέχεια, θα αναφερθεί το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (MAPM). Τέλος, θα αναφερθούν οι τεχνικές βέλτιστης διάρκειας, μέσω των ταμειακών ροών DCF και όταν ο κίνδυνος ενσωματώνεται στην τελική τιμή.

Στην τελευταία ενότητα, θα παρατεθούν τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη συγκεκριμένη διατριβή, καθώς και οι προτάσεις για την βελτίωση της αγοράς εμπορικών ακινήτων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Σκοπός και σημαντικότητα του θέματος**

Ο κλάδος της αγοράς ακινήτων παρουσίαζε ανέκαθεν μεγάλο ενδιαφέρον. Και αυτό γιατί είναι ένας κλάδος που παρουσιάζει έντονη οικονομική και επαγγελματική δραστηριότητα.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ο επαγγελματικός κλάδος της μεσιτείας ακινήτων είναι ένας τομέας επιχειρηματικής δραστηριότητας, ο οποίος παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον και από άποψη οικονομικών μεγεθών, αλλά και από τον αριθμό των απασχολούμενων στον κλάδο. Βέβαια, λόγω της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης, αλλά και της αυξημένης φορολογίας είναι δύσκολη η «επιβίωση» πολλών μεσιτικών γραφείων, με αποτέλεσμα πολλά να οδηγούνται σε «λουκέτο».

Οι γενικές αρχές του Μεσίτη Αστικών Συμβάσεων είναι οι παρακάτω και είναι υποχρεωτικού χαρακτήρα (ΟΜΑΣΕ):

- Να ενεργεί βάσει της επαγγελματικής του δραστηριότητας, με επίγνωση και συναίσθηση της κοινωνικής αποστολής που καλείται να εκπληρώσει, καθώς και της υπευθυνότητας και του επαγγελματισμού που επιβάλλεται και πρέπει να επιδεικνύει.
- Οφείλει να αντιμετωπίζει με σεβασμό τους πελάτες του, καταβάλλοντας ταυτοχρόνως και όλες του τις δυνάμεις, ώστε να αποδώσει πλήρως στην δουλειά του.
- Ο μεσίτης, έχει την υποχρέωση να εργάζεται ομαδικά, με πνεύμα συλλογικότητας και αλληλεγγύης ως προς τους νόμιμους συναδέλφους του, με τους οποίους οφείλει και να διατηρεί μία αρμονική και έντιμη συνεργασία. Τέλος, όπως επίσης να φροντίζει για το κοινό καλό, αποφεύγοντας κάθε στοιχείο αθέμιτου ανταγωνισμού από την επαγγελματική του πρακτική.
- Έχει την υποχρέωση να μεριμνά εμπράκτως για την κοινωνική καταξίωση του επαγγέλματος που του έχει ταχθεί να ασκεί.
- Οφείλει να προστατεύει την επαγγελματική του υπόληψη και ιδίως να μη μεσολαβεί για τη σύναψη συμβάσεων που αντίκεινται στο νόμο ή στα χρηστά



ήθη. Με άλλα λόγια έχει την υποχρέωση να είναι νόμιμος, ως προς όλες τις επαγγελματικές του και οικονομικές του συναλλαγές.

- Τέλος, οφείλει να φροντίζει την εμφάνιση του, ιδιαίτερα όταν συνδιαλέγεται με δημόσιες αρχές, στις καθημερινές συναλλαγές του και κατά την υπογραφή συμβολαίων. Με άλλα λόγια, πρέπει να έχει επαγγελματισμό και ως προς την εξωτερική του εμφάνιση.

Πιο συγκεκριμένα, θα παρατεθούν μερικά στοιχεία σχετικά με τον κώδικα δεοντολογίας των μεσιτών προς τους πελάτες τους, ώστε να αναδειχθεί η σημαντικότητα του επαγγέλματος του (ΟΜΑΣΕ). Δηλαδή:

- Ο Μεσίτης έχει την δυνατότητα να εκπροσωπεί πελάτες για τη σύναψη μίας σύμβασης, είτε την μία πλευρά (αγοραστή- μισθωτή ή ιδιοκτήτη), είτε κατόπιν προηγούμενης εξουσιοδότησης και ενημέρωσης αμφοτέρων πλευρών, και τις δύο.
- Υποχρεούται να μεριμνά βάσει της εντολής του κάθε πελάτη για τον σαφή προσδιορισμό του ύψους της μεσιτικής του αμοιβής. Ένας παράγοντας, βέβαια, που επηρεάζει την μεσιτική αμοιβή είναι πως θα πρέπει να ορίζεται σε συνάρτηση με την αξία του αντικειμένου της συμβάσεως (για τη σύναψη της οποίας παρασχέθηκαν οι μεσιτικές υπηρεσίες), τον εργασιακό μόχθο-που κατά περίπτωση εκτιμά ότι θα απαιτηθεί να καταβάλει-καθώς και με γνώμονα τη διαφύλαξη της επαγγελματικής του αξιοπρέπειας και τα συναλλακτικά ήθη.
- Οφείλει να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνει, βάσει της σύμβασής του, σύμφωνα με την αρχή της καλής πίστης. Βάσει αυτών των δεδομένων, οφείλει να γνωστοποιεί και να ενημερώνει τους πελάτες του, ειδικά όταν το ακίνητο που διακινεί είναι δικών του ή και δικών του συμφερόντων ή όταν λειτουργεί για λογαριασμό συγγενούς του έως πρώτου βαθμού ή όταν έχει ή προσδοκά οποιοδήποτε άλλο οικονομικό συμφέρον από την σκοπούμενη σύμβαση πλην της συμφωνηθείσης μεσιτικής αμοιβής του.
- Όταν η διαμεσολάβηση του αφορά κάποιο ακίνητο που βρίσκεται εκτός των γεωγραφικών ορίων της έδρας του, συνιστάται να επιδιώξει τη συνεργασία με συναδέλφους του, που δραστηριοποιούνται στην περιοχή όπου βρίσκεται το ανωτέρω ακίνητο και οι οποίοι μπορεί να του παράσχουν αποφασιστική

συνδρομή, χάρη στην άμεση αντίληψη που διαθέτουν για τις συνθήκες και τις ιδιαιτερότητες της τοπικής αγοράς.

- Απαγορεύεται η διαφοροποιημένη μεταχείριση των πελατών, για υποκειμενικές ιδιότητες και χαρακτηριστικά του πελάτη, ιδίως για διακρίσεις που αφορούν θρησκευτικούς ή φυλετικούς λόγους, ή ζητήματα που αφορούν την σεξουαλική ταυτότητα του πελάτη.
- Ο μεσίτης έχει την υποχρέωση να διατηρεί ειδικό τραπεζικό λογαριασμό για τις προκαταβολές και γενικότερα για τα χρήματα που εισπράττει για λογαριασμό τρίτων. Στο λογαριασμό αυτό δεν θα πρέπει να καταθέτει δικά του χρήματα και ούτε να χρησιμοποιεί χρήματα από τον λογαριασμό αυτό για οποιονδήποτε άλλο λόγο χωρίς την έγκριση των συναλλασσομένων.
- Έχει την υποχρέωση να ενημερώνει, πριν από τη σύναψη της σύμβασης, τους εντολείς του για τις ιδιότητες του συγκεκριμένου ακινήτου, καθώς και για τυχόν πραγματικά ελαττώματα αυτού, που έχουν τυχόν περιέλθει σε γνώση του ή έχουν τυχόν υποπέσει στην αντίληψη του καθ' οιονδήποτε τρόπο.
- Επίσης έχει την υποχρέωση να προστατεύει το επαγγελματικό απόρρητο και να μην αποκαλύπτει σε τρίτους τα προσωπικά και οικονομικά στοιχεία των εντολέων του, πέραν αυτών που είναι αναγκαία για την κατάρτιση της σύμβασης (*επαγγελματικό απόρρητο*).
- Ο Μεσίτης θα πρέπει να ενημερώνεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα ως προς τις κινήσεις και αλλαγές που επηρεάζουν την κτηματαγορά και την ακίνητη περιουσία και να έχει συμβουλευτική άποψη σε θέματα που την αφορούν.
- Ο μεσίτης δε θα πρέπει να χρησιμοποιεί παραπλανητικές διαφημίσεις προς το επενδυτικό-καταναλωτικό κοινό, όπως και δεν θα πρέπει να προβαίνει σε διαφήμιση – αγγελία χωρίς να αναφέρει το όνομα του ή τον διακριτικό τίτλο του γραφείου του, καθώς και απαραιτήτως την επαγγελματική του ιδιότητα. Επίσης, να μην διαφημίζει ακίνητα σε δημόσιους - κοινόχρηστους χώρους.

Επίσης, υπάρχει μία σειρά κανονισμών, ανάμεσα στην συνεργασία πολλών μεσιτών μεταξύ τους, ώστε να μην υπάρχουν εμπλοκές και προστριβές, ως προς το κομμάτι των μεσιτικών αμοιβών, είτε από μίσθωση, είτε από πώληση (ΟΜΑΣΕ). Πιο συγκεκριμένα:

- Ο μεσίτης που παρέχει μια απλή πληροφορία – σύσταση πελάτη (όνομα και τηλέφωνο πελάτη ή στοιχεία ακινήτου) χωρίς συμμετοχή στις υποδείξεις και τις διαφημιστικές ενέργειες, κατόπιν έγγραφης συμφωνίας με το έτερο μέρος, θα εισπράξει ότι αμοιβαίως συμφωνηθεί.
- Επίσης, είναι απαραίτητο, ο μεσίτης να αποφεύγει την αντιδικία με τους συναδέλφους του και ιδιαίτερα αν στον ίδιο χώρο παρευρίσκονται και πελάτες. Βέβαια, σε περίπτωση που υπάρχει αντιδικία ή αμφισβήτηση μεταξύ συναδέλφων είναι σκόπιμο να υποβάλλεται σε διαιτησία ενώπιον των αρμοδίων οργάνων του οικείου Συλλόγου Μεσιτών, στο οποίο είναι εγγεγραμμένοι, με σκοπό την επίλυσή της και την αποφυγή Δικαστικών διενέξεων μεταξύ τους.
- Επιπλέον, οι μειώσεις των αμοιβών ή η πληρωμή με αξιόγραφο, που γίνονται για οποιονδήποτε λόγο χωρίς την προηγούμενη συμφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων συναδέλφων, βαρύνουν μόνο το συνάδελφο που τις συμφώνησε. Και αυτό, διότι το επάγγελμα του μεσίτη είναι ένα ελεύθερο επάγγελμα.
- Επιπροσθέτως, σε περίπτωση που εμπλέκεται αδειούχος μεσίτης που απασχολείται ως συνεργάτης σε μεσιτικό γραφείο, την ευθύνη διανομής της αμοιβής έχουν αφενός τα Μεσιτικά γραφεία και αφετέρου το κάθε γραφείο για τους συνεργάτες του.
- Σχετικά με τις τυχόν προμήθειες από δάνεια, τις εισπράττει ο μεσίτης που εκπροσωπεί τον αγοραστή εκτός αν υπάρχει διαφορετική συμφωνία, εγγράφως.

Επιπλέον, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και ο διαχωρισμός των μεσιτικών υπηρεσιών (ΟΜΑΣΕ). Πιο συγκεκριμένα:

1. Υπηρεσίες που αφορούν τους Ιδιοκτήτες – Πωλητές:
  - Επικοινωνία και διερεύνηση των προθέσεων του πωλητή.
  - Έρευνα αγοράς, καθώς επίσης και μελέτη της ανταγωνιστικότητας με άλλα παρόμοια ακίνητα που είναι προς πώληση ή πουλήθηκαν στην ίδια περιοχή
  - Η στοχοθέτηση, καθώς και ο προσδιορισμός της αρχικής τιμής

- Η ενημέρωση για πιθανά βάρη του ακινήτου (δηλαδή τραπεζικές, ασφαλιστικές, προσημειώσεις, κατασχέσεις, πλειστηριασμοί)
- Η διαπραγμάτευση για λογαριασμό του Ιδιοκτήτη – Πωλητή
- Το Μάρκετινγκ και η προώθηση του ακινήτου.

2. Υπηρεσίες που αφορούν τους υποψηφίους Αγοραστές:

- Επικοινωνία και διερεύνηση προθέσεων του Αγοραστή
- Έρευνα αγοράς με βάση τις προδιαγραφές και τις απαιτήσεις του.
- Στοχοθέτηση με βάση την οικονομική και πιστοληπτική του ικανότητα
- Υποδείξεις ακινήτων (οποιοδήποτε ιδιοκτήτη, ασχέτως ποιος μεσίτης εξυπηρετεί ή εκπροσωπεί τους ιδιοκτήτες)
- Ενημέρωση περί των χρηματοδοτικών προγραμμάτων.
- Ενημέρωση για πιθανές φορολογικές υποχρεώσεις
- Διαπραγμάτευση για λογαριασμό του Αγοραστή.

Σχετικά με τις σχέσεις με τους συνεργάτες, καθώς και τους κανόνες για την μετακίνηση αυτών σε άλλο μεσιτικό γραφείο ισχύουν οι παρακάτω κανονισμοί (ΟΜΑΣΕ). Δηλαδή:

- Αρχικά, απαγορεύεται αυστηρώς η ενθάρρυνση, καθώς και η υπόθαλψη της παράνομης μεσιτικής δραστηριότητας, η πάταξη και ο ποινικός κολασμός της οποίας αποτελεί κύριο μέλημα των Συλλόγων, ιδίως με την πρόσληψη και με την απασχόληση συνεργαζομένων και συμπραττόντων προσώπων.
- Επιπλέον, ο Μεσίτης έχει τη δυνατότητα να απασχολήσει Δόκιμους συνεργάτες ή όπως αυτοί αναφέρονται στο Νόμο, ως Αδειούχοι Συνεργάτες-Μεσίτες.
- Βασικό καθήκον του μεσίτη, είναι ότι οφείλει να τους φέρεται με σεβασμό, να φροντίζει για την εκπαίδευση τους, να τιμά τον μόχθο τους και να φροντίζει να τους παραχωρεί το ανάλογο αντίτιμο, δηλαδή το ποσοστό που δικαιούνται επί της μεσιτικής αμοιβής (μετά από έγγραφη συμφωνία).
- Επιπλέον έχει την υποχρέωση, καθόσον υπέχει προσωπική ευθύνη για όλες τις πράξεις και τις παραλείψεις των συνεργατών - βοηθών του, να ενημερώνει αμέσως το Σύλλογο για τυχόν πειθαρχικώς κολάσιμα παραπτώματα, στα οποία ήθελαν υποπέσουν και να διακόπτει την συνεργασία του με αυτούς.

- Προκειμένου να αποφεύγονται φαινόμενα αθέμιτου ανταγωνισμού και επιλήψιμων πρακτικών αποσπάσεων συνεργατών από συναδέλφους, εφαρμόζονται οι ακόλουθοι κανόνες:
- Ο υπεύθυνος του μεσιτικού γραφείου που εντάσσει στο δυναμικό αυτού νέο συνεργάτη, ο οποίος του δηλώσει ότι έχει απασχοληθεί στο παρελθόν σε άλλο μεσιτικό γραφείο, οφείλει να επικοινωνήσει και να ενημερώσει το γραφείο στο οποίο αυτός απασχολούνταν τουλάχιστον 48 ώρες από την έναρξη της συνεργασίας.
- Επίσης, η τήρηση απόλυτης εχεμύθειας αποτελεί θεμελιώδες καθήκον όλων, Μεσιτών - Δοκίμων - Συνεργατών. Γι' αυτό οι λίστες ακινήτων, καθώς και άλλες πληροφορίες απαγορεύεται να μεταφέρονται ή να διαβιβάζονται από τους Δοκίμους - συνεργάτες σε άλλο μεσιτικό γραφείο. Ευθύνη υπέχουν και τα μεσιτικά γραφεία που παραλαμβάνουν αυτές τις λίστες.
- Σχετικά με τις Αμοιβές Μεσιτών – Συνεργατών οι οποίες απορρέουν από συναλλαγές και συνεργασίες που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο που ο συνεργάτης απασχολούνταν σε μεσιτικό γραφείο άλλου μεσίτη, ανήκουν αποκλειστικά στο αντίστοιχο γραφείο.

Σχετικά με το καθεστώς των Βοηθών με τον σύλλογο μεσιτών ισχύουν τα παρακάτω στοιχεία (ΟΜΑΣΕ):

1. Σε πρώτο στάδιο, οι Βοηθοί μπορούν να υπάγονται στο καθεστώς του δοκίμου ή του εκπαιδευομένου για χρονικό διάστημα που δεν δύναται να υπερβαίνει το χρονικό διάστημα που ορίζει ο εκάστοτε Νόμος. Όμως, μετά από αυτό το χρονικό αυτό σημείο οφείλουν να εφοδιαστούν με την οικεία επαγγελματική άδεια ή να προσληφθούν.
2. Επίσης, προτείνεται στους οικείους Συλλόγους να εκδίδουν ταυτότητες Δοκίμων Μεσιτών με την αναγραφή της επωνυμίας του μεσιτικού γραφείου στο οποίο θα κάνουν την δοκιμή τους.
3. Τέλος, οι Ανεξάρτητοι Συνεργάτες με άδεια, οφείλουν να είναι κάτοχοι της αντίστοιχης ταυτότητας μέλους.

Σχετικά με την τυπολογία των μεσιτικών πράξεων, ισχύουν τα παρακάτω:

- Σε πρώτη φάση, είναι πρόπων οι εντολές των Συλλόγων να είναι υδατογραφημένες και αριθμημένες.
- Επιπλέον, το δικαίωμα της εκτίμησης ακινήτων δύναται να το ασκούν αποκλειστικά οι μεσίτες που έχουν την αντίστοιχη εκπαίδευση που αναγνωρίζουν οι οικείοι Σύλλογοι και με τουλάχιστον πενταετή εμπειρία.
- Όσον αφορά τις Παραστάσεις Πραγματογνωμοσύνης σε Δικαστικές ή άλλες Αρχές, αυτές έχουν το δικαίωμα να τις κάνουν μόνο όσοι διαθέτουν πιστοποίηση για εκτίμηση ακινήτων και νομίμως επιτρέπεται να διενεργούν αυτές.
- Τέλος, για κάθε νόμιμη εκτίμηση θα πρέπει προηγουμένως ο μεσίτης να λαμβάνει εντολή διενέργειας εκτίμησης.

Βάσει των παραπάνω στοιχείων, καταλήγει κανείς εύκολα στο συμπέρασμα, ότι ο κλάδος των ακινήτων είναι πολύ σημαντικός για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Επίσης, είναι ένας κλάδος που παρουσιάζει έντονο ερευνητικό ενδιαφέρον(ΟΜΑΣΕ).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και ο κλάδος των ακινήτων που προορίζονται να γίνουν επαγγελματική στέγη. Και αυτό γιατί η αγορά ή η μίσθωση ενός τέτοιου ακινήτου αποτελεί μία επένδυση υψηλού ρίσκου, που χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή, τόσο από πλευράς επενδυτή, όσο και από πλευράς διαμεσολαβητή(ΟΜΑΣΕ).

Η σημαντικότητα αυτής της επένδυσης, βρίσκεται στο γεγονός ότι το ακίνητο πρέπει να είναι σε καλή κατάσταση. Δηλαδή να μην έχει διάφορα προβλήματα διατήρησης και να έχει συντηρηθεί σε καλή κατάσταση. Επιπλέον, είναι ιδιαίτερα σημαντική και η τιμή που μισθώνεται το ακίνητο ή τιμή στην οποία αγοράστηκε. Και αυτό, διότι πρέπει να γίνει απόσβεση της επένδυσης, ώστε ο ιδιοκτήτης να μην επιβαρύνεται με πρόσθετα έξοδα(ΟΜΑΣΕ).

Βέβαια, σε περίπτωση που δεν γίνει γρήγορα η απόσβεση, τότε τα προβλήματα για την επιχείρηση θα είναι μεγάλα(ΟΜΑΣΕ). Τέλος, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και η αισθητική του ακινήτου στην ταχύτητα της απόσβεσης. Και αυτό, γιατί όσο πιο καλαίσθητο και σύγχρονο είναι το ακίνητο, τόσο πιο σύντομα θα γίνει η απόσβεση

αυτού, διότι θα επηρεαστεί και η αγοραστική κίνηση (δηλαδή θα αυξηθεί το πελατολόγιο, αλλά και οι πωλήσεις).

Ειδικότερα, το θέμα της συγκεκριμένης Διπλωματικής Εργασίας είναι η «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου των Εμπορικών Ακινήτων». Ο σκοπός της εργασίας είναι να αναδειχθεί η αξία της χρηματοοικονομικής διαχείρισης εμπορικών ακινήτων. Και αυτό γιατί εξάγονται πολλά χρήσιμα συμπεράσματα για την πορεία του κλάδου και επειδή υπάρχει η δυνατότητα της διαχρονικής αποτίμησης της πορείας του κλάδου. Η σημαντικότητα αυτής της εργασίας είναι ότι ο κάθε αναγνώστης θα μπορέσει να έχει μία πλήρη εικόνα πάνω στον κλάδο των εμπορικών ακινήτων, καθώς και στην χρηματοοικονομική διαχείριση, του σύμφωνα με την Διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά Markowitz.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: Βιβλιογραφική ανασκόπηση**

Κατά τους Amu, F. και Millegard, M., το υπόδειγμα CAP-Μείναι απλά ένα εργαλείο αποτίμησης των στοιχείων. Κατά τη γνώμη τους, το πιο σημαντικό στοιχείο στην θεωρία χαρτοφυλακίου είναι η κατάλληλη επιλογή των περιουσιακών στοιχείων, σε συνδυασμό με τους παράγοντες ρίσκου που τα συνοδεύουν.

Κατά τον Avadhani, M.A., η θεωρία και τις αρχές της είναι πολύ σημαντικές. Θεωρεί, ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες λαμβάνουν χώρα, οι περισσότερες από αυτές τις λειτουργίες είναι μια αντανάκλαση της οικονομίας και της απόδοσή της. Επιπλέον, οι αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία, εντείνουν την ανάγκη για περαιτέρω μελέτη.

Επιπλέον μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η εφαρμογή του μοντέλου CAP-Μ στην Πολωνία (Czapkiewicz, A. and Skalna, I., 2010). Επίσης, θα αναφερθούν και οι παράγοντες που επηρεάζουν τη συσχέτιση στις αγορές κεφαλαίων (Fama, E.F. and French, K.R., 1996; Devereux, M. and Schiantarelli, F., 1990; Wang, T., 1999).

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου θα αναλυθεί έντονα στο πέμπτο κεφάλαιο. Πιο συγκεκριμένα, θα αναφερθούν ορισμένα στοιχεία σχετικά με τη θεωρία χαρτοφυλακίου κατά Markowitz (*Financial Modeling Agency, 2005; Francis, J.C. and Kim, D., 2013; Guerard, J.B. (Jr), 2010; Markowitz, H.M., Todd, G.P. and Sharpe, W.F., 1987; Ross, S.A., 1972; Fabozzi, F.J. and Markowitz, H.M., 2002;*).

Στη συνέχεια θα αναλυθούν κάποια στοιχεία σχετικά με την Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (Capital Market Line-CML), το υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM), το μοντέλο αντισταθμιστικής αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (APT), τη γραμμή αξιογράφων (SML) και τον συντελεστή βήτα (Φιλιππάς, Ν., 2010; Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν., 2009; Bodie Z., Kane A, Marcus A, 2014; Ελευθεριάδης, Ι.Μ. και Αγοραστός, Κ.Α., 2002; Ingersoll, J.E., 1987; Pham, V.T.L. and Long, T., 2007).

Τέλος, θα παρατεθεί το μοντέλο Fama-French, το μοντέλο Carhart, καθώς και η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών, καθώς και στοιχεία σχετικά με την διαχείριση του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων.

Τέλος, θα είναι χρήσιμα ορισμένα στοιχεία σχετικά με την αγορά ακινήτων, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην Ευρώπη (Ball, M., 2006; Couch, C., Petschel-Held, G. and Leontidou, L., 2007; Evans, A.W., 2004; Feagin, J.R. and Parker, R.E., 2002; Hilbers, P.L.C. and Zacho, L., 2001; McDonald, J.F. and McMillen, D.P., 2011; Ratcliffe, J., Stubbs, M. and Shepherd, M, 2005; Wood, P., 2002). Και αυτό γιατί είναι πολύ σημαντικό το γεγονός ότι πρέπει να υπάρχει και γνώση πάνω σε θέματα που αφορούν την αγορά ακινήτων και εκτός Ελλάδος, ώστε να υπάρχει μία σφαιρική εικόνα αυτού του κλάδου και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Συνεπώς, τα ερευνητικά ερωτήματα που προκύπτουν είναι τα εξής:

- Αν υπάρχουν διαφορές στην αγορά ακινήτων της Ελλάδας και της Ευρώπης, ως προς τα χαρακτηριστικά τους, καθώς και αν υπάρχουν προοπτικές ανάπτυξης.



- Αν και κατά πόσο τα στοιχεία διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατά Markowitz, μπορούν να αποτελούν συντελεστή αποτίμησης της χρηματοοικονομικής κατάστασης της αγοράς ακινήτων.
- Η αποτίμηση του χαρτοφυλακίου ακινήτων, μέσω του πολυπαραγοντικού υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (MAPM), και διαφόρων άλλων χρηματοοικονομικών μεθόδων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Μεθοδολογία έρευνας**

Η μεθοδολογία έρευνας που θα χρησιμοποιηθεί στην συγκεκριμένη εργασία είναι η βιβλιογραφική ανασκόπηση. Πιο συγκεκριμένα, στην τέταρτη ενότητα θα παρατεθούν στοιχεία, σχετικά με την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα και στην Ευρώπη (*Ball, M., 2006; Couch, C., Petschel-Held, G. and Leontidou, L., 2007; Evans, A.W., 2004; Feagin, J.R. and Parker, R.E., 2002; Hilbers, P.L.C. and Zacho, L., 2001; McDonald, J.F. and McMillen, D.P., 2011; Ratcliffe, J., Stubbs, M. and Shepherd, M., 2005; Wood, P., 2002*).

Στην επόμενη ενότητα θα γίνει αναφορά του υποδείγματος CAP-M, και αρκετή παράθεση θεωρίας σχετική με την θεωρία χαρτοφυλακίου κατά Markowitz. Στη συνέχεια, θα παρατεθούν, στοιχεία σχετικά με την θεωρία του πολυπαραγοντικού υποδείγματος, τα οποία θα είναι τόσο ποιοτικά, όσο και ποσοτικά (*Φιλιππός, Ν., 2010; Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν., 2009; Bodie Z., Kane A, Marcus A, 2014; Ελευθεριάδης, Ι.Μ. και Αγοραστός, Κ.Α., 2002; Ingersoll, J.E., 1987; Pham, V.T.L. and Long, T., 2007*).

Στόχος της παραπάνω έρευνας, είναι να γίνει, ξεκάθαρη στον κάθε αναγνώστη, η αξία της χρηματοοικονομικής αποτίμησης των στοιχείων της αγοράς ακινήτων. Γι' αυτόν τον λόγο θα γίνει η ταυτόχρονη χρήση και ποιοτικών στοιχείων, αλλά και ποσοτικών στοιχείων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: Η αγορά ακινήτων**

### **4.1 Ορισμός της αγοράς ακινήτων**

Ως ακίνητο ορίζεται το περιουσιακό στοιχείο εκείνο, το οποίο απεικονίζει το συμβατό δικαίωμα ιδιοκτησίας και αποτελείται από την γη-έδαφος. Αυτό βέβαια ορίζεται ως ένα διαρκές αγαθό, καθώς και τα συστατικά του μέρη (όπως τα κτίσματα κτλ), τα οποία δεν έχουν απεριοριστο χρόνο ζωής (Ευαγγελίου, Ν., 2012).

Έτσι, το ακίνητο αποτελείται αφενός από το έδαφος, δηλαδή τη γη, και αφετέρου από τα συστατικά του μέρη τα οποία όμως είναι αναλώσιμα, με περιορισμένο χρόνο ζωής (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Συγκεκριμένα, ως ακίνητο δεν ορίζεται αποκλειστικά η γη αλλά και οτιδήποτε υπάρχει μέσα ή και πάνω από την επιφάνεια της γης, που έχει ενωθεί με αυτή με οργανικά ή τεχνητά μέσα. Έτσι, ακίνητο είναι και το εσωτερικό του εδάφους μαζί με το περιεχόμενό του, τα οικοδομήματα υπέργεια και υπόγεια, τα δέντρα, οι θάμνοι και κάθε είδος φυτού, εφόσον διατηρούν την ένωση τους με το έδαφος.

Ο οικονομικός ορισμός του ακινήτου είναι ο εξής και περιλαμβάνει όλους τους συντελεστές παραγωγής, δηλαδή το έδαφος (γη), την εργασία, το κεφάλαιο και την επιχειρηματικότητα (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Εκφράζεται ως:

$$\text{Ακίνητο} = \text{Έδαφος} + \text{Εργασία} + \text{Κεφάλαιο} + \text{Επιχειρηματικότητα}$$

Ως έδαφος λογίζονται οι διάφορες εκτάσεις που έχουν συγκεκριμένα όρια, καθώς και θέση και εμβαδόν (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Το έδαφος παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον για την οικονομία μιας χώρας, αφού αποτελεί αφενός πηγή πρώτων υλών και αφετέρου τόπο εγκατάστασης για την παραγωγική διαδικασία. Επιπλέον, η γη αποτελεί ένα σταθερό και ανομοιογενή συντελεστή. Με οικονομολογικούς όρους, η αμοιβή του εδάφους (ως συντελεστής παραγωγής), ονομάζεται έγγειος πρόσοδος.

Με άλλα λόγια, ως έγγειος πρόσοδος θεωρείται η αμοιβή την οποία λαμβάνει ο ιδιοκτήτης του εδάφους για τις υπηρεσίες που προσφέρει αυτό στη παραγωγική

διαδικασία (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Με άλλα λόγια, αποτελεί το ενοίκιο στην περίπτωση ενοικίασης του εδάφους και αυτό καθορίζεται από τις φυσικές ιδιότητες του, τη θέση του και την βέλτιστη χρήση του.

Επιπροσθέτως, ανάλογα με τον σκοπό χρησιμοποίησης του εδάφους η έγγειος πρόσδοδος μπορεί να διακριθεί σε (Ευαγγελίου, Ν., 2012):

- οικιστική,
- γεωργική,
- κτηνοτροφική,
- αγροτική,
- ορυχειακή.

Επιπλέον, οι συντελεστές παραγωγής εκτός του εδάφους, δηλαδή η εργασία, το κεφάλαιο και η επιχειρηματικότητα, αποτελούν βελτιώσεις της γης (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Συνεπώς, η παραπάνω σχέση μπορεί να εκφραστεί και ως εξής:

**Ακίνητο = Έδαφος + Βελτιώσεις**

Επίσης, με τον όρο εργασία (ως συντελεστής παραγωγής), ονομάζεται η κάθε πνευματική ή σωματική υπηρεσία που παρέχεται από τον άνθρωπο στην παραγωγική διαδικασία και αποβλέπει στην επίτευξη του οικονομικού αποτελέσματος των αγαθών (Ευαγγελίου, Ν., 2012).

Τέλος, ο τρίτος συντελεστής παραγωγής ονομάζεται κεφάλαιο και μπορεί να πάρει είτε την μορφή χρήματος, είτε την μορφή υλικού κεφαλαίου (Ευαγγελίου, Ν., 2012).

Το υλικό κεφάλαιο αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία :

- Κτίρια και εγκαταστάσεις
- Μηχανήματα, μεταφορικά μέσα, εργαλεία
- Αποθέματα πρώτων υλών, έτοιμων και ημικατεργασμένων προϊόντων

Με άλλα λόγια, αποτελείται από διαρκή αγαθά που χρησιμοποιούνται αφενός στην παραγωγική διαδικασία και αφετέρου στην παραγωγή άλλων αγαθών (Ευαγγελίου, Ν., 2012). Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι το κεφάλαιο αποτελεί έναν εξαιρετικά

σημαντικό παράγοντα, καθώς συντελεί στην αύξηση της παραγωγικότητας εργασίας, εφόσον με την ίδια ποσότητα εργασίας παράγονται περισσότερα αγαθά.

#### **4.1.1. Χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων**

Η ελληνική αγορά κατοικιών γνώρισε σημαντική άνοδο των τιμών, ιδίως την τελευταία δεκαετία. Η απορία βέβαια που δημιουργείται από τους ερευνητές είναι η ακόλουθη. Κατά πόσο η άνοδος των τιμών κατοικιών στην ελληνική αγορά αποτέλεσε μια “φούσκα”. Είναι προφανές ότι η αγορά κατοικιών δεν αποτελεί την γενεσιουργό αιτία των σημερινών προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, το ερώτημα είναι αν η πτώση των τιμών των κατοικιών θα γινόταν λόγω κάποιων προηγούμενων παραγόντων που οδήγησαν σε φαινόμενα “φούσκας”, και κατά συνέπεια θα επηρέαζε αρνητικά την ελληνική οικονομία, ακόμη και χωρίς την ύπαρξη κρίσης (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 6).

Οι παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων είναι, βάσει εμπειρικών μελετών, οι ακόλουθοι:

- i.** το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών,
- ii.** τα πραγματικά επιτόκια,
- iii.** οι παράγοντες οι οποίοι είναι σχετικοί με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,
- iv.** οι δημογραφικοί παράγοντες,
- v.** οι παράγοντες (μεταβλητές) που αφορούν την προσφορά,
- vi.** οι σχετικοί φόροι και οι επιδοτήσεις, καθώς και άλλες δημόσιες πολιτικές για την κατοικία(Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 6).

Το εισόδημα φαίνεται να αποτελεί τον πιο σημαντικό παράγοντα, ενώ τα πραγματικά επιτόκια αποτελούν τον δεύτερο. Στη συνέχεια, ακολουθούν οι υπόλοιποι παράγοντες (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 6).

Σχετικά με το εισόδημα, υπάρχουν τα εξής στοιχεία. Είναι γνωστό, ότι η ελληνική οικονομία γνώρισε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης από τα μέσα της δεκαετίας του ‘90 μέχρι και το 2007. Παράδοξο είναι το γεγονός, ότι οι ρυθμοί αυτοί ήταν υψηλότεροι

από τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, με πραγματικούς ρυθμούς, ήταν κατά μέσο όρο, 3,8% την περίοδο 1996-2007, όταν ο μέσος όρος στην Ευρωζώνη ήταν 2,3%. Ως αποτέλεσμα, ήταν η σύγκλιση του βιοτικού επιπέδου της Ελλάδος με το μέσο όρο της ΕΕ των 15, τάση που φυσικά έχει ήδη αντιστραφεί. Και αυτό, γιατί όταν αυξάνεται το ΑΕΠ, αυξάνεται και το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης για τα ακίνητα και σε αύξηση της τιμής τους (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 6).

Επιπλέον, οι εμπειρικές έρευνες είχαν αναφέρει ότι μια αύξηση κατά 1% του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, συνεπάγεται την αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών κατά 3,2% στις ΗΠΑ, 2,5% στο Ηνωμένο Βασίλειο και 0,7% στην Ευρωζώνη. Βέβαια, τα αποτελέσματα διαφέρουν από μελέτη σε μελέτη, ανάλογα με την εξεταζόμενη περίοδο και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που η προσφορά κατοικιών είναι περιορισμένη ή δεν μπορεί να αυξηθεί με την ίδια ταχύτητα που αυξάνεται η ζήτηση, η αύξηση των τιμών είναι εξαιρετικά έντονη και απότομη (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 6).

Βέβαια, σημαντικό ρόλο για την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα διαδραμάτισε η πιστωτική επέκταση. Πιο συγκεκριμένα, τα επιτόκια, για νέα στεγαστικά δάνεια σε νοικοκυριά μειώθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του '90 και εξακολούθησαν παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα όλη την πρώτη δεκαετία του 21ου αιώνα (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 7).

Η μείωση αυτή των επιτοκίων είναι αποτέλεσμα της σταδιακής απελευθέρωσης της ελληνικής τραπεζικής αγοράς κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, λόγω του έντονου ανταγωνισμού που αναπτύχθηκε μεταξύ των τραπεζών. Επιπλέον, η πιστωτική επέκταση, από την πλευρά της προσφοράς, ήταν εξίσου θεαματική την ίδια περίοδο (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 7).

Κατά συνέπεια, τα χαμηλά επιτόκια, σε συνδυασμό με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, είχαν παράλληλα ως αποτέλεσμα την δημιουργία και την ζήτηση στεγαστικών δανείων. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση της ζήτησης ήταν και αποτέλεσμα της προτίμησης των νοικοκυριών να επενδύουν τις αποταμιεύσεις τους

σε ακίνητα ως τη διαχρονικά πιο ασφαλή μορφή επένδυσης, αλλά και της προτίμησής τους για ιδιοκατοίκηση (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 7-8).

Επίσης, το ενοίκιο αποτελεί ένα χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, η εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών και των διαθέσιμων πιστώσεων, αποτέλεσαν τους καθοριστικούς παράγοντες για την άνοδο των τιμών των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, τα ενοίκια περιγράφουν τη μικτή ετήσια απόδοση από μια επένδυση σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική πρόοδος των ενοικίων επιδρά και στην πρόοδο των τιμών (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 8).

Επιπλέον, η ιδιοκατοίκηση, αποτελεί ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης. Υπολογίζεται ότι στην Ελλάδα το 80% των κατοικιών είναι ιδιόκτητες κάποιου ακινήτου (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 9).

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας, ο οποίος επιδρά στην ελληνική αγορά κατοικίας και η εξέλιξη του οποίου λαμβάνει ανησυχητικές διαστάσεις για την εξέλιξη του κλάδου των ακινήτων είναι οι εισοδηματικές αντοχές των ελληνικών νοικοκυριών. Πιο συγκεκριμένα, λόγω της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης της χώρας, το εισόδημα των Ελλήνων μειώθηκε και η φορολογία τους αυξήθηκε. Πιο συγκεκριμένα, οι Έλληνες δαπανούν πολλά για το σπίτι τους και, αν το βιοτικό τους επίπεδο εξακολουθήσει να είναι πιεσμένο από την κρίση, η κατανάλωση αυτή θα παραμείνει συρρικνωμένη (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 10).

Επιπροσθέτως, ένα ακόμη σημαντικό χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι το εξαιρετικά υψηλό κόστος των συναλλαγών. Πιο συγκεκριμένα, το 2009, η Ελλάδα είχε το τρίτο υψηλότερο κόστος συναλλαγών μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Βέβαια, το κόστος αυτό επιβάρυνε τυπικά εξολοκλήρου τον αγοραστή (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 10).

Τέλος, η ανταγωνιστικότητα, είναι ένα χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά ακινήτων δεν έμεινε ανεπηρέαστη από τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Και αυτό, διότι η επιχειρηματική

δραστηριότητα, εμπορική και επενδυτική, αντιμετωπίζει αρκετά εμπόδια (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 10).

## **4.2 Ιδιαιτερότητες και διαφορές, συγκριτικά με άλλα περιουσιακά στοιχεία**

Σχετικά με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία, υπάρχουν συγκεκριμένες ιδιαιτερότητες και διαφορές της αγοράς ακινήτων έναντι αυτών. Πιο συγκεκριμένα, η το ακίνητο αποτελεί ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο με υλική υπόσταση. Αυτό σημαίνει, ότι είναι κατασκευασμένο με κάποια συγκεκριμένα υλικά, τα οποία ενδέχεται να είναι είτε καλής ποιότητας, είτε κακής ποιότητας (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 1).

Αυτό σημαίνει, ότι η ποιότητα των υλικών, αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα τιμολόγησης ενός ακινήτου. Επιπλέον, σημαντικός παράγοντας τιμολόγησης είναι και η τοποθεσία στην οποία είναι χτισμένο ένα ακίνητο. Φυσικά, σημαντικό ρόλο στην τιμολόγηση, διαδραματίζει και η παλαιότητα των ακινήτων. Τέλος, και η ποιότητα εργασίας των κατασκευαστών επηρεάζει αρκετά την τιμολόγηση. Και αυτό, διότι όσο πιο υψηλή είναι η ποιότητα κατασκευής, τόσο πιο υψηλή είναι και η αξία του ακινήτου (Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 10).

Συγκριτικά με ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο αποταμίευσης, υπάρχουν αρκετές διαφορές. Πιο συγκεκριμένα, η ασφάλεια είναι ένα άυλο προϊόν. Αυτό σημαίνει ότι κανείς δεν μπορεί να το δει και να αντιληφθεί την αξία του, παρά μόνον όταν του συμβεί κάτι ή έχει υψηλή ασφαλιστική συνείδηση. Επιπλέον, με την πάροδο του χρόνου, το ακίνητο χάνει την αξία του, ενώ το ασφαλιστήριο συμβόλαιο την διατηρεί σταθερή ή σε κάποιες φορές την αυξάνει (TTE).

Τέλος, συγκριτικά με τις τραπεζικές καταθέσεις, ισχύει ότι περίπου και με τα ασφαλιστήρια συμβόλαια, με τη μόνη διαφορά ωστόσο, ότι εκείνες επηρεάζονται και από τα επιτόκια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αλλά και από την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας. Κατά συνέπεια, σε περίπτωση υποτίμησης του νομίσματος, και οι καταθέσεις, αλλά και τα ακίνητα χάνουν την αξία τους (TTE).

### **4.3 Εξέλιξη και προοπτική σε Ευρώπη**

Οι εξελίξεις και οι προοπτικές της αγοράς ακινήτων στην Ευρώπη, παρατίθενται παρακάτω. Πιο συγκεκριμένα, βάσει της έκθεσης «EmergingTrendsInRealEstate@ Europe 2016: BeyondtheCapital» που δημοσιεύθηκε από την PwC και το UrbanLand Institute (ULI) σχετικά με τις τάσεις που θα επικρατήσουν στον κλάδο των ακινήτων στην Ευρώπη το 2016, οι ταχύτατα μεταβαλλόμενες απαιτήσεις των πελατών, οι εξελίξεις της τεχνολογίας, οι δημογραφικές και κοινωνικές αλλαγές και η ταχύτατη αστικοποίηση επηρεάζουν αρκετά τις αξίες των ακινήτων στην Ευρωπαϊκή αγορά (*euro2day*).

Πιο συγκεκριμένα, βάσει των αποτελεσμάτων της έκθεσης, οι εξελίξεις αυτές έχουν κατευθύνει τους επενδυτές στην στόχευση συγκεκριμένων πόλεων και ακινήτων και όχι σε ολόκληρες χώρες, όπως στο παρελθόν. Ειδικότερα, αυτό αποδεικνύεται και από το γεγονός ότι οι επενδυτές δείχνουν μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τομείς που έχουν ευνοηθεί από την εξαιρετικά γρήγορη αστικοποίηση και τις δημογραφικές αλλαγές, όπως η υγεία, τα ξενοδοχεία, η φοιτητική στέγαση και τα κέντρα δεδομένων (*euro2day*).

Ειδικότερα, το 41% των ερωτηθέντων επιδίωκε να επενδύσει σε εναλλακτικούς τομείς, σε αντιδιαστολή με το αντίστοιχο 28% της προηγούμενης χρονιάς. Και αυτό, γιατί τα ακίνητα σε ακριβούς εμπορικούς δρόμους και αυτά του κλάδου των Logistics, τα οποία έχουν ωφεληθεί από τις τεχνολογικές εξελίξεις και τις οικονομικές συνθήκες, αναμένεται να διαγράψουν ανοδική πορεία και το 2016. Επιπλέον, σύμφωνα με τους ερωτηθέντες, η ανάπτυξη ακινήτων αναμένεται να παρουσιάσει ανοδική πορεία το 2016, καθώς το 78% των ερωτηθέντων την θεωρεί έναν ελκυστικό τρόπο απόκτησης ακινήτων με εξαιρετικά χαρακτηριστικά. Τέλος, ολοένα και περισσότερες εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων, όπως και επενδυτές καινοτομούν σε μια προσπάθεια να ικανοποιήσουν τις ανάγκες των διαρκώς καλύτερα πληροφορημένων και συνεχώς απαιτητικών πελατών (*euro2day*).

Σύμφωνα με την Lisette Van Doorn, διευθύνουσα σύμβουλο του ULI Ευρώπης: «Οι επενδυτές έχουν αρχίσει να γίνονται πιο δημιουργικοί στην προσπάθειά τους να αποκτήσουν πρόσβαση σε μελλοντικά ακίνητα υψηλής αξίας σε λογικές τιμές, στρέφοντας το ενδιαφέρον τους σε εναλλακτικές κατηγορίες ακινήτων όπως και στην



ανάπτυξη ακινήτων. Αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο βραχυπρόθεσμα έτσι ώστε να πετύχουν τον μακροπρόθεσμο στόχο τους, ο οποίος είναι η απόκτηση σημαντικών ακινήτων. Παράλληλα, περισσότερες εταιρείες στον κλάδο ακινήτων επικεντρώνονται στην εξυπηρέτηση των αναγκών των πελατών, οι οποίοι αναζητούν αρμονία μεταξύ του χώρου εργασίας και του τρόπου ζωής τους. Μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις σήμερα για τον κλάδο είναι να καταφέρει να δώσει μεγαλύτερη έμφαση στις υπηρεσίες και να διαχειριστεί τον αντίκτυπο που αυτή η αλλαγή θα έχει στα παραδοσιακά επιχειρηματικά μοντέλα των διαχειριστών ακίνητης περιουσίας» (*euro2day*).

Επίσης κατά τον Gareth Lewis, Director της PwC, «Τα χαμηλά επιτόκια και το κεφάλαιο που κατακλύζει την ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων έχει ως αποτέλεσμα η πλειοψηφία των ερωτηθέντων να εκφράζονται θετικά για τις επιχειρηματικές προοπτικές του κλάδου για το 2016. Όμως, αναγνωρίζουν ότι η παγκόσμια αγορά ακινήτων γίνεται όλο και πιο ανταγωνιστική, και εάν μειωθεί η ροή κεφαλαίων, το ενδιαφέρον θα στραφεί ακόμη περισσότερο προς τα θεμελιώδη, δηλαδή την ενεργή διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και τις λειτουργικές δεξιότητες» (*euro2day*).

Βάσει των στοιχείων της έκθεσης, οι 5 κορυφαίες ευρωπαϊκές πόλεις για επενδύσεις το 2016 είναι το Βερολίνο, το Αμβούργο, το Δουβλίνο, η Μαδρίτη και η Κοπεγχάγη. Επιπλέον, πολλοί από τους ερωτηθέντες εκτιμούν ότι η γερμανική πρωτεύουσα θα εξακολουθεί να είναι ο κυρίαρχος στον κλάδο ακινήτων, εξαιτίας του νέου ηλικιακά πληθυσμού της και της αυξανόμενης φήμης της, ως τεχνολογικό και πολιτισμικό κέντρο αλλά και της γης που υπάρχει διαθέσιμη για αξιοποίηση. Τέλος, στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι το Λονδίνο έχει εκτοπιστεί από την πρώτη πεντάδα, αποδεικνύοντας έμπρακτα ότι οι επενδυτές ακινήτων εκτιμούν μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης στο υπόλοιπο Ηνωμένο Βασίλειο και σε άλλες ευρωπαϊκές πόλεις στο εγγύς μέλλον (*euro2day*).

Παρόλα αυτά, μακροπρόθεσμα, η βρετανική πρωτεύουσα εξακολουθεί να αποτελεί την πρώτη και σημαντική επιλογή στην Ευρώπη για πολλούς διεθνείς επενδυτές, οι οποίοι ενδιαφέρονται για τη διατήρηση του πλούτου τους λόγω της ρευστότητας και της κλίμακας της αγοράς σε συνδυασμό με τις σχετικά καλές οικονομικές αποδόσεις (*euro2day*).

Σχετικά με την υψηλή κατάταξη του Μπέρμινγχαμ, της δεύτερης μεγαλύτερης βρετανικής πόλης, είναι αποτέλεσμα της θετικής άποψης που εξέφρασαν οι ερωτηθέντες για τις επενδύσεις στις περιφερειακές πόλεις του Ηνωμένου Βασιλείου. Το Μπέρμινγχαμ, το οποίο αναμένεται να ωφεληθεί σημαντικά από μια σημαντική επένδυση σε έργα υποδομής και πιο συγκεκριμένα της σιδηροδρομικής γραμμής υψηλής ταχύτητας HS2, που θα συνδέει την πόλη με το Λονδίνο, και της οποίας η λειτουργία έχει προγραμματιστεί για το 2026, αντικατοπτρίζει την τάση που παρατηρείται σε μια σειρά ευρωπαϊκών περιφερειακών αστικών κέντρων, τα οποία προσφέρουν καλές ευκαιρίες στους επενδυτές (*euro2day*).

Σε αυτό το σημείο θα εξεταστούν οι κορυφαίες επενδυτικές αγορές για το 2016(*euro2day*). Ειδικότερα:

- **Βερολίνο** – Πιο συγκεκριμένα, διατηρώντας και φέτος την πρώτη θέση, η γερμανική πρωτεύουσα καταλαμβάνει την κορυφή της κατάταξης για τις ευκαιρίες επένδυσης και ανάπτυξης ακινήτων που προσφέρει και για το 2016. Ειδικότερα, η προτίμηση που υπάρχει από τους δημιουργικούς κλάδους και τον κλάδο της τεχνολογίας, έχει οδηγήσει στη μεγαλύτερη πληρότητα των γραφείων που έχει υπάρξει μέχρι σήμερα στην πόλη. Επίσης, μια νέα ηλικιακά, διεθνής και πολυσυλλεκτική βάση εργαζομένων, καθώς και το προσιτό κόστος ζωής αποτελούν συστατικά στοιχεία της εξέλιξης της πόλης. Επιπλέον, η φήμη του Βερολίνου ως πολιτισμικού κέντρου και μοντέρνας πόλης έχει εκτοξεύσει τις προοπτικές των εμπορικών ακινήτων και των κατοικιών(*euro2day*).
- **Αμβούργο** – Το Αμβούργο, το οποίο καταλαμβάνει τη δεύτερη θέση εκτοπίζοντας το Δουβλίνο, έχει αποδείξει ότι είναι μια εξαιρετικά δυναμική πόλη, η οποία ανταποκρίνεται στις ανάγκες των μελλοντικών πελατών του κλάδου ακινήτων. Ειδικότερα, με πάνω από 5 δις ευρώ επενδύσεις έως το τρίτο τρίμηνο του 2015, το Αμβούργο θεωρείται η έκτη πιο δραστήρια αγορά της Ευρώπης. Και αυτό γιατί η πόλη χαρακτηρίζεται από μια πολυσυλλεκτική βάση πελατών, με τη ζήτηση για γραφεία να προέρχεται κυρίως από τον κλάδο των ΜΜΕ, τις επαγγελματικές υπηρεσίες και το εμπόριο, συμπεριλαμβανομένων πολλών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Σχετικά με τη διαθεσιμότητα των γραφείων, αυτή βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο και

οι κατασκευές αναμένεται να αυξηθούν το 2016, δημιουργώντας 127.000 τετραγωνικά μέτρα νέων κτηρίων τα οποία θα στεγάζουν γραφεία, ενισχύοντας την τρέχουσα περιορισμένη προσφορά(*euro2day*).

- **Δουβλίνο** – Παρόλο που το Δουβλίνο εξακολουθεί να προσελκύει εξαιρετικά μεγάλο όγκο κεφαλαίων, οι ερωτηθέντες συγκλίνουν στην άποψη ότι η Ιρλανδική πρωτεύουσα μπορεί να προσφέρει πάρα πολλές ευκαιρίες στον κλάδο ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, όσοι έχουν ήδη επενδύσει στην πόλη ή που θα επιλέξουν να επενδύσουν στο άμεσο μέλλον είναι πιθανότατα και αυτοί οι οποίοι θα εξασφαλίσουν τα μεγαλύτερα συνολικά κέρδη. Και αυτό γιατί τα γραφεία στο Δουβλίνο αναμένεται να έχουν αύξηση των ενοικίων. Βέβαια, θα χρειαστούν αρκετά χρόνια ακόμη για να μπορέσει να ικανοποιηθεί η αυξημένη ζήτηση για χώρους γραφείων. Επίσης, η έλλειψη ακινήτων, τα οποία μπορούν να ανταποκρίνονται στις ανάγκες των επενδυτών που αναζητούν ευκαιρίες, έχει αφήσει χώρο για την προσέλκυση περισσότερων επενδυτών, οι οποίοι θα χρειαστεί να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο για να εξασφαλίσουν υψηλότερες αποδόσεις. Τέλος, η ανάκαμψη του λιανικού εμπορίου στο Δουβλίνο έχει ξεκινήσει, αυξάνοντας με κεφάλαια τα οποία στοχεύουν σε εμπορικά ακίνητα(*euro2day*).
- **Μαδρίτη** – Λόγω της ανάκαμψης της ισπανικής οικονομίας, στη Μαδρίτη έχει συρρεύσει πλήθος θεσμικών επενδυτών αλλά και κερδοσκόπων. Γι' αυτό και η Μαδρίτη αποτελεί την πέμπτη πιο δραστήρια αγορά ακινήτων στην Ευρώπη στα τέσσερα τρίμηνα που έληξαν το τρίτο τρίμηνο του 2015, αποδίδοντας πάνω από 5 δις ευρώ. Ωστόσο, η απογείωση των τιμών και οι αποδόσεις κάτω του 4% που 4 από 5 προσφέρουν τα γραφεία σε κτήρια με πολύ καλά χαρακτηριστικά θα μπορούσαν να λειτουργήσουν αποτρεπτικά για τους επενδυτές το 2016(*euro2day*).
- **Κοπεγχάγη** – Ενώ κάποτε η Κοπεγχάγη θεωρούνταν ότι περνά κρίση, σήμερα προσφέρει αξιόλογες ευκαιρίες επένδυσης. Η δανέζικη πρωτεύουσα έχει σημειώσει ανάπτυξη στον κλάδο βιοτεχνολογίας, γεγονός που έχει συμβάλει στη δημιουργία ενός ισχυρού πνευματικού κεφαλαίου. Το ποσοστό πληρότητας της πόλης είναι υψηλό, εν μέρει λόγω της εκτεταμένης μετατροπής των κτηρίων γραφείων σε κατοικίες. Ενώ οι αποδόσεις έχουν συμπιεστεί (οι αποδόσεις των γραφείων της κορυφαίας κατηγορίας έχουν πέσει από το 4,5% στο 4,25% το τελευταίο τρίμηνο του 2015), πολλοί από

τους ερωτηθέντες εξακολουθούν να θεωρούν τη Δανία μια ελκυστική αγορά για επένδυση σε γραφεία, εμπορικά ακίνητα και κατοικίες. Είναι πιθανό να δημιουργηθούν ακόμη περισσότερες ευκαιρίες μακροπρόθεσμα με την ανάπτυξη ενός νέου αστικού σιδηροδρομικού άξονα στην πόλη(*euro2day*).

#### **4.3.1 Εξέλιξη και προοπτική στην Ελλάδα**

Σχετικά με την εξέλιξη και την προοπτική της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα υπάρχουν τα εξής στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες εμπιστοσύνης της αγοράς ακινήτων λογίζονται ως οι πρώτες ενδείξεις για τις μελλοντικές βραχυχρόνιες εξελίξεις. Επιπλέον, ούτε ο κατασκευαστικός κλάδο (πλευρά της προσφοράς), αλλά ούτε και οι καταναλωτές (πλευρά της ζήτησης) είναι αισιόδοξοι για το μέλλον. Ειδικότερα, ο δείκτης προσδοκιών των κατασκευαστών (ιδιωτικές κατασκευές) βρέθηκε στα τέλη του 2011 σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα. Ειδικότερα, η πτώση του δείκτη είναι μεγάλη και συνεχής από τα μέσα του 2008. Τέλος, ο δείκτης αυτός βασίζεται στο αν οι παραγγελίες προς τους κατασκευαστές είναι αρκετές ή όχι, καθώς και στο αν οι ίδιοι περιμένουν αύξηση ή μείωση της απασχόλησης στην εταιρεία τους, κατά τη διάρκεια των επόμενων τριών μηνών (*Σαμπανιώτης, Χαρδούβελης, 2012: 11*).

Πιο συγκεκριμένα, για το έτος 2016, υπάρχουν τα ακόλουθα στοιχεία σχετικά με την αγορά ακινήτων στην Αθήνα. Πιο συγκεκριμένα, ενώ το 2015 η Αθήνα βρισκόταν στην 5<sup>η</sup> θέση σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, φέτος έπεσε στην 27<sup>η</sup>, και αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι προοπτικές της να έχουν μειωθεί δραματικά. Ειδικότερα, αυτό το αποτέλεσμα απορρέει από το γεγονός, ότι υπήρξαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, η απειλή του Grexit, τα capitalcontrols και η υπογραφή του νέου μνημονίου (*euro2day*).

#### **4.4 Κίνδυνοι για την αγορά ακινήτων στην Ευρώπη**

Σχετικά με την αγορά ακινήτων στην Ευρώπη, εκτός από τις προοπτικές ανάπτυξης, υπάρχουν και διάφοροι κίνδυνοι που την απειλούν. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει μία έντονη ροή προσφύγων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία, τόσο πολιτικών αναταραχών, όσο και κοινωνικών. Αυτές οι αναταραχές, ενδέχεται να οδηγήσουν τους πολίτες των ευρωπαϊκών χωρών σε προσωρινό πάγωμα των επενδύσεων τους,

και αυτή η τακτική να έχει αρνητικές επιπτώσεις και στον κλάδο των ακινήτων (*euro2day*).

Επιπλέον, οι αναταραχές του χρηματοπιστωτικού ευρωπαϊκού συστήματος, καθώς και τα διάφορα πολιτικά ζητήματα, που επικρατούν στην Ευρώπη, αποτελούν παράγοντες οι οποίοι είναι εξαιρετικά επικίνδυνοι και ζημιογόνοι σχετικά με την αγορά ακινήτων. Και αυτό, διότι τέτοιου είδους ζητήματα, προκαλούν ανασφάλεια και αβεβαιότητα στους κατοίκους των χωρών, με αποτέλεσμα να μην είναι σίγουροι αν αξίζει να επενδύσουν σε κάτι τόσο σημαντικό, που το οποίο απαιτεί και ένα σημαντικό κεφάλαιο, όπως η αγορά ακινήτων (*euro2day*).

Τέλος, μία πιθανή κατάρρευση του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, θα έχει διάφορες αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά ακινήτων. Και αυτό, γιατί η επιστροφή στα αντίστοιχα εθνικά νομίσματα των χωρών είναι μία αρκετά χρονοβόρα και ακριβή διαδικασία, με εξαιρετικά δυσάρεστες επιπτώσεις στον κλάδο των επενδύσεων (*euro2day*).

#### **4.4.1 Κίνδυνοι για την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα**

Σε προηγούμενο κεφάλαιο, αναφέρθηκε η κατάσταση της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα. Δυστυχώς, λόγω των εξαιρετικά μεγάλων πολιτικών αναταραχών, καθώς και λόγω της εξαιρετικά δυσμενούς οικονομικής κατάστασης, τα πράγματα στην αγορά ακινήτων δεν είναι καθόλου καλά. Και αυτό, διότι όσο συνεχίζονται τα CapitalControls, είναι πολύ δύσκολη η δυνατότητα αγοράς ή ενοικίασης ακινήτου, λόγω του περιορισμού κίνησης κεφαλαίων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, την κατακόρυφη πτώση του κλάδο ακινήτων και την συνεχή συρρίκνωση του (*euro2day*).

Εάν συνεχιστούν για αρκετό διάστημα, τα capitalcontrols, υπολογίζεται ότι θα συρρικνωθεί κι άλλο ο κλάδος των ακινήτων. Επίσης, το προσφυγικό ζήτημα, έχει δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα, στην αγορά ακινήτων της Ελλάδος. Και αυτό, διότι υπάρχει ένα έντονο κλίμα αβεβαιότητας και προβληματισμού, και αυτό οδήγησε στην μετατόπιση του ενδιαφέροντος για επενδύσεις παντός τύπου. Τέλος, τα τεράστια οικονομικά και πολιτικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η χώρα, δεν βοηθούν στην

περαιτέρω ανάπτυξη των επενδύσεων, λόγω του κλίματος αβεβαιότητας που επικρατεί (*euro2day*).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: Θεωρία χαρτοφυλακίου**

Η εκτίμηση της αξίας ενός χαρτοφυλακίου είναι μία αρκετά σημαντική υπόθεση. Και αυτό, διότι πρέπει να αντληθούν όλες οι σημαντικές πληροφορίες, που προσδιορίζουν την αξία ενός χαρτοφυλακίου. Γι' αυτόν τον λόγο έχουν δημιουργηθεί ορισμένα πρότυπα (**RICSstandards**). Αυτά τα πρότυπα, είναι παγκοσμίου εμβέλειες και στόχο έχουν την ορθότερη και αξιόπιστη αποτίμηση της αξίας του ακινήτου. Με άλλα λόγια αποτελούν την βάση, βάσει της οποίας θα γίνει η αποτίμηση του ακινήτου, και στη συνέχεια της αξίας του χαρτοφυλακίου του (**RICS**).

Ειδικότερα, ως αξία της αγοράς ορίζεται η εκτιμώμενη ποσότητα, για την οποία ένα περιουσιακό στοιχείο ή μία υποχρέωση δύναται να τεθεί προς ανταλλαγή με συγκεκριμένη ημερομηνία αποτίμησης, μεταξύ ενός δυνητικού πελάτη και ενός δυνητικού αγοραστή με συγκεκριμένη εμπορική βάση. Αυτό βέβαια προϋποθέτει την χρήση των κατάλληλων τεχνικών μάρκετινγκ, και με το κατάλληλο εργασιακό ήθος (**RICS**).

Επίσης, ως αξία επένδυσης, ορίζεται η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου για τον ιδιοκτήτη ή τον δυνητικό ιδιοκτήτη (**RICS**).

### **5.1 Η θεωρία χαρτοφυλακίου κατά Markowitz**

Το μοντέλο Markowitz, παρά τις όποιες αδυναμίες του, αποτελεί τη βάση δημιουργίας για τη λεγόμενη "Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου". Πιο συγκεκριμένα, το 1952, δημιούργησε μια νέα εποχή και ένα νέο τρόπο σκέψης στην χρηματοπιστηριακή πρακτική, εξαιτίας μίας δημοσίευσης του (*Amu&Millegard, 2009*). Πιο συγκεκριμένα, ο H. Markowitz κατέληξε σε κάποια συμπεράσματα, τα οποία αποτέλεσαν την ύλη του βιβλίου του που εκδόθηκε το 1959 και είχε τίτλο "PortfolioSelection" (*TEI Πατρών*).

Σχετικά με την πρακτική εφαρμογή αυτής της θεωρίας, ο H. Markowitz παρουσίασε ένα υπόδειγμα (μοντέλο) κατασκευής αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Ειδικότερα,

βασική ιδέα του μοντέλου είναι η επιλογή ενός «άριστου» χαρτοφυλακίου το οποίο αποτελείται από μετοχές ή από άλλες επενδύσεις που εμπεριέχουν κίνδυνο, το οποίο προσφέρει στον επενδυτή την καλύτερη δυνατή σχέση κινδύνου – απόδοσης (Amu&Millegard, 2009). Σύμφωνα με το Markowitz ο μέσος επενδυτής, προσπαθεί ταυτοχρόνως, και να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο (TEI Πατρών).

Ειδικότερα, ξεκινώντας από την αναμενόμενη απόδοση

$$(r_p) = (W_1 - W_0) / W_0,$$

Όπου:

**W<sub>0</sub>**= το κεφάλαιο που επενδύθηκε στην αρχή της περιόδου,

**W<sub>1</sub>**= το κεφάλαιο που θα αποδοθεί στο τέλος της περιόδου,

Από αυτόν τον τύπο κατέληξε ότι το τελικό κεφάλαιο εξαρτάται από την άγνωστη απόδοση μιας μετοχής το  $r_p$ , άρα οι τιμές των μετοχών είναι τυχαίες μεταβλητές και σαν τέτοιες μπορούν να περιγράφουν από την αναμενόμενη τιμή τους (μέση απόδοση) και την τυπική τους απόκλιση (κίνδυνος). Στην στατιστική, η αναμενόμενη απόδοση μιας τυχαίας μεταβλητής περιγράφεται από την τυπική απόκλιση της μεταβλητής ή της διακύμανσης της μεταβλητής (TEI Πατρών).

Η αναμενόμενη απόδοση, υπολογίζεται ως εξής:

$$r_p = E(r)$$

Η τυπική απόκλιση απόδοσης, υπολογίζεται ως εξής:

$$\Sigma^2 = \text{Var}(r)$$

Κατά τον Markowitz, εφόσον δύο μετοχές μπορούν να συγκριθούν εξετάζοντας την αναμενόμενη απόδοση και την τυπική απόκλιση καθεμιάς, το ίδιο μπορεί να γίνει και για δύο χαρτοφυλάκια. Η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου θα υπολογίζεται σαν μέσος σταθμικός των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών που το αποτελούν και η τυπική απόκλιση ή η διακύμανση ενός χαρτοφυλακίου θα είναι ίση

με την συνδιακύμανση των αποδόσεων των μετοχών που το αποτελούν (TEI Πατρών).

Συμπώς:

$$E(\mathbf{R}_p) = \sum_{i=1, \dots, n} E(\mathbf{R}_i) w_i$$

Όπου:

$E(\mathbf{R}_p)$  η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου,

$w_i$  η αξία που έχει επενδυθεί σε κάθε μετοχή,

$E(\mathbf{R}_i)$  η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής  $i$

$n$  ο αριθμός των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο

Επίσης, ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει το κίνδυνο του κάθε μεμονωμένου χρεογράφου που περιέχει, καθώς επίσης και τις σταθμικές διακυμάνσεις των αποδόσεων όλων των ζευγαριών των χρεογράφων που περιέχει (TEI Πατρών).

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των χρεογράφων που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο, τόσο μεγαλύτερη είναι η σχετική βαρύτητα της μέσης διακύμανσης των αποδόσεων των χρεογράφων (TEI Πατρών).

Οι παράγοντες που καθορίζουν το κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου είναι:

- ✓ οι διακυμάνσεις των αποδόσεων κάθε χρεογράφου
- ✓ οι συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των χρεογράφων που

περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο

- ✓ οι σταθμίσεις που έχει το κάθε χρεόγραφο (δηλαδή το ποσοστό της αξίας

του χαρτοφυλακίου που έχει επενδυθεί στο χρεόγραφο αυτό).



Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μετριέται με την τυπική απόκλιση σφης κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής αποδοτικότητας του.

Εξετάζοντας τους παράγοντες που καθορίζουν τη διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

1. είναι φανερό ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι διακύμανσης απόδοσης των επί μέρους χρεογράφων τόσο πιο ριψοκίνδυνο θα καθίσταται το χαρτοφυλάκιο.
2. οι τιμές που μπορεί να λάβει ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνονται μεταξύ  $-1 \leq \rho \leq +1$ . Όσο πιο μικροί είναι οι συντελεστές τόσο πιο βέβαιη (σταθερή) είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου.
3. όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός χρεογράφων που συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο, τόσο μειώνεται ο κίνδυνος του.
4. οι διαφορετικές συνθέσεις του χαρτοφυλακίου από τα ποσοστά συμμετοχής προκαλούν διαφορετικά αποτελέσματα τα οποία καθορίζουν και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Κατά συνέπεια, ο κίνδυνος μειώνεται όσο αυξάνονται τα χρεόγραφα σε ένα χαρτοφυλάκιο. Εάν υπάρχουν  $N$  χρεόγραφα, μπορούν να γίνουν άπειροι συνδυασμοί μεταξύ τους και να σχηματιστούν άπειρα χαρτοφυλάκια (*TEI Πατρών*).

Βέβαια, ο επενδυτής για να καταλήξει στο ιδανικό για εκείνον χαρτοφυλάκιο δεν χρειάζεται να εκτιμήσει όλα τα χαρτοφυλάκια χάρη στο Θεώρημα των Αποτελεσματικών Συνδυασμών. Τα χαρτοφυλάκια αυτά λέγονται αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια. Κατά συνέπεια, αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο θεωρείται εκείνο το οποίο σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση και σε δεδομένη απόδοση έχει το μικρότερο κίνδυνο (*TEI Πατρών*).

Σύμφωνα με αυτό το θεώρημα, ένας επενδυτής θα επιλέξει από το σύνολο των δυνατών χαρτοφυλακίων, το χαρτοφυλάκιο εκείνο το οποίο :

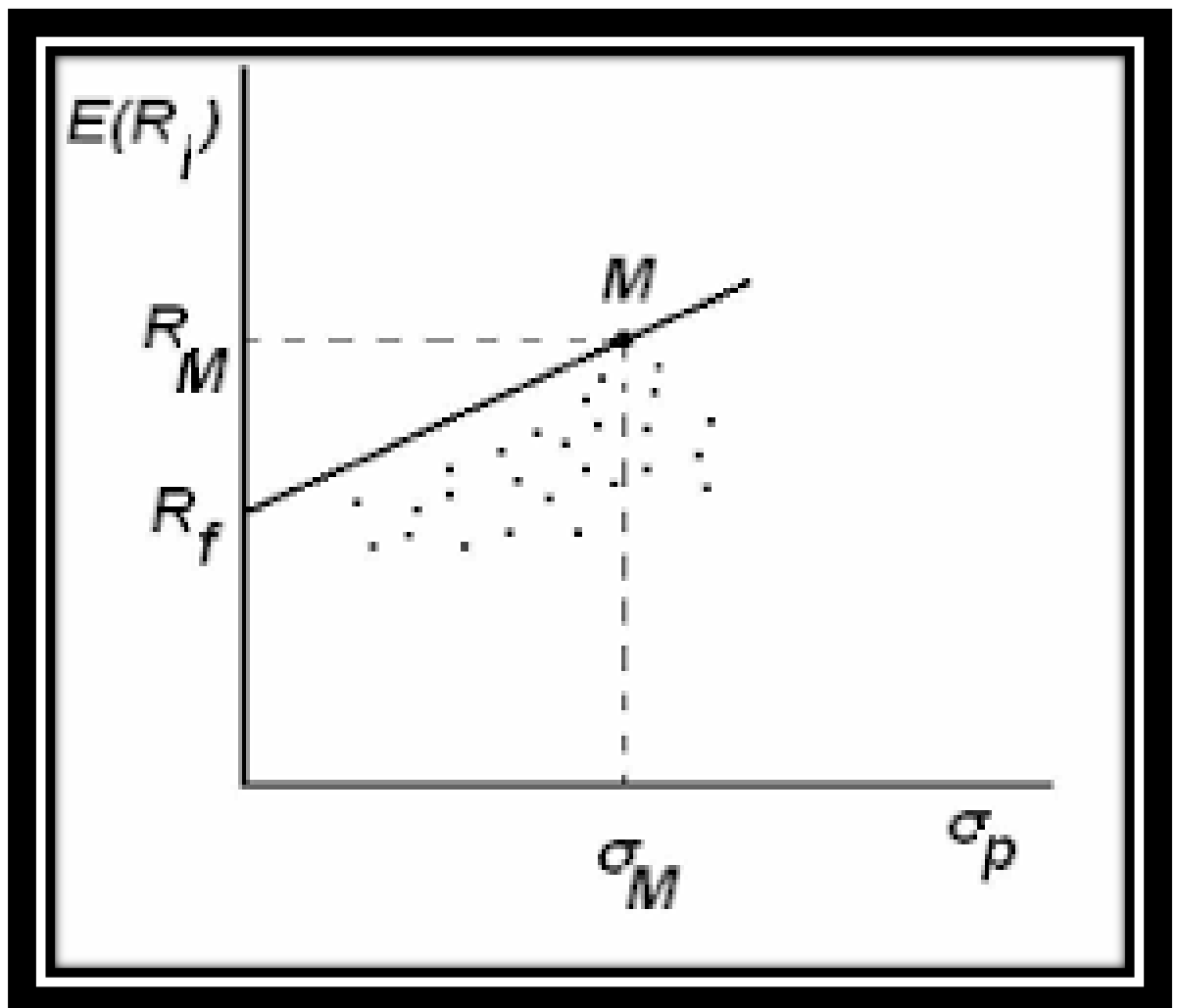
- του προσφέρει την μέγιστη προσδοκώμενη απόδοση για διάφορα επίπεδα κινδύνου και
- του προσφέρει τον μικρότερο κίνδυνο για διάφορα επίπεδα προσδοκώμενης απόδοσης.

Το σύνολο όλων των δυνατών χαρτοφυλακίων που πληγούν τις παραπάνω προϋποθέσεις ονομάζεται Σύνορα Αποτελεσματικών Συνδυασμών (TEI Πατρών).

## 5.2 Η Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (CapitalMarketLine-CML)

Σύμφωνα με το υπόδειγμα C.A.P.M. είναι εύκολο να προσδιοριστεί η σχέση κινδύνου και απόδοσης των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

Πιο συγκεκριμένα, βάσει του διαγράμματος:



Διάγραμμα 1: Η γραμμή αγοράς κεφαλαίου (CML)

Το σημείο  $M$  παριστάνει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το σημείο  $R_f$  την απόδοση χωρίς κίνδυνο (Bodie, Kane, Marcus, 2014). Τα άριστα χαρτοφυλάκια βρίσκονται στην ευθεία  $R_M$  και έχουν διαφορετικούς συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης που

προκύπτουν από την σύνθεση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και του επιτοκίου του ακίνδυνου δανεισμού. Αυτό είναι ένα γραμμικό σύνολο αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων και ονομάζεται Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CapitalMarketLine) ή CML. Όλα τα άλλα χαρτοφυλάκια βρίσκονται κάτω από την Γραμμή (TEI Πατρών).

Έτσι κάθε αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο θα έχει την εξής αναμενόμενη απόδοση:

$$E(R_i) = R_f + [(R_M - R_f) / \sigma_M] \sigma_p$$

Όπου:

$\sigma_p$  η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου,

Η ισορροπία στην αγορά μπορεί να χαρακτηριστεί από δύο σημαντικά στοιχεία :

- α. τη σταθερά του υποδείγματος CML που είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο και
- β. την κλίση της CML η οποία αναφέρεται σαν “κέρδος ανά μονάδα κινδύνου”

### **5.3 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)**

Με την μέθοδο Markowitz ο επενδυτής πρέπει να υπολογίσει την αναμενόμενη απόδοση και την διακύμανση κάθε μετοχής των μετοχών του (Czapkiewicz&Skalna, 2010). Η σημαντική προσφορά του Μοντέλου αυτού είναι ότι η αναμενόμενη απόδοση κάθε χρεογράφου δε συσχετίζεται με τον κίνδυνο των άλλων αγαθών, αλλά με ένα μέτρο του κινδύνου τον ονομαζόμενο συντελεστή βήτα(TEI Πατρών).

Οι βασικές όμως υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει το Μοντέλο είναι οι εξής (Czapkiewicz&Skalna, 2010):

1. Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο και μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους με βάση τον πλούτο τους στο τέλος της περιόδου.
2. Ανάμεσα σε δύο όμοια κατά τα άλλα χαρτοφυλάκια, οι επενδυτές θα επιλέξουν εκείνο με την μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση και συγχρόνως

μεταξύ δύο όμοιων χαρτοφυλακίων θα επιλέξουν εκείνο με την μικρότερη τυπική απόκλιση

3. Τα περιουσιακά στοιχεία είναι άπειρα διαιρετά και εύκολα ρευστοποιήσιμα χωρίς κόστος συναλλαγών.
4. Υπάρχει ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στη διαθέσιμη πληροφόρηση χωρίς κόστος.
5. Υπάρχει ένα επιτόκιο που δεν εμπεριέχει κίνδυνο αγοράς και το οποίο είναι το ίδιο για όλους τους επενδυτές και με το οποίο κάθε επενδυτής μπορεί να δανειστεί ή να δανείσει χρήματα.
6. Δεν υπάρχει φορολογία
7. Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και έχουν ομοιογενείς προσδοκίες σχετικά με την απόδοση και τον κίνδυνο των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων
8. Κανένας επενδυτής δεν δύναται να επηρεάσει την αγορά προς την κατεύθυνση που θα ήθελε, αγοράζοντας ή πουλώντας περιουσιακά στοιχεία (*TEI Πατρών*).

Αν εξεταστούν ενδελεχώς οι παραπάνω προϋποθέσεις είναι προφανές ότι το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων περιορίζει την κατάσταση σε μια ακραία περίπτωση, όπου ο καθένας έχει την ίδια πληροφόρηση και όλοι συμφωνούν για τις μελλοντικές προοπτικές των μετοχών. Δηλαδή, η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εμπόδια στις επενδύσεις(*TEI Πατρών*).

Στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM) σημαντικό στοιχείο αποτελεί το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς (M), το οποίο είναι ένα χαρτοφυλάκιο όπου επενδύονται χρήματα σε όλα τα χρεόγραφα της αγοράς. Ειδικότερα, είναι ένα άριστο, βέλτιστο χαρτοφυλάκιο (*Czapkiewicz&Skalna, 2010*). Η πορεία του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς (M) συνήθως είναι εμφανής από τους Γενικούς Δείκτες Τιμών και τους επί μέρους, γιατί στην πράξη το M θεωρείται ότι περιέχει μόνο κοινά χρεόγραφα. Κάθε μια επιλογή, ενός επενδυτή αποτελεί άμεση συνάρτηση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Κατά συνέπεια, όταν η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας, το χαρτοφυλάκιο (M) αποτελείται:

1. από όλα τα χρεόγραφα που αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης στην αγορά στις αξιακές τους αναλογίες
2. από την αναμενόμενη απόδοση ισορροπίας (*TEI Πατρών*).

## **5.4 Το Μοντέλο Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (APT)**

Όπως και το υπόδειγμα C.A.P.M., έτσι και το υπόδειγμα A.P.T. είναι ένα μοντέλο αποτίμησης χρεογράφων, στην περίπτωση που η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας (*TEI Πατρών*). Διατυπώθηκε για πρώτη φορά, το 1976 από τον Stephen Ross. Αρχικά, ήταν μια θεωρία βάσει της οποίας θα μπορούσαν να στηριχθούν άλλα θεωρήματα. Τέλος, η θεωρία αυτή κατά βάση στηρίζεται στην κερδοσκοπία.

Πιο συγκεκριμένα, το A.P.T. βασίζεται στον Νόμο της Μοναδικής Τιμής, ο οποίος υποστηρίζει ότι σε ισορροπία (*TEI Πατρών*):

- α.** δυο χρηματοοικονομικά αγαθά (πχ. μετοχές) τα οποία είναι ταυτόσημα δεν είναι δυνατό να πωλούνται σε διαφορετικές τιμές και
- β.** ένα χρηματοοικονομικό αγαθό δεν είναι δυνατό να πωλείται σε δυο διαφορετικές αγορές σε διαφορετικές τιμές.

Όσον αφορά την ανάλυση του, ως υπόδειγμα, έχει αρκετές ομοιότητες με το C.A.P.M., αλλά και πολύ σημαντικές διαφορές (*TEI Πατρών*). Αρχικά, η πιο σημαντική διαφορά του είναι ότι δεν στηρίζεται σε ακραίες παραδοχές για τις προτιμήσεις των επενδυτών. Ειδικότερα, η μοναδική του προϋπόθεση είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν υψηλότερα επίπεδα εισοδήματος.

Επιπλέον, το A.P.T. είναι ένα παραγοντικό μοντέλο, διότι έχει ως παραδοχή του ότι η απόδοση των μετοχών εξαρτάται από ορισμένους παράγοντες εκτός από την πορεία του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς (*TEI Πατρών*). Πιο συγκεκριμένα, τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι η μεταβολή στο Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα (ΑΕΠ), οι μεταβολές στα επιτόκια, το επίπεδο του πληθωρισμού κτλ.

Επιπλέον, στα παραγοντικά μοντέλα αντί να ονομάζεται κίνδυνος αγοράς, ονομάζεται παραγοντικός κίνδυνος και αντί ειδικός κίνδυνος, μη παραγοντικός κίνδυνος (*TEI Πατρών*). Ειδικότερα, παράγοντες κινδύνου για μια συγκεκριμένη απόδοση μπορεί να

είναι πάνω από ένας, οι οποίοι παράγοντες δεν είχαν αναφερθεί για αυτό θεωρήθηκε ως βάση διατύπωσης υποδειγμάτων.

Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται βάσει της παρακάτω σχέσης (TEI Πατρών):

$$E(R_1) = R_f + (\lambda_1 - R_f)\beta_{i1} + (\lambda_2 - R_f)\beta_{i2} + \dots + (\lambda_n - R_f)\beta_{in}$$

Όπου:

$\lambda_1, \lambda_2$ : η μοναδιαία απόδοση για δεδομένο κίνδυνο

$\beta_1, \beta_2$ : η ευαισθησία περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με τον κίνδυνο (για κάθε ένα παράγοντα κινδύνου)

$\lambda_1 - R_f$ : το ασφάλιστρο κινδύνου

Όλα τα υπόλοιπα, δηλαδή το  $(\lambda_2 - R_f)\beta_{i2}$ , είναι άλλες μορφές απόδοσης, που απαιτούνται για κάποιο κίνδυνο και οι οποίες προσδιορίζονται από άλλους παράγοντες (TEI Πατρών).

Τέλος, το 1986 ο Richard Roll, ο Stephen Ross και ο Nai-Fu Chen προσδιόρισαν τους ακόλουθους μακροοικονομικούς παράγοντες στην επεξήγηση των αποδόσεων των χρεογράφων (security returns):

- μη αναμενόμενη μεταβολή στον πληθωρισμό
- μη αναμενόμενη μεταβολή στα επιτόκια
- μη αναμενόμενη μεταβολή στο Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
- αιφνιδιαστικές μετατοπίσεις στην καμπύλη παραγωγής
- απρόβλεπτη μεταβολή στην εμπιστοσύνη των επενδυτών λόγω των αλλαγών στο ασφάλιστρο προεπιλογής (TEI Πατρών).

## 5.5 Η γραμμή αξιόγραφων (SML)

Ο βαθμός με τον οποίον συμμετέχει κάθε χρεόγραφο στο Χαρτοφυλάκιο (M) εξαρτάται από το βαθμό της συνδιακύμανσης της με το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς. Κατά συνέπεια, το μέτρο του κινδύνου κάθε χρεογράφου είναι η συνδιακύμανση της με το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς  $\sigma_{iM}$  (TEI Πατρών). Αυτή είναι μια γραμμική σχέση, η οποία ονομάζεται Γραμμή Αξιόγραφων (SecurityMarketLine) ή SML και παρουσιάζεται με την παρακάτω σχέση:

$$E(R_i) = R_f + (R_m - R_f)\beta_i + \sigma_e$$

Το  $\beta_i$  είναι ο συντελεστής βήτα ή απλώς βήτα (beta) για το χρεόγραφο  $i$  και είναι ένας εναλλακτικός τρόπος για να παρουσιαστεί η συνδιακύμανση του κινδύνου ενός χρεογράφου και το  $\sigma_e$ , δηλαδή το σφάλμα διαφοροποίησης (TEI Πατρών).

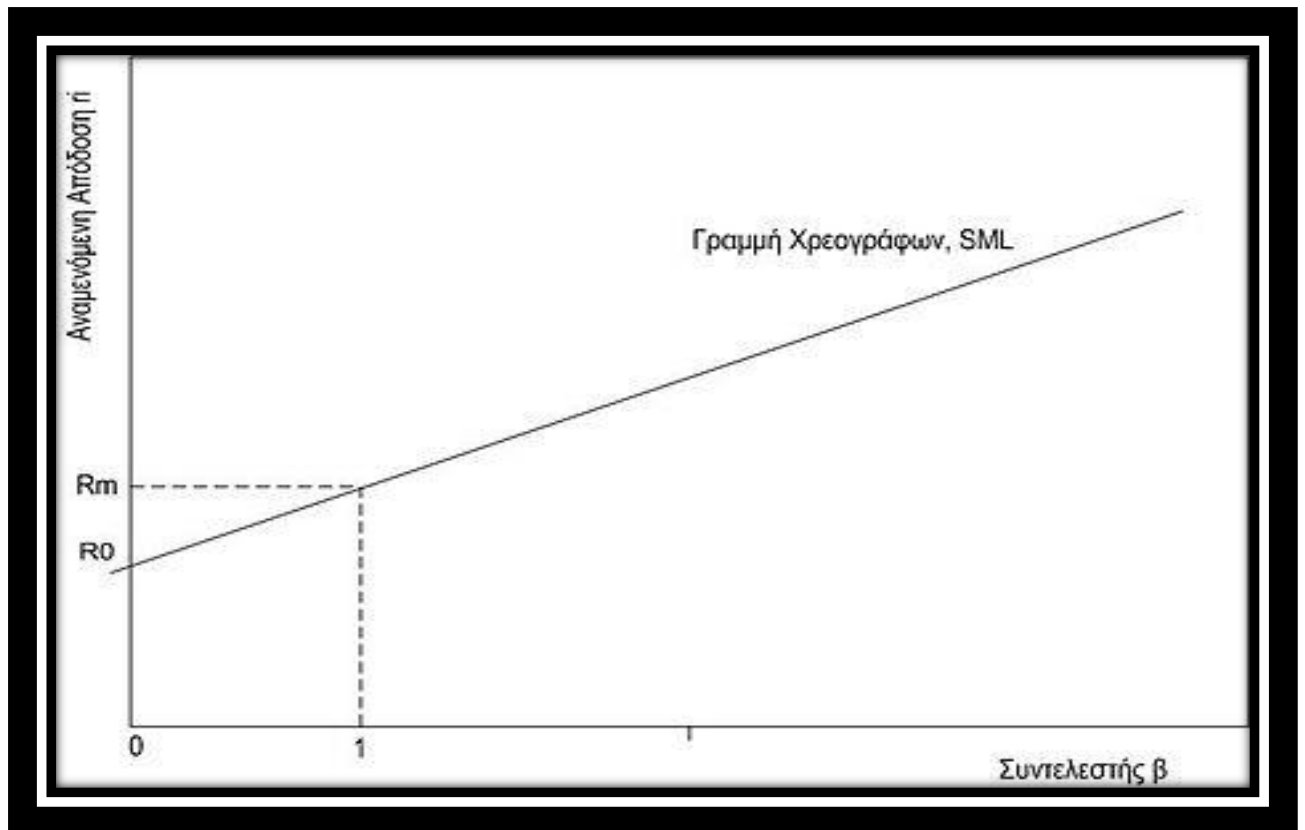
## 5.6 Ο συντελεστής βήτα

Ο συντελεστής βήτα αντιπροσωπεύει το συστηματικό κίνδυνο ενός χρεογράφου. Ο συνολικός κίνδυνος ενός χρεογράφου, δηλαδή η διακύμανση του χωρίζεται (TEI Πατρών):

- στον συστηματικό κίνδυνο (systematic risk)
- στον μη συστηματικό κίνδυνο (specific risk)

Από την σχέση της γραμμής αξιόγραφων (SML) παρατηρείτε ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός χρεογράφου συνδέεται γραμμικά με τον κίνδυνο του. Αυτό είναι λογικό, διότι ένας επενδυτής για να προτιμήσει χρεόγραφα με κίνδυνο, θα πρέπει να περιμένει κάποια πρόσθετη απόδοση από αυτή των χρεογράφων χωρίς κίνδυνο. Η επιπλέον απόδοση πάνω από την χωρίς κίνδυνο απόδοση ενός χρεογράφου προσδιορίζεται από το βήτα (TEI Πατρών).

Στο παρακάτω διάγραμμα το M αντιπροσωπεύει το βήτα της αγοράς και εξορισμού είναι ίσο με την μονάδα (TEI Πατρών).



*Διάγραμμα 2: Η σχέση του συντελεστή β με την αναμενόμενη απόδοση (γραμμή χρεογράφων SML)*

Σχετικά με τον υπολογισμό του συντελεστή β, αυτός πραγματοποιείται ως εξής (ΤΕΙ Πατρών):

Πιο συγκεκριμένα, από την σχέση:

$$b_p = \sum w_i b_i$$

Όπου:

$w_i$ : ο συντελεστής στάθμισης, και

$b_i$ : το βήτα κάθε χρεογράφου

Τέλος, ο συντελεστής στάθμισης υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση (ΤΕΙ Πατρών):

$$w_i = \frac{n_i p_i}{\sum n_i p_i} * 100,$$



Όπου:

$n$ = το πλήθος των τίτλων του χρεογράφου  $i$ , και

$p_i$ = η χρηματιστηριακή αξία

## 5.7 Το μοντέλο Fama-French

Το 1992, ο Gene Fama και ο Ken French, ανέπτυξαν το μοντέλο των τριών παραγόντων (Fama-French 3 factor model) ώστε να περιγράψουν την συμπεριφορά της αγοράς και τις κανονικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων (*TEI Πατρών*).

Επειδή στο CAPM χρησιμοποιείται μόνο ένας παράγοντας, δηλαδή ο βήτα, με σκοπό να συγκρίνουν τις υπερβολικές αποδόσεις της αγοράς συνολικά, άρχισαν την παρατήρηση δυο κατηγοριών μετοχών οι οποίες τείνουν προς το καλύτερο από την αγορά συνολικά (*TEI Πατρών*).

Πιο συγκεκριμένα, οι δυο κατηγορίες είναι οι εξής (*TEI Πατρών*):

- Small Caps
- Stock with a high book-to-market ratio (value stock)

Βάσει των δύο παραπάνω παραγόντες στο CAPM δημιουργήθηκε η παρακάτω σχέση για την καλύτερη αποτίμηση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου (*TEI Πατρών*).

Δηλαδή (*TEI Πατρών*):

$$E(R_t) = R_f + (H_{\text{beta}} - L_{\text{beta}})\beta_{\text{beta}} + (S_{\text{CAP}} - L_{\text{CAP}})\beta_{\text{SIZE}} + (L_{\text{PBV}} - H_{\text{PBV}})\beta_{\text{PBV}} + e$$

Όπου:

$H_{\text{beta}} - L_{\text{beta}}$ : η μεταβλητότητα με την απόδοση της αγοράς

$S_{\text{CAP}} - L_{\text{CAP}}$ : το μέγεθος του περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση στην αγορά

**LPBV-HPBV**: σε όρους τιμής διαλογιστικής αξίας

**e**: θετικό ή αρνητικό σφάλμα (*Fama&French, 1986*)

## 5.8 Το μοντέλο Carhart

Το 1997, ο Carhart M. πρόσθεσε ένα νέο παράγοντα, με σκοπό να βελτιώσει το μοντέλο Fama-French, σε σχέση με την βραχυχρόνια πρόβλεψη της απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, αυτός ο παράγοντας είναι η ορμή, δηλαδή η συνέχιση μιας τάσης. Κατά συνέπεια δημιούργησε την εξής σχέση (*TEI Πατρών*):

$$E(R_t) = R_f + (H_{\beta} - L_{\beta})\beta_{\beta} + (S_{CAP} - L_{CAP})\beta_{SIZE} + (L_{PBV} - H_{PBV})\beta_{PBV} + (H_{MOM} - L_{MOM}) + e$$

Όπου:

**H<sub>MOM</sub>-L<sub>MOM</sub>**: Η ορμή της απόδοσης 12 μηνών

## 5.9 Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH)

Η Υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH) εκφράστηκε αρχικά από τον Γάλλο μαθηματικό Louis Bachelier, στην διατριβή του " Η Θεωρία της Κερδοσκοπίας " το 1900 (*TEI Πατρών*). Πιο συγκεκριμένα, η εργασία του αγνοήθηκε μέχρι την δεκαετία του 1950, όταν ο Paul Samuelson είχε αρχίσει να κυκλοφορεί την εργασία του Bachelier ανάμεσα στους οικονομολόγους.

Κατά συνέπεια, δημιουργήθηκε ως προεξέχουσα θεωρία (*TEI Πατρών*). Επίσης, το 1965, ο Eugene Fama δημοσίευσε την ακαδημαϊκή του μελέτη υποστηρίζοντας το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random walk model). Το 1970 δημοσιεύθηκε μια αναθεώρηση της θεωρίας και των στοιχείων για την υπόθεση. Ειδικότερα, η μελέτη επέκτεινε και καθόρισε την θεωρία, περιλαμβάνοντας τους ορισμούς των τριών μορφών της Αποτελεσματικής Αγοράς.

Κατά συνέπεια, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 γίνεται ευρέως αποδεκτή η Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών (*TEI Πατρών*). Πιο συγκεκριμένα, μια αγορά θεωρείται αποτελεσματική, όταν οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε

αυτή αντιδρούν με ταχύτητα και ακρίβεια στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας και επομένως οι τρέχουσες τιμές τους ενσωματώνουν πλήρως όλη τη γνωστή πληροφόρηση.

Ειδικότερα, για να είναι μια αγορά αποτελεσματική θα πρέπει να ισχύουν οι εξής υποθέσεις (*TEI Πατρών*):

- θα πρέπει να υπάρχουν πολλοί επενδυτές που δραστηριοποιούνται στην αγορά και έχουν ως σκοπό την μεγιστοποίηση των κερδών τους
- η άντληση της πληροφορίας θα πρέπει να μην έχει κόστος και οι συμμετέχοντες στην αγορά να την λαμβάνουν περίπου την ίδια χρονική στιγμή
- η πληροφορία θα πρέπει να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο και οι διαφορές ειδήσεις να είναι διαχρονικές, καθώς και ανεξάρτητες η μια από την άλλη
- οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια στην νέα πληροφόρηση, προκαλώντας στις τιμές των χρεογράφων τις αντίστοιχες προσαρμογές. Επίσης, οι προσαρμογές στις τιμές πρέπει να είναι ατελείς, αλλά και αμερόληπτες.

Κατά τον Fama, Αποτελεσματική Αγορά είναι η αγορά της οποίας οι τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται στην αγορά, αντανακλούν ανά πάσα στιγμή και πλήρως με όλες τις πληροφορίες που σχετίζονται ή που θα έπρεπε να σχετίζονται με την τιμή του χρεογράφου(*TEI Πατρών*).

Επιπλέον, ο Fama διαβάθμισε την αποτελεσματική αγορά με βάση το πληροφοριακό σύνολο που ενσωματώνεται στις τιμές των χρεογράφων, σε τρεις μορφές (*TEI Πατρών*). Αυτές οι μορφές είναι οι παρακάτω:

- **Ασθενής Μορφή (WeakForm):** Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη τη πληροφόρηση που μπορεί να εξαχθεί από τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς (marketdata). Τα στοιχεία της αγοράς περιλαμβάνουν τις τιμές των μετοχών στο παρόν και στο παρελθόν, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών, το ύψος κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη και οποιαδήποτε άλλη πληροφορία

αναφέρεται στην αγορά. Κατά συνέπεια, εάν η υπόθεση είναι σωστή, τότε δεν θα υπάρχει επενδυτής, ο οποίος να μπορεί να προβλέψει τις μεταβολές των τιμών των μετοχών, βασιζόμενος σε πληροφόρηση που υπάρχει στα στοιχεία της αγοράς. Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας δεν υποθέτει ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων είναι ανεξάρτητες, αλλά ούτε ότι έχουν τις ίδιες κατανομές πιθανοτήτων διαχρονικά. Συνεπώς, μια συσχέτιση των αποδόσεων είναι πιθανή και επομένως παλαιές αποδόσεις μιας επένδυσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν στη πρόβλεψη των μελλοντικών της αποδόσεων.

- **Ημι-ισχυρής Μορφή (Semi-strongForm):** Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση. Πιο συγκεκριμένα, η δημοσιευμένη πληροφόρηση αποτελείται από τα στοιχεία της χρηματιστηριακής αγοράς και τις λοιπές δημοσιές πληροφορίες, δηλαδή τις ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, τους δείκτες τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), τις μερισματικές αποδόσεις, τις ανακοινώσεις διάσπασης μετοχών, την ανάπτυξη νέων προϊόντων, τις δυσκολίες χρηματοδότησης, τα οικονομικά νέα, τα πολιτικά νέα καθώς και άλλες παρεμφερείς πληροφορίες. Άρα, η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς περικλείει την ασθενή μορφή αποτελεσματικής αγοράς. Εάν ισχύει αυτή η υπόθεση, οι τιμές των χρεογράφων θα προσαρμόζονται με μεγάλη ταχύτητα μόλις ανακοινωθεί μια πληροφορία. Στη περίπτωση αυτή κανένας επενδυτής δεν είναι σε θέση να αποκομίσει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές (που αντιστοιχούν δηλαδή στο κίνδυνο που έχει αναλάβει), χρησιμοποιώντας πληροφορίες μετά την ανακοίνωσή τους. Αυτό αποδίδεται στο γεγονός ότι οι τιμές των χρεογράφων έχουν ήδη ενσωματώσει τις νέες αυτές πληροφορίες.
- **Ισχυρή Μορφή (StrongForm):** Η αγορά με τη μορφή αυτή υποθέτει ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν όλη την πληροφόρηση, είτε έχει δημοσιευθεί είτε δεν έχει δημοσιευθεί (δηλαδή ιδιωτική πληροφόρηση). Άρα, η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας περικλείει την ασθενή και την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας. Στη περίπτωση αυτή δεν υπάρχει κατηγορία επενδυτών που να έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις κανονικές με διαχρονική συνέπεια.

Γενικά, εάν μια αγορά είναι αποτελεσματική, θα πρέπει να παρουσιάζει τα παρακάτω χαρακτηριστικά στοιχεία (ΤΕΙ Πατρών):

- Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν άμεσα και πλήρως στην εμφάνιση κάθε νέας πληροφορίας που έχει σημασία στην τιμολόγηση τους.
- Οι μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων των τιμών των μετοχών από μια περίοδο στην άλλη συνδέονται μόνον με τις μεταβολές

α. στο επίπεδο του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο

β. στο επίπεδο του ασφάλιστρου κίνδυνου.

- Είναι αδύνατον να μπορέσουν να διαχωριστούν μεταξύ κερδοφόρων και μη κερδοφόρων επενδύσεων, μελλοντικά.
- Εάν χωριστούν οι επενδυτές σε αυτούς που γνωρίζουν και στους αδαείς, τότε θα ανακαλυφθεί ότι οι μέσες αποδόσεις των επενδύσεων τους δεν διαφέρουν μεταξύ τους. Με άλλα λόγια οι διαφορές στις αποδόσεις κάθε κατηγορίας και κάθε επενδύτη σε κάθε κατηγορία, είναι αποτέλεσμα καθαρής τύχης και όχι συστηματικές και σταθερές.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ: Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων**

### **6.1 Το χαρτοφυλάκιο ακινήτων**

Σε αυτό το σημείο είναι πολύ σημαντικό να δοθεί ένας ορισμός του χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα, χαρτοφυλάκιο είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχει ένας επενδυτής στην κατοχή του (*euretitorio*). Ο επενδυτής μπορεί να δραστηριοποιείται, είτε στον χρηματοοικονομικό κλάδο, είτε στον κλάδο των ακινήτων. Κατά συνέπεια, το χαρτοφυλάκιο ακινήτων, θα μπορούσε να οριστεί ως το σύνολο των ακινήτων που διαθέτει ένας επενδυτής. Η ακόμη καλύτερα, θα μπορούσε να οριστεί ως το σύνολο των ακινήτων, είτε είναι εμπορικά, είτε δεν είναι, τα οποία προορίζονται είτε για πώληση, είτε για ενοικίαση, έναντι συγκεκριμένου χρηματικού αντιτίμου.

Βέβαια, για να προσδιοριστεί η αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτου, πρέπει να γίνει η εκτίμηση του. Πιο συγκεκριμένα, ως εκτίμηση ακινήτου ορίζεται ως η διαδικασία του

προσδιορισμού της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου σε δεδομένη χρονική στιγμή, βάση συγκεκριμένης μεθοδολογίας αποτίμησης και για έναν συγκεκριμένο σκοπό (TEE). Με άλλα λόγια, με διαφορετικό τρόπο θα αποτιμηθεί ένα ακίνητο, το οποίο προορίζεται για πώληση, και αλλιώς το όταν προορίζεται για ενοικίαση. Παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν μεθοδολογία αποτίμησης είναι η περιογή στην οποία βρίσκεται το ακίνητο, η οικονομική κατάσταση της χώρας, η παλαιότητα, καθώς και η χρήση.

Η αξία της εκτίμησης των ακινήτων συνοψίζεται στα εξής στοιχεία (TEE). Πιο συγκεκριμένα:

- Για την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προς τους πελάτες, για τυχόν επενδυτικές κινήσεις.
- Με σκοπό την προσημείωση του ακινήτου για την άντληση κεφαλαίων.
- Για την επίλυση δικαστικών διαφορών.
- Για τον καθορισμό αποζημίωσης.
- Για την δημιουργία λογιστικών καταστάσεων και για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.
- Για ασφαλιστικούς σκοπούς.
- Για τις συγχωνεύσεις εταιρειών.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και οι επαγγελματικές κατηγορίες, οι οποίες ζητούν την εκτίμηση ακινήτων (TEE). Δηλαδή:

- Ιδιώτες – φυσικά πρόσωπα (για να προχωρήσουν σε τυχόν πώληση ή ενοικίαση, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων ή την δημιουργία πρόσθετου εισοδήματος).
- Επενδυτικοί οργανισμοί.
- Τραπεζικοί οργανισμοί (με σκοπό να γνωρίζουν ακριβώς την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων).
- Ιδιωτικές εταιρείες, εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων (για την ανάπτυξη επαγγελματικής δραστηριότητας).
- Δικηγόροι (για τυχόν πλειστηριασμούς).
- Εταιρείες ορκωτών ελεγκτών (για την δημιουργία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων).

Βάσει των παραπάνω στοιχείων, το ακίνητο αποτελεί από μόνο του μία μορφή επένδυσης, διότι είναι στην ουσία επενδυμένο χρήμα σε μία στατική μορφή (ΤΕΕ). Πιο συγκεκριμένα, τα διακριτά χαρακτηριστικά των ακινήτων ως μορφή επένδυσης είναι τα εξής:

- Η επένδυση στα ακίνητα είναι είτε μεσοπρόθεσμη είτε μακροπρόθεσμη επένδυση, σε σχέση με άλλες επενδύσεις οι οποίες μπορούν να αποφέρουν άμεσα κέρδη, όπως οι μετοχές,
- Κάθε ακίνητο που επενδύεται διαθέτει ορισμένα μοναδικά χαρακτηριστικά,
- Η συναλλαγή ενός ακινήτου απαιτεί χρόνο και χρήμα (δηλαδή τα κόστη μεταβίβασης),
- Δυστυχώς, τα κόστη μεταβίβασης στην Ελλάδα είναι ιδιαίτερα ακριβά,
- Βέβαια, το ακίνητο διαθέτουμε τίτλους, οι οποίοι απαιτούν νομικό έλεγχο πριν τη πράξη,
- Ένας άλλος ανασταλτικός παράγοντας, που αποτελεί εμπόδιο για την αγορά ακινήτων, είναι η υψηλή φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας (ΕΝΦΙΑ) στην Ελλάδα και που η οποία συχνά αποτελεί άμεση πηγή άντλησης εισοδήματος για τα κρατικά ταμεία,
- Δυστυχώς, η επένδυση φθείρεται (κτιριακά) με την πάροδο του χρόνου, δηλαδή χάνει σταδιακά την αξία της,
- Ωστόσο, η ορθολογική διαχείριση του χαρτοφυλακίου δύναται να δημιουργήσει υπεραξίες,
- Απαιτούνται περαιτέρω έξοδα, σχετικά με την συντήρηση της επένδυσης, ώστε να υπάρχει υπεραξία,
- Η αγορά ενός ακινήτου είναι μία ακριβή επένδυση,
- Η διαχείριση του επίσης αποτελεί μια πολύπλοκη και σύνθετη διαδικασία (π.χ. εμπορικό κέντρο, κτίριο γραφείων, ξενοδοχείο),
- Επίσης ένας παράγοντας που επηρεάζει την αγορά ακινήτων, είναι το γεγονός πως η αγορά δεν είναι τέλεια, με ελεύθερη και πλήρη πληροφόρηση,
- Εμπεριέχονται επενδυτικοί κίνδυνοι,
- Υπάρχει αντίσταση σε απότομες μεταβολές της οικονομίας, δηλαδή, η αγορά ακινήτων δύναται να αντέξει και σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες
- Το ακίνητο έχει τη δυνατότητα να προστατεύει το κεφάλαιο σε εποχές κρίσεων με έντονες πληθωριστικές τάσεις,

- Οι αποδόσεις των ακινήτων μεταβάλλονται με αργούς σχετικά ρυθμούς και συχνά είναι μεγαλύτερες από τις εναλλακτικές μορφές επενδύσεων. Βέβαια, η επένδυση σε κάθε τύπο ακινήτου αποδίδει διαφορετικά αλλά διαθέτει και διαφορετικά επίπεδα κινδύνου,
- Το ακίνητο δεν έχει τη δυνατότητα να ρευστοποιηθεί άμεσα εφόσον υπάρχει η ανάγκη άντλησης κεφαλαίων,
- Τέλος, δύναται να υποθηκευτεί για περαιτέρω άντληση κεφαλαίων.

### **6.1.1 Απόδοση και κίνδυνος του χαρτοφυλακίου των εμπορικών ακινήτων**

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναλυθεί ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου. Αρχικά, έχουμε δύο σημαντικές ομάδες κινδύνου. Η πρώτη ομάδα αφορά τον συστηματικό κίνδυνο (systematicrisk). Πιο συγκεκριμένα, περιλαμβάνονται οι κίνδυνοι, οι οποίοι προέρχονται από γεγονότα τα οποία οφείλονται σε γενικότερες συνθήκες της αγοράς, όπως είναι ο πληθωρισμός, η άνοδος ή η πτώση των επιτοκίων, κ.λπ. και κατά συνέπεια επηρεάζονται όλες οι επενδύσεις. Η πρόβλεψη τους είναι σπάνια με οποιοδήποτε τρόπο και λόγω της απώλειας διαχείρισής του συγκεκριμένου κινδύνου, υπάρχει και μειωμένος έλεγχος του, με αποτέλεσμα να μην δύναται να μειωθεί (*Παρασύρη και Μαυροειδής, 2014*).

Μία άλλη ομάδα κινδύνου, είναι ο μη συστηματικός κίνδυνος (non-systematicrisk) ή ειδικός κίνδυνος (specificrisk). Πιο συγκεκριμένα, στην παραπάνω ομάδα, ανήκουν κίνδυνοι, οι οποίοι πηγάζουν από το εσωτερικό περιβάλλον μίας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, γίνεται εύκολα αντιληπτό το γεγονός ότι γίνεται αναφορά σε κινδύνους οι οποίοι απορρέουν αποκλειστικά από την εταιρεία ή και από τον κλάδο δραστηριότητάς της και οι οποίοι δύναται να την επηρεάσουν είτε βραχυχρόνια είτε μακροχρόνια. Κατά συνέπεια, οι Μη Συστηματικοί Κίνδυνοι, είναι εφικτό να προβλεφθούν κάποιες φορές και να μειωθούν μέσα από διάφορες τεχνικές διαφοροποίησης του κινδύνου (RiskDiversification) και μέσω της χρήσης διαφόρων χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Επίσης, οι κίνδυνοι κατηγοριοποιούνται και ως προς τα είδη τους. Πιο συγκεκριμένα, ένα σημαντικό είδος κινδύνου χαρτοφυλακίου, αποτελεί ο πιστωτικός κίνδυνος (CreditRiskorDefaultRisk). Ειδικότερα, ο πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται ως ο πιο σημαντικός κίνδυνος των χαρτοφυλακίων και δύναται να οριστεί ως ο κίνδυνος



αδυναμίας πληρωμής μέρους ή ολόκληρης της οφειλής του πελάτη. Βέβαια, επίλυση του παραπάνω προβλήματος, μπορεί να είναι όταν οι εταιρείες βρίσκουν τρόπους για να ελέγχουν τους πελάτες τους, ώστε να τους αποδεικνύουν ότι έχουν πιστοληπτική ικανότητα (*eyretirio*).

Ένας άλλος σημαντικός κίνδυνος χαρτοφυλακίου είναι ο Κίνδυνος Ρευστότητας (LiquidityRisk). Ειδικότερα, ο Κίνδυνος Ρευστότητας αφορά την αβεβαιότητα ως προς την έγκαιρη ρευστοποίηση, ώστε να καλυφθούν οι ανάγκες οι οποίες ανακύπτουν. Για την εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των χαρτοφυλακίων, θα πρέπει να γίνεται προσεκτική και λεπτομερής διαχείριση των διαθεσίμων τους, με ταυτόχρονη παρακολούθησή τους από τη Διοίκηση, ώστε να γίνεται άμεσα διαθέσιμα τα ρευστά στοιχεία τους, όταν χρειαστεί (*eyretirio*).

Ο Κίνδυνος Επιτοκίων Επιτοκιακός Κίνδυνος, ορίζεται ως ο κάθε κίνδυνος, ο οποίος προκύπτει από την αλλαγή της αξίας μίας επένδυσης, εξαιτίας της μεταβολής των επιπέδων των επιτοκίων. Γίνεται σαφές ότι ο κίνδυνος αυτός, βρίσκεται κατά κύριο λόγο στο χρηματοοικονομικό κομμάτι μίας επένδυσης. Για την αντιμετώπιση ενός τέτοιου κινδύνου, θα πρέπει να ελεγχθούν και να αξιολογηθούν σε συνεχή βάση οι διαφοροποιήσεις των επιτοκίων (*eyretirio*).

Επίσης ο Κίνδυνος της Αγοράς (MarketRisk) είναι ένας σημαντικός κίνδυνος της αγοράς χαρτοφυλακίων και είναι αποτέλεσμα της μεταβολής των τιμών ενός προϊόντος σε μία αγορά (*eyretirio*).

Ένα άλλο είδος κινδύνου χαρτοφυλακίου είναι ο Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος (FinancialRisk). Πιο συγκεκριμένα, ο Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος συμπεριλαμβάνει τους κινδύνους εκείνους, οι οποίοι προέρχονται από εξωγενείς παράγοντες σε μία επένδυση με ξένα κεφάλαια. Ένα παράδειγμα χρηματοοικονομικού κινδύνου, αποτελεί, ο υπερβολικός δανεισμός, ο οποίος αυξάνει τον κίνδυνο της μη αποπληρωμής των υποχρεώσεων της επιχείρησης στο μέλλον (*eyretirio*).

Επιπλέον, υπάρχει και ο Κίνδυνος Πληθωρισμού (InflationRisk). Ειδικότερα, το συγκεκριμένο είδος κινδύνου προκαλεί φθορές στα προϊόντα του από το εσωτερικό της χώρας. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας του ότι όταν ο πληθωρισμός αυξάνεται σε μία

χώρα, τότε η αγοραστική δύναμη των πολιτών και των επιχειρήσεων της μειώνεται. Αυτός ο κίνδυνος έχει επιπτώσεις σε όλα τα προϊόντα μηδενός εξαιρουμένου (*eyretirio*).

Ο Συναλλαγματικός Κίνδυνος (Exchange Rate Risk) είναι μία άλλη εξίσου σημαντική κατηγορία κινδύνου. Πιο συγκεκριμένα, ο παραπάνω κίνδυνος είναι από τους πιο διάσημους και συχνούς που μία επιχείρηση είναι επιρρεπής. Και αυτό είναι αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης της επιχείρησης σε δύο διαφορετικά επιτόκια, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι αν υποχωρήσει το ξένο νόμισμα σε σχέση με το εγχώριο, αυτό που πουλάει θα χάσει το ποσοστό της απώλειας του (*eyretirio*).

Ο Πολιτικός Κίνδυνος (Political Risk) είναι ένας πολύ σημαντικός κίνδυνος της αγοράς χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα, ο Πολιτικός κίνδυνος αποτελεί τμήμα της νομοθετικής διαδικασίας και εξουσίας του κάθε κράτους. Συνεπώς, η επιχείρηση είναι άμεσα επηρεαζόμενη στις εκάστοτε αλλαγές, μεταβολές και εισροές διαφόρων νομοθετικών πεδίων οι οποίες αφορούν το συγκεκριμένο αντικείμενο που έχουν ως δραστηριότητα. Στον συγκεκριμένο κίνδυνο περιλαμβάνονται οι πιθανές αντιπαλότητες σε περιοχές και κρατικοποιήσεις – αποκρατικοποιήσεις εταιρειών και διαδικασιών (*eyretirio*).

Τέλος, μία άλλη σημαντική κατηγορία κινδύνου αποτελεί ο Συστημικός Κίνδυνος (Systemic Risk). Πιο συγκεκριμένα, ο συστημικός κίνδυνος αφορά τον κίνδυνο της κατάρρευσης ενός οικονομικού συστήματος. Και αυτό, διότι κάθε οικονομία έχει τον δικό της ξεχωριστό συστημικό κίνδυνο διότι είναι διαφορετική. Ωστόσο, εξαιτίας της παγκοσμιοποίησης, κάθε οικονομία συνδέεται με την άλλη. Κατά συνέπεια, μία κατάρρευση σε ένα σημείο, μπορεί να προκαλέσει καταστροφή και σε ένα άλλο σημείο διακριτό. Βέβαια, ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν είναι τόσο συχνός, αλλά όταν συμβεί τα αποτελέσματά του οδηγούν στην απόλυτη καταστροφή των κεφαλαίων που είναι επενδυμένα στη συγκεκριμένη αγορά (*eyretirio*).

## **6.2 Το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (MAPM)**

Μέσα από εμπειρικές μελέτες υπάρχουν και άλλοι παράγοντες εκτός από το δείκτη της αγοράς και οι οποίοι επιδρούν στην απόδοση ενός αξιόγραφου, βάσει των

ερευνών αρκετών μελετητών. Κατά συνέπεια, δημιουργήθηκε το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (MAPM). Αυτό, έχει την παρακάτω γενική μορφή (Χρονόπουλος, 2013). Δηλαδή:

$$R_i = a_i + b_{i1}I_1 + b_{i2}I_2 + \dots + b_{in}I_n + e_i,$$

Όπου:

**R<sub>i</sub>**: η απόδοση μιας μετοχής,

**a<sub>i</sub>, e<sub>i</sub>**: οι παράμετροι του υποδείγματος,

**b<sub>in</sub>**: ο συντελεστής, ο οποίος υπολογίζει πως το μέγεθος του δείκτη I<sub>n</sub> επηρεάζει την απόδοση της μετοχής I,

**I<sub>n</sub>**: ο δείκτης, ο οποίος επηρεάζει την απόδοση της μετοχής i.

Το υπόδειγμα ισχύει κάτω από τις εξής υποθέσεις. Πιο συγκεκριμένα:

- $E(C_i) = 0$ , για όλες τις μετοχές (δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση),
- Η συνδιακύμανση μεταξύ δεικτών j & k ισούται με μηδέν για όλους τους δείκτες, όπου  $j=1..n$ ,  $k=1..n$ ,
- Η συνδιακύμανση ανάμεσα στα κατάλοιπα της μετοχής i και του δείκτη j είναι μηδέν για όλες τις μετοχές και τους δείκτες,
- Η συνδιακύμανση ανάμεσα στα κατάλοιπα των μετοχών i & j ισούται με 0. Δηλαδή,  $E(c_i c_j) = 0$  για όλες τις μετοχές με  $i=1..n$  &  $j=1..n$ .

Επιπλέον, η τελευταία υπόθεση εκφράζει πως ο μοναδικός λόγος για τον οποίο οι αποδόσεις των μετοχών ποικίλουν μεταξύ τους είναι λόγω των κοινών συνδιακυμάνσεων με τους δείκτες που χρησιμοποιεί το μοντέλο (Χρονόπουλος, 2013).

### **6.3 Τεχνικές βέλτιστης διάρκειας ή διακοπής διακράτησης χαρτοφυλακίου ακινήτων**

Είναι γνωστό ότι τα ακίνητα, δεν δύναται να πωληθούν νωρίτερα από τον έναν χρόνο απόκτησής τους (*Τράπεζα της Ελλάδος*). Αυτό, ωστόσο έχει ως αποτέλεσμα την σταδιακή μείωση της αξίας του ακινήτου. Κατά συνέπεια, πρέπει να χρησιμοποιηθούν ορισμένες μέθοδοι, με σκοπό την εξασφάλιση της βέλτιστης διάρκειας. Αυτές θα αναλυθούν στις επόμενες δύο ενότητες.

#### **6.3.1 Βέλτιστη περίοδος διακράτησης, μέσω των παραδοσιακών ταμειακών ροών DCF (DynamicCashFlows)**

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, υπάρχουν 2 μέθοδοι για την βελτιστοποίηση της περιόδου διακράτησης (Φράγκος, 2013). Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη μέθοδος αφορά την κατάρτιση της κατάστασης των παραδοσιακών ταμειακών ροών. Ειδικότερα, πριν γίνει η ανάλυση της τεχνικής, πρέπει να δοθεί ένας ορισμός της Κατάστασης Ταμειακών Ροών. Αρχικά, όλα τα κονδύλια του Ενεργητικού όταν αυξάνονται δημιουργούν μια εκροή ενώ όταν μειώνονται δημιουργούν μια εισροή. Από την άλλη μεριά, στο παθητικό οι αυξήσεις σημαίνουν Εισροές και οι μειώσεις των κονδυλίων σημαίνουν Εκροές. Αυτό γίνεται προφανές βάσει του αντικατοπτρισμού της συναλλαγής στο ταμείο της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, όταν μια επιχείρηση θα αυξήσει ένα στοιχείο του ενεργητικού της θα πρέπει να καταβάλει χρήματα από το ταμείο για την αποπληρωμή του. Συνεπώς, η εισροή ενός στοιχείου του ενεργητικού συμβάλλει στην εκροή μετρητών. Αντίστοιχα αν η επιχείρηση αποφασίσει να ρευστοποιήσει ένα στοιχείο του ενεργητικού θα εισρεύσουν μετρητά στο ταμείο, δηλαδή θα γίνει η εκροή ενός στοιχείου ενεργητικού, οι οποίο θα σημάνει την ταυτόχρονη εισροή μετρητών. Επίσης, ο ίδιος συλλογισμός εξηγεί την μεταβολή των στοιχείων του παθητικού.

Όσον αφορά την αγορά ακινήτων, η κατάσταση των ταμειακών ροών αποτυπώνεται ως εξής:

<b>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	
<b>Εισροές</b>	<b>Εκροές</b>
Εισπράξεις από πωλήσεις παγίων	Πληρωμές για αγορές παγίων
Εισπράξεις από πωλήσεις συμμετοχών, χρεογράφων	Πληρωμές για αγορές συμμετοχών χρεογράφων & άλλων
Εισπράξεις χρεολυσίων χορηγηθέντων	Χορηγήσεις δανείων
Αποζημιώσεις ασφαλιστικών εταιρειών για καταστραφέντα πάγια	Πληρωμές τόκων
	Προκαταβολές για αγορές παγίων
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	
<b>Εισροές</b>	<b>Εκροές</b>
Εισπράξεις από εκδόσεις μετοχών	Πληρωμές για αγορές μετοχών της επιχείρησης
Εισπράξεις από τραπεζικά δάνεια	Πληρωμές χρεολυσίων τραπεζικών ή ομολογιακών δανείων
	Πληρωμές μερισμάτων

Βάσει λοιπόν της παραπάνω μεθόδου, δύναται να πραγματοποιηθεί η βέλτιστη περίοδος διακράτησης (*Φράγκος, 2013*).

### **6.3.2 Βέλτιστη περίοδος εκμετάλλευσης, όταν ο κίνδυνος ενσωματώνεται στην τελική τιμή**

Η βέλτιστη περίοδος εκμετάλλευσης προκύπτει, όταν ο κίνδυνος ενσωματώνεται στην τελική τιμή. Πιο συγκεκριμένα, προκειμένου ο επενδυτής να μην χάσει χρήματα από την υποχρεωτική περίοδο διακράτησης, αναγκάζεται να αυξήσει ελαφρώς την τιμή του ακινήτου. Και αυτό, γίνεται με σκοπό την απόσβεση των υλικών που χρησιμοποιήθηκαν για την δημιουργία του ακινήτου, καθώς και για την απόσβεση των λειτουργικών εξόδων. Βέβαια, πρέπει να γίνει προσεκτικά, ώστε να μην αυξηθεί υπερβολικά η τιμή του ακινήτου, και κατά συνέπεια δεν μπορεί να βρεθεί αγοραστής για αυτό (*TEE*).

## **Συμπεράσματα**

Βάσει της παραπάνω διατριβής, γίνεται σαφές πως η αγορά ακινήτων είναι μία αγορά υψηλού ενδιαφέροντος. Το ενδιαφέρον αυτό είναι κυρίως επενδυτικού χαρακτήρα. Κατά συνέπεια, αναλύθηκαν όλοι οι μέθοδοι αποτίμησης της αξίας του χαρτοφυλακίου του ακινήτου, ώστε να φανεί η αξία αυτής της επένδυσης. Βέβαια, η συγκεκριμένη αγορά έχει το μειονέκτημα της μείωσης της αγοραστικής αξίας.

Επίσης, η εν λόγω αγορά παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη στην Ευρώπη, εκτός από την Ελλάδα. Και αυτό, διότι στην Ελλάδα υπάρχουν σημαντικά οικονομικά προβλήματα, καθώς και οι έλεγχοι κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πράγμα που καθιστά αδύνατη την επένδυση χρημάτων από την πλευρά των Ελλήνων.

## **Βιβλιογραφία**

- Amu, F. and Millegard, M. (2009). *Markowitz portfolio theory*. Retrieved on <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.145.90&rep=rep1&type=pdf>
- Avadhani, M.A., (2011). *Investment management (eighth edition)*, Himalaya Publishing House
- Ball, M., (2006). *Markets and Institutions in Real Estate and Construction*, Blackwell Publishing
- Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν., (2009). *Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, εκδ. Rosili
- Bodie, Z., Kane, A, Marcus, A, (2014). *Επενδύσεις*, εκδ. Utopia
- Couch, C., Petschel-Held, G. and Leontidou, L., (2007). *Urban Sprawl in Europe: Landscape, Land-Use Change and Policy*, Blackwell Publishing
- Czapkiewicz, A. and Skalna, I., (2010). *The CAPM and Fama-French models in Poland*. Retrieved on [http://keii.ue.wroc.pl/przegląd/Rok%202010/Zeszyt%204/2010\\_57\\_4\\_128-141.pdf](http://keii.ue.wroc.pl/przegląd/Rok%202010/Zeszyt%204/2010_57_4_128-141.pdf)
- Devereux, M. and Schiantarelli, F., (1990). *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press
- Ελευθεριάδης, Ι.Μ. και Αγοραστός, Κ.Α., (2002). Η επιδραση της χρηματοοικονομικής μοχλευσης στην διαμορφωση του συνολικού επιχειρηματικού κινδύνου, «ΣΠΟΥΔΑΙ», 52(1-2), 125-135
- Evans, A.W., (2004). *Economics, Real Estate and the Supply of Land*, Blackwell Publishing
- Ευαγγελίου Ν., (2012). *Χρηματοδότηση μέσω Real Estate*, ΤΕΙ Κρήτης
- Ευρετήριο. Πηγή: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com), Πρόσβαση στις 25 Μαρτίου 2016
- Euro2day. Πηγή: [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), Πρόσβαση στις 9 Μαρτίου 2016
- Fabozzi, F.J. and Markowitz, H.M., (2002). *The Theory and Practice of Investment Management*, John Wiley and Sons, Inc.
- Fama, E.F. and French, K.R., (1986). *Common Factors in the Serial Correlation of Stock Returns*. Retrieved on <https://escholarship.org/uc/item/2jf8r7n7>
- Feagin, J.R. and Parker, R.E., (2002). *Building American Cities: The Urban Real Estate Game*, BeardBooks
- Financial Modeling Agency, (2005). *An introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAP-M, APT and Black-Litterman*, Financial Modeling Agency
- Francis, J.C. and Kim, D. (2013). *Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis, and New Developments*, John Wiley and Sons, Inc.
- Guerard, J.B. (Jr), (2010). *Handbook of Portfolio Construction: Contemporary Applications of Markowitz Technics*, Springer
- Hilbers, P.L.C. and Zacho, L., (2001). *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*, International Monetary Fund

- Ingersoll, J.E., (1987). *Theory of Financial Decision Making*, ROWMAN & LITTLEFIELD PUBLISHERS, INC.
- Markowitz, H.M., Todd, G.P. and Sharpe, W.F., (1987). *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets*, Frank J. Fabozzi Associates
- McDonald, J.F. and McMillen, D.P., (2011). *Urban Economics and Real Estate: Theory and Policy*, John Wiley and Sons, Inc.
- O.M.A.Σ.Ε.. Πηγή: [www.omase.gr](http://www.omase.gr). Πρόσβαση στις 4 Μαρτίου 2016
- Παρασύρη, Δ. και Μαυροειδής Π., (2014). *Δημιουργία χαρτοφυλακίου ακινήτων. Συμφέροσα ή μη επένδυση*, Τ.Ε.Ι. Κρήτης
- Pham, V.T.L. and Long, T., (2007). *Constructing Fama-French Factors from style indexes: Japanese evidence*. Retrieved on <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.564.8440&rep=rep1&type=pdf>
- Ratcliffe, J., Stubbs, M. and Shepherd, M, (2005). *Urban Planning and Real Estate Development*, Taylor and Francis e-Library
- RICS, (2012). *RICS Valuation – Professional Standards- Incorporating the International Valuation Standards*, RICS Publications
- Ross, S.A., (1972). Return, Risk and Arbitrage, *Risk and Return in Finance*, 1(1), `189-218
- Σαμπανιώτης Θ. και Χαρδούβελης, Γ., (2012). Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης, *Οικονομία και αγορές (EurobankResearch)*, 6(2), 1-19
- Τ.Ε.Ε., (2012). *Εισαγωγή στις εκτιμήσεις ακινήτων*, Τ.Ε.Ε.
- ΤΕΙ Πατρών, (2016). *Θεωρία Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου*, ΤΕΙ Πατρών
- Τράπεζα της Ελλάδος (ΤΤΕ). Πηγή: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr), πρόσβαση στις 9 Μαρτίου 2016
- Φιλίππας, Ν., (2010). *Αμοιβαία Κεφάλαια: Η Ελληνική Πραγματικότητα και οι Σύγχρονες Διεθνείς Εξελίξεις*, εκδ. ΦιλίππαςΝ.
- Φράγκος, Π., (2011). *Ανάλυση και Εφαρμογή των Ταμειακών Ροών με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και η επίδραση τους στις αποδόσεις των μετοχών*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- Χρονόπουλος, Π., (2013). «*Πως το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει την απόδοση της τιμής της μετοχής της*», Πανεπιστήμιο Πατρών
- Wang, T., (1999). *A Class of Dynamic Risk Measures*. Retrieved on <http://web.cenet.org.cn/upfile/57263.pdf>
- Wood, P., (2002). *Consultancy and Innovation: The Business Service Revolution in Europe*, Routledge