

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ: ΑΝΑΛΥΣΗ

ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.»

ΟΝΟΜ/ΜΟ: ΣΟΛΤΑΤΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
Α. Μ.: 0813Μ001
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

Τριμελής Επιτροπή:

- Κωνσταντίνος Λιάπης, Αναπληρωτής Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου
- Αντώνιος Ροβολής, Αναπληρωτής Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου
- Αναστάσιος Καραγάνης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2016

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική μελετά τα βασικά χαρακτηριστικά των Ανώνυμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) στην Ευρώπη. Η ανάλυση διαχωρίζεται σε δύο μέρη, θεωρητικό και τεχνικό. Στο πρώτο μέρος μελετάται το πλαίσιο λειτουργίας τους, ο ρόλος και η σημαντικότητα τους στην αγορά ακίνητης περιουσίας. Στο τεχνικό μέρος αναλύεται η κερδοφορία των ΑΕΕΑΠ βάσει των χρηματοοικονομικών τους δεικτών και μελετάται η επίδραση τους στην κερδοφορία τους.

Οι ΑΕΕΑΠ αποτελούν ένα σημαντικό επενδυτικό «όχημα» στην αγορά ακινήτων καθώς τα εργαλεία που προσφέρουν ως επενδυτικές οντότητες είναι ιδιαίτερα ελκυστικά στους διαχειριστές χαρτοφυλακίων και παρέχουν πρόσβαση σε ακίνητη περιουσία χωρίς να απαιτείται η καταβολή υψηλών επενδυτικών κεφαλαίων, καθώς διαθέτουν χαρακτηριστικά παρόμοια με αυτά των αγορών μετοχών. Ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ στην Ευρώπη αν και έχει αναπτυχθεί τις τελευταίες δεκαετίες έχει εξελιχθεί σημαντικά και οι ευρωπαϊκές ΑΕΕΑΠ κατέχουν σημαντικό ρόλο στην διεθνή αγορά ακίνητης περιουσίας, ο οποίος διευρύνεται συνεχώς.

Στην οικογένειά μου.

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη	2
Πίνακας Περιεχομένων	3
Λίστα Πινάκων	6
Λίστα Διαγραμμάτων	7
Συνομογραφίες	8
Εισαγωγή	9

Κεφάλαιο 1: Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ..... 11

1.1 Χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων.....	12
1.2 Η ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων.....	14
1.2.1 Η ευρωπαϊκή αγορά κατοικίας	15
1.2.2 Εμπορικά ακίνητα	17
1.2.3 Άμεσες Επενδύσεις σε Ακίνητα στην ευρωπαϊκή αγορά.....	20
1.3 Η Χρηματοοικονομική της αγοράς ακινήτων.....	23

Κεφάλαιο 2: ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ..... 25

2.1 Σκοπός και μέσα επένδυσης σε ακίνητα.....	26
2.2 Κατηγορίες έμμεσων επενδυτικών οχημάτων ..	27

Κεφάλαιο 3: REITs..... 31

3.1 Ο θεσμός των REITs.....	32
3.2 Ιστορική αναφορά.....	34
3.3 Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας.....	35
3.4 Κατηγοριοποίηση.....	36

3.5 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.....	37
3.6 Αποτίμηση μετοχών REITs.....	38
3.7 Η ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά REITs.....	41
3.8 Ο θεσμός των REITs στην Ελλάδα.....	44
Κεφάλαιο 4: ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	46
4.1 Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης.....	50
4.2 Δείκτες ρευστότητας.....	52
4.3 Δείκτες απόδοσης ή αποτελέσματος.....	54
4.4 Δείκτες δραστηριότητας.....	56
4.5 Δείκτες αγοραίας Αξίας ή αποτίμησης.....	58
4.6 Η οικονομική ευρωστία μίας επιχείρησης.....	59
4.6.1 Altman’s Z-score.....	60
4.6.2 Υπόδειγμα DuPont.....	63
4.6.3 Η μέθοδος CAPM.....	63
Κεφάλαιο 5: Τεχνική Ανάλυση.....	65
5.1 Ανάλυση Μακροοικονομικών δεικτών.....	66
5.2 Κριτική Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών.....	70
5.3 Ανάλυση Δεδομένων Panel.....	96
5.3.1 Θεωρητική Ανάλυση.....	96
5.3.2 Τεχνική ανάλυση δεδομένων Panel.....	99
Συμπεράσματα.....	106
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	109

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1	Συγκριτικός Πίνακας Εταιρειών και Οργανισμών Έμμεσων Επενδύσεων σε Ακίνητα
Πίνακας 2	Συγκριτικός πίνακας Θεσμικού Πλαισίου Λειτουργίας των REITs παγκοσμίως
Πίνακας 3	Επενδυτικός όγκος έμμεσων τοποθετήσεων ακίνητη περιουσίας/πλήθος REITs, 2012
Πίνακας 4	Το εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score.
Πίνακας 5	Κριτικές Τιμές εξειδικευμένου υποδείγματος Altman's Z-score.
Πίνακας 6	Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score.
Πίνακας 7	Κριτικές Τιμές γενικευμένου υποδείγματος Altman's Z-score.
Πίνακας 8	Μακροοικονομικά δεδομένα
Πίνακας 9	Λίστα χρηματοοικονομικών δεικτών
Πίνακας 10	Μέσος όρος "PROFIT" ανά έτος
Πίνακας 11	Μέσος όρος "DPS" ανά έτος
Πίνακας 12	Μέσος όρος "INTANG" ανά έτος
Πίνακας 13	Μέσος όρος "TANG" ανά έτος
Πίνακας 14	Μέσος όρος "LNSALES" ανά έτος
Πίνακας 15	Μέσος όρος "LNTA" ανά έτος
Πίνακας 16	Μέσος όρος "DEBTTL" ανά έτος
Πίνακας 17	Μέσος όρος "UNGEARED BETA" ανά έτος
Πίνακας 18	Μέσος όρος "ASSTURN" ανά έτος
Πίνακας 19	Μέσος όρος "SDEBT" ανά έτος
Πίνακας 20	Μέσος όρος "LDEBT" ανά έτος
Πίνακας 21	Μέσος όρος "COSTDEBT" ανά έτος
Πίνακας 22	Μέσος όρος "DEBTTD" ανά έτος
Πίνακας 23	Μέσος όρος "LNMVTA" ανά έτος
Πίνακας 24	Μέσος όρος "PTBV" ανά έτος
Πίνακας 25	Μέσος όρος "DIV_YIELD" ανά έτος
Πίνακας 26	Αποτελέσματα ανάλυσης σταθερών επιδράσεων
Πίνακας 27	Αποτελέσματα ανάλυσης τυχαίων επιδράσεων
Πίνακας 28	Αποτελέσματα ελέγχου HAUSSMAN
Πίνακας 29	Αποτελέσματα ανάλυσης μεθόδου SURE

ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1	Αποδέκτες Επενδυτικών Ροών, 2007
Διάγραμμα 2	Μεταβολές ΑΕΠ και Επιτοκίου Δεκαετούς Ομολόγου ανά έτος
Διάγραμμα 3	Δείκτης "PROFIT"
Διάγραμμα 4	Δείκτης "DPS"
Διάγραμμα 5	Δείκτης "INTANG"
Διάγραμμα 6	Δείκτης "TANG"
Διάγραμμα 7	Δείκτης "LNSALES"
Διάγραμμα 8	Δείκτης "LNNTA"
Διάγραμμα 9	Δείκτης "DEBTTL"
Διάγραμμα 10	Δείκτης "UNGEARED BETA"
Διάγραμμα 11	Δείκτης "ASSTURN"
Διάγραμμα 12	Δείκτης "SDEBT"
Διάγραμμα 13	Δείκτης "LDEBT"
Διάγραμμα 14	Δείκτης "COSTDEBT"
Διάγραμμα 15	Δείκτης "DEBTTD"
Διάγραμμα 16	Δείκτης "LNMVTA"
Διάγραμμα 17	Δείκτης "PTBV"
Διάγραμμα 18	Δείκτης "DIV_YIELD"

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ABS	Asset-Backed Securities
CAMP	Capital Assets Pricing Models
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
EPRA	European Public Real Estate Association
FEM	Fixed Effects Model
FFO	Funds From Operation
G-REITs	German Real Estate Investment Trusts
HK-REITs	Hong Kong Real Estate Investment Trusts
IPD	Investment Property Databank
IRR	Internal Rate of Investment
J-REITs	Japanese Real Estate Investment Trusts
LPT	Listed Property Trusts
MBS	Mortgage Baked Securities
NAV	Net Asset Value
OLS	Ordinary Least Squares
REIT	Real Estate Investment Trust
REM	Random Effects Model
RICS	Real Estate Investment Companies
ROA	Return on Assets
SPV	Special Purpose Vehicle
SURE	Seemingly Unrelated Regression Estimation
ΑΕΕΑΠ	Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία
ΑΕΕΧ	Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου
E.E.	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΟΧ	Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος
ΚΠΦΤ	Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία μελετά την ανάπτυξη και τον ρόλο των Ανώνυμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) ως επενδυτικό εργαλείο της αγοράς ακινήτων. Στόχος της εργασίας είναι η αναλυτική παρουσίαση του θεσμού των ΑΕΕΑΠ ως σύγχρονο εργαλείο πρόσβασης στην αγορά ακινήτων, η τεχνική εκτίμηση της απόδοσής τους και των οικονομικών μεγεθών που επηρεάζουν τη λειτουργία τους. Για την εκπόνηση της διπλωματικής χρησιμοποιήθηκαν ξενόγλωσσες και ελληνικές βιβλιογραφικές αναφορές και αρθρογραφία, καθώς επίσης και διαδικτυακές πηγές. Η τεχνική ανάλυση της μελέτης έγινε με τη χρήση των προγραμμάτων EXCEL, SPSS και EVIEWS.

Η αγορά ακίνητης περιουσίας αποτελεί καθοριστικό τμήμα μίας οικονομίας τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η γη αποτελεί έναν από τους βασικούς συντελεστές παραγωγής και επηρεάζει τον πλούτο των χωρών αλλά και των νοικοκυριών, καθώς επιδρά στις επενδύσεις, στην κατανάλωση, στο δανεισμό και στα εισοδήματα.

Η ανάλυση των αγορών ακινήτων αποτελεί σημαντικό μέρος της Αστικής και Περιφερειακής Ανάλυσης, καθώς αλληλεπιδρά με σημαντικούς τομείς της οικονομίας, οι οποίοι σχετίζονται τόσο με την ίδια τη φύση της γης όσο και με τη διαχείριση και αξιοποίησή της και οι οποίες επηρεάζουν την οικονομική μεγέθυνση.

Η διπλωματική εργασία χωρίζεται σε δύο βασικά μέρη. Το πρώτο μέρος περιέχει την θεωρητική ανάλυση για την αγορά ακινήτων και τις ΑΕΕΑΠ και το δεύτερο ανάλυση εμπειρικών στοιχείων επιχειρήσεων και αποτελέσματα σχετικά με τη λειτουργία τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων και αναλύεται η δομή της ευρωπαϊκής αγοράς. Τέλος, στο κεφάλαιο αυτό γίνεται αναφορά στη χρηματοοικονομική της αγοράς ακινήτων.

Στο δεύτερο κεφάλαιο μελετώνται οι έμμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και τα «οχήματα» έμμεσων επενδύσεων στην αγορά ακινήτων με συγκριτική ανάλυση των επενδυτικών χαρακτηριστικών τους.

Στο τρίτο κεφάλαιο, αναλύεται ο θεσμός των Real Estate Investment Trusts (ΑΕΕΑΠ). Γίνεται ιστορική αναδρομή του θεσμού και αναλυτική αναφορά του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας τους, της κατηγοριοποίησης τους, των ωφελειών που προσφέρουν στους επενδυτές και ποια είναι τα βασικά κριτήρια επιλογής επένδυσης σε ένα REIT. Τέλος, παρουσιάζεται η δομή της αγοράς των REITs σε διεθνές, ευρωπαϊκό και ελληνικό επίπεδο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται επισκόπηση της θεωρητικής ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών των επιχειρήσεων και των μοντέλων αποτίμησης της κερδοφορίας και ευρωστίας τους.

Το πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο περιλαμβάνει την τεχνική ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών 105 ευρωπαϊκών εταιρειών ΑΕΕΑΠ και αναλύεται η επίδραση αυτών των δεικτών στην οικονομική τους λειτουργία. Οι δείκτες που παρατίθενται στο κεφάλαιο υπολογίσθηκαν βάσει του μέσου όρου των επιδόσεων σε κάθε δείκτη των εταιρειών ανά χώρα, δηλαδή παρουσιάζονται ως μέσος όρος του κλάδου. Στην αρχή του κεφαλαίου παρατίθενται ως μακροοικονομικά στοιχεία των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι ΑΕΕΑΠ, το ΑΕΠ και το επιτόκιο του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, διότι το μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επίσης, παρατίθεται διαγραμματικά η ανά έτος εξέλιξη των συγκεκριμένων μακροοικονομικών δεικτών, η εξαγωγή του οποίου έγινε με την χρήση του προγράμματος SPSS. Τέλος, αναλύεται η επίδραση των μεταβολών των δεικτών στην μεταβλητή της κερδοφορίας με την χρήση του προγράμματος EVIEWS.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η αγορά ακινήτων θεωρείται ως μία ασφαλής επένδυση σημαντικής αξίας, καθώς η απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητα είναι διαχρονικά σταθερή. Σε σχέση με τις αγορές μετοχών και ομολόγων διαθέτει χαμηλό κίνδυνο και δεν επηρεάζεται από την πορεία τους (Hoesli & MacGregor, 2000). Τα ακίνητα αποτελούν ένα περιουσιακό στοιχείο, το οποίο χρησιμοποιείται συχνά από τους επενδυτές σε περιπτώσεις διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου μετοχών και ομολόγων τους.

Διαφέρει σημαντικά από τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, διότι τα ακίνητα αποτελούν περιουσιακά στοιχεία, τα οποία δεν μπορούν να μετακινηθούν και η αξία τους εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τοποθεσία. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους τα καθιστούν επένδυση μακροπρόθεσμης διάρκειας και χαμηλής ρευστότητας (Lindberg, 2002).

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση του επενδυτικού όγκου στην αγορά ακινήτων είτε σε άμεσες είτε σε έμμεσες επενδύσεις. Η ανάπτυξη νέων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων, έχει οδηγήσει πολλούς επενδυτές στο να στραφούν στην αγορά ακινήτων, η οποία διαθέτει μεγαλύτερη ισορροπία μεταξύ ρίσκου και απόδοσης σε σχέση με άλλες αγορές. Επίσης, η αγορά ακινήτων έχει «διεθνοποιηθεί» και συνεχώς αυξάνεται το ποσοστό των διασυνοριακών συναλλαγών. Αυτή η τάση οφείλεται στην ανάγκη διαφοροποίησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων αλλά και σε νομοθετικές ρυθμιστικές προσαρμογές που βοήθησαν την πραγματοποίηση συγκεκριμένων διασυνοριακών δραστηριοτήτων στην αγορά ακινήτων.

1.2 Τα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων.

Ετερογένεια και σταθερή τοποθεσία.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μία ετερογενή αγορά, καθώς κάθε ακίνητο είναι μοναδικό. Τα ακίνητα ποικίλουν ανάλογα με την τοποθεσία, χρήση, μέγεθος, ηλικία, κατασκευή και συντήρησή τους. Συνέπεια της ετερογένειας τους, σε αντίθεση με την αγορά μετοχών και ομολόγων, αποτελεί η αδυναμία

δύο επενδυτών να κατέχουν δύο ταυτόσημα περιουσιακά στοιχεία (Hoesli & MacGregor, 2000).

Η αγορά ακίνητης περιουσίας διαθέτει υψηλό βαθμό τμηματοποίησης καθώς τόσο η πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης προσδιορίζονται από την τοποθεσία και τον τύπο του ακινήτου (Geltner et al, 2010).

Η σημασία της τοποθεσίας στην αγορά ακινήτων πηγάζει από την αδυναμία μετακίνησης τους. Εξωγενείς παράγοντες της αγοράς ακινήτων, όπως η πρόσβαση σε υποδομές και η ποιότητα της περιοχής στην οποία βρίσκονται, επηρεάζουν σημαντικά την αξία τους. Ωστόσο, η σημασία της τοποθεσίας ποικίλει ανάλογα με την χρήση του κάθε ακινήτου.

Αξία κατά μονάδα.

Η μοναδιαία αξία απόκτησης ενός ακινήτου περιουσιακού στοιχείου είναι πολύ υψηλότερη από αυτή που ισχύει σε άλλες αγορές περιουσιακών στοιχείων, καθώς ακόμη και μία μικρή επένδυση σε ένα ακίνητο απαιτεί την καταβολή υψηλού χρηματικού ποσού. Ως αποτέλεσμα, η υψηλή αξία ενός ακινήτου, καθιστά αδύνατη την είσοδο μικρών επενδυτών στην αγορά και δύσκολο ακόμη και για σημαντικούς επενδυτές το να δημιουργήσουν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ακινήτων (Hoesli & MacGregor, 2000).

Δανεισμός.

Συνέπεια της υψηλής αξίας ενός ακινήτου είναι ότι ο δανεισμός καθίσταται σημαντικός για την απόκτησή του.

Η μακροπρόθεσμη φύση της ιδιοκτησίας.

Η ακίνητη περιουσία διαθέτει μεγάλη οικονομική διάρκεια ζωής και για τον λόγο αυτό θεωρείται μακροχρόνια επένδυση, καθώς η ίδια η φύση της γης, την καθιστά «άφθαρτη».

Μη ρευστότητα.

Η ακίνητη περιουσία είναι ένα μη άμεσα ρευστοποιήσιμο περιουσιακό στοιχείο και η πώλησή του είναι δαπανηρή και χρονοβόρα. Πολλοί λόγοι συμβάλλουν στην μη ρευστότητα τους, όπως το μέγεθος του περιουσιακού

στοιχείου, η μοναδικότητα του, η νομική περιπλοκότητα, η ανάγκη για φυσική έρευνα, η απουσία μίας αγοράς αγοραπωλησίας και οι δυσκολίες που υπάρχουν για την επίτευξη συμφωνίας όσον αφορά την τιμή (Hoesli & MacGregor, 2000).

1.2 Η ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων

Οι εταιρείες και «οργανισμοί» (Funds) ακίνητης περιουσίας έχουν αυξηθεί και έχουν στραφεί στην αναζήτηση γεωγραφικής διαφοροποίησης προκειμένου να επιτύχουν τους επενδυτικούς τους στόχους. Η αύξηση των διασυννοριακών λειτουργιών οφείλεται επίσης στην αύξηση της διαφάνειας στις αγορές ακινήτων, λόγω της εισόδου σε αυτή επαγγελματιών διαχειριστών, την δραστηριοποίηση εταιρειών υπηρεσιών και συμβούλων, οι οποίοι έχουν συμβάλει στη δημιουργία δεικτών και στη διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις αποδόσεις.

Αυτή η τάση διεθνοποίησης της αγοράς ακινήτων έχει επεκταθεί και στη ευρωπαϊκή αγορά, στην οποία πολλές εταιρείες λειτουργούν σε παραπάνω από μία χώρες και παρατηρείται αύξηση του βαθμού ομοιότητας των πρακτικών λειτουργίας (Suarez, 2009).

Η ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων σύμφωνα με τον Suarez αποτελείται από δύο μεγάλες «υποκατηγορίες», την Αγορά Κατοικίας και τα Εμπορικά Ακίνητα, τα οποία περιλαμβάνουν ποικίλα περιουσιακά στοιχεία. Τα ακίνητα με τη μεγαλύτερη συχνότητα και αξία συναλλαγών είναι τα γραφεία, τα καταστήματα και τα βιομηχανικά ακίνητα. Τα εμπορικά ακίνητα μαζί με τις κατοικίες που ενοικιάζονται αποτελούν τις επενδυτικές επιλογές των θεσμικών επενδυτών.

Αναλυτικότερα, η επένδυση σε κατοικία αποτελεί ένα σημαντικό μέρος των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών. Οι κατοικίες, συγκρινόμενες με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων αντιστοιχούν σε πολύ μεγάλο μέρος της συνολικής περιουσίας τους. Όταν η κατοικία ενοικιάζεται από ένα νοικοκυριό αποσπά ένα πολύ σημαντικό ποσοστό του εισοδήματός του. Επίσης, η αγορά κατοικίας έχει άμεσες επιδράσεις σε σημαντικούς τομείς της οικονομίας, όπως στον κατασκευαστικό τομέα και συνεπώς αποτελεί ένα σημαντικό μέρος της διαδικασίας ανάπτυξης. Η χρηματοδότηση κατοικιών έχει ειδικό βάρος στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των εταιρειών real estate.

Επιπλέον, υπάρχει η «επίδραση πλούτου», δηλαδή η κατανάλωση των νοικοκυριών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αξία της κατοικίας.

1.2.1 Η ευρωπαϊκή αγορά κατοικίας.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση υπάρχουν πάνω από 224 εκατομμύρια κατοικίες. Η σημασία της Αγοράς Κατοικίας τονίζεται όταν γίνει σύγκριση της αξίας των κατοικιών με άλλα περιουσιακά στοιχεία. Για παράδειγμα, στην Μεγάλη Βρετανία η επένδυση σε κατοικία είναι διπλάσια από την αξία κεφαλαιοποίησης των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο και αρκετά μεγαλύτερη σε αξία από την αξία των εμπορικών ακινήτων και το δημόσιο χρέος.

Η ζήτηση κατοικιών επηρεάζεται από:

- i. δημογραφικούς παράγοντες όπως τον πληθυσμό, την πυκνότητα πληθυσμού, τις προβολές εξέλιξης του πληθυσμού. Οι δημογραφικές προβολές για την Ευρώπη προβλέπουν μείωση του πληθυσμού κατά 2,7% έως το 2050 και αύξηση της γήρανσης του (Suarez, 2009).
- ii. χαρακτηριστικά των ευρωπαϊκών νοικοκυριών, τα οποία επηρεάζουν το μέγεθος και τον αριθμό των δωματίων των κατοικιών. Στην Ευρώπη υπάρχει η τάση μείωση των ατόμων ανά νοικοκυριό.
- iii. το απόθεμα κατοικιών. Γενικά παρατηρείται πολυπληθείς χώρες να έχουν μεγαλύτερο απόθεμα κατοικιών. Από το 1997 έως το 2006 ο αριθμός των κατοικιών στην Ευρώπη έχει αυξηθεί.
- iv. τις κενές κατοικίες.
- v. τύπους χρήσης: ιδιοκτησία και ενοίκιο
- vi. την παραγωγή νέων κατοικιών, η οποία υπολογίζεται από τον αριθμό των νέων οικοδομικών αδειών, τις ενάρξεις κατασκευής νέων κατοικιών και τις αποπερατωμένες κατοικίες σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Έως το 2006 στην Ευρώπη υπήρχε αύξηση του ποσοστού παραγωγής νέων κατοικιών. Από το 2006 σε πολλές χώρες παρατηρήθηκε μείωση της ζήτησης

κατοικίας, η οποία έγινε πιο έντονη το 2007. Η μείωση οφείλονταν πέρα από την πρόβλεψη πτωτικής τάσης της οικονομίας και στην αναταραχή στις χρηματαγορές, η οποία πυροδοτήθηκε από την αύξηση του ποσοστού αθέτησης των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ. Το αποτέλεσμα ήταν οικονομική συρρίκνωση, η οποία επηρέασε πολλούς τομείς τις οικονομίας αλλά κυρίως την αγορά ακινήτων. Η νέα αυτή κατάσταση οδήγησε σε ραγδαία μείωση της προσφοράς κατοικίας.

Οι συναλλαγές κατοικιών στην Ευρώπη έως το 2006 παρουσίασαν αύξηση στις περισσότερες χώρες. Ο μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών παρατηρήθηκε στην Μεγάλη Βρετανία και έπειτα στην Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία και Γερμανία. Σημαντικές αυξήσεις του ποσοστού συναλλαγών παρατηρήθηκαν στην Ιρλανδία, Εσθονία, Ιταλία, Μεγάλη Βρετανία, Σουηδία και Ισπανία. Ωστόσο, μείωση του ποσοστού συναλλαγών υπήρξε στη Γερμανία, Ολλανδία, Φινλανδία και Ουγγαρία.

Οι μεταβολές στις τιμές κατοικιών στην Ευρώπη, σύμφωνα με τα διαθέσιμα δεδομένα, είχαν αυξητική τάση έως το 2006. Η δεκαετία 1997-2006 ήταν μία περίοδος ισχυρής αύξησης των τιμών των κατοικιών. Οι μεγαλύτερη άνοδος παρατηρήθηκε στην Ιρλανδία και την Ισπανία. Μεγαλύτερες μεταβολές του ποσοστού αύξησης υπήρξαν στην Ισπανία, Ολλανδία, Σουηδία και Γαλλία, ενώ τα ποσοστά ήταν περισσότερο σταθερά στην Γερμανία και Ιρλανδία.

Η αύξηση των τιμών έως το 2006 στην Ευρώπη είναι εντυπωσιακή λόγω της έντασης, διάρκειας της και του γεγονότος πως οι τιμές αυξήθηκαν ταυτόχρονα σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες.

Στις αρχές του 2007 το ποσοστό αύξησης μειώθηκε σημαντικά. Οι μεγαλύτερες μειώσεις στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη σημειώθηκαν στην Λετονία και Λιθουανία και στην Δυτική Ευρώπη στην Δανία και Ιρλανδία, όπου το ποσοστό έγινε αρνητικό.

Τα συναλλακτικά κόστη περιλαμβάνουν φόρους, αμοιβές μεσιτών και νομικά έξοδα και έξοδα καταχώρησης. Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές, την υψηλότερη θέση συναλλακτικών εξόδων κατέχει το Βέλγιο και η Ιταλία, όπου οι φόροι μεταβίβασης περιουσίας έχουν σημαντικό βάρος, ενώ στη Γαλλία το

μεγαλύτερο ποσοστό των εξόδων καταλαμβάνουν οι μεσιτικές αμοιβές. Από την άλλη πλευρά η Δανία, Ισλανδία και Σλοβακία διαθέτουν χαμηλά συναλλακτικά κόστη.

Τέλος, οι πολιτικές στέγασης στις ευρωπαϊκές χώρες διαφέρουν πολύ μεταξύ τους. Γενικώς, η πολιτική στέγασης στη Δυτική και Νότια Ευρώπη χαρακτηρίζεται από τρία στάδια. Αρχικά, αυτό της αποκατάστασης αμέσως μετά το 1945 με στόχο την ανοικοδόμηση, υποστηρίχθηκε από υψηλή χρηματοδότηση των κυβερνήσεων με σκοπό την παροχή κοινωνικής κατοικίας. Στην συνέχεια, έως το 1970, στόχος ήταν η βελτίωση της ποιότητας των κατασκευών (αυξανόμενη ποικιλομορφία), φάση κατά την οποία οι εθνικές πολιτικές εμφανίζουν μεγαλύτερη απόκλιση. Τέλος, από το 1970 έως σήμερα, οι δημόσιες δαπάνες για πολιτικές στέγασης έχουν μειωθεί και έχει ενδυναμωθεί ο ρόλος της αγοράς.

Λόγω των πολιτικών στέγασης στην Ευρώπη υπήρξε αύξηση του ποσοστού ιδιοκατοίκησης. Γενικώς, υπάρχουν διαφορές στις πολιτικές, κάποιες χώρες δεν αφήνουν μόνο την λειτουργία της ελεύθερης αγοράς για την παροχή επαρκούς στέγασης για τους πολίτες και παρέχουν ευρείες πολιτικές στέγασης, όπως η Αυστρία, Δανία, την Μεγάλη Βρετανία κλπ.

1.2.2 Εμπορικά ακίνητα.

Από οικονομική άποψη, η αστική ακίνητη περιουσία ταξινομείται ως:

- **Ιδιόκτητες κατοικίες:** αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν αντικείμενα αγοραπωλησίας αλλά οι αγορές χαρακτηρίζονται από υψηλή ατομικότητα και χαμηλή διαφάνεια
- **Εμπορική ακίνητη περιουσία:** τα ακίνητα αυτά παρουσιάζουν μεγαλύτερη συχνότητα συναλλαγών κυρίως από εταιρείες ή άλλες επαγγελματικές οντότητες. Συνήθως έχουν καλά εδραιωμένες επενδυτικές και αγορές ενοικίασης.
- **Ειδικά περιουσιακά στοιχεία:** περιλαμβάνουν διάφορους τύπους, συνήθως στοιχεία με πολύ χαμηλά ή καθόλου έσοδα ιδιοκτησίας όπως εκκλησίες, δημόσια κτήρια κλπ

Τα εμπορικά ακίνητα περιλαμβάνουν πολύ διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Τα βασικά ακίνητα, σε όγκο και σε συχνότητα συναλλαγών είναι τα γραφεία, συγκροτήματα κατοικιών, ξενοδοχεία, καταστήματα κα.

Οι εμπορικές κατοικίες μαζί με τα σπίτια που ενοικιάζονται αποτελούν τις επενδυτικές προοπτικές των θεσμικών επενδυτών.

Το υπάρχον απόθεμα, το οποίο μετράται βάσει του εμβαδού και της επενδυτικής αξίας, μπορεί να εκτιμηθεί με τρεις τρόπους: ως το σύνολο του αποθέματος κατασκευασμένων και υπαρχόντων, ως το σύνολο των ακινήτων που είναι διαθέσιμα και έτοιμα να γίνουν αντικείμενα οικονομικών συναλλαγών, και είναι υποσύνολο των πρώτων και τέλος αυτά που είναι υποσύνολο των προηγούμενων, όλα τα ακίνητα που είναι στα χέρια επενδυτών, συνήθως ιδρυμάτων. Οι τελευταίες δύο κατηγορίες είναι σχετικές στην οικονομική μελέτη, και μπορεί να χαρακτηριστεί «δυνατόν να είναι αντικείμενο επένδυσης» και «επενδυμένο» απόθεμα αντίστοιχα.

Η Ευρώπη, ως το 2006 ήταν η ήπειρος με το δεύτερο μεγαλύτερο απόθεμα ακινήτων.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 ο επενδυτικός όγκος και οι τιμές στην ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων έχουν αυξηθεί σημαντικά. Πολλοί επενδυτές αύξησαν το βάρος του real estate στα χαρτοφυλάκια τους λόγω των θετικών αποδόσεων και της χαμηλής συσχέτισης με μετοχές και επενδύσεις σταθερής απόδοσης σε συνδυασμό με ενισχυμένη πρόσβαση στην αγορά.

Ένας από τους παράγοντες που συνεισέφεραν στην επέκταση της αγοράς ακινήτων ήταν η ανάπτυξη ιδιωτικών έμμεσων επενδυτικών «οχημάτων». Αυτό έδωσε στους επενδυτές πρόσβαση σε εξειδικευμένο management και σε νέες αγορές, ενώ επίσης τους προσέφερε την ευκαιρία να συμμετέχουν στην ανάπτυξη ενός μεγάλου real estate προγράμματος. Από το 2007 παρατηρήθηκε μείωση του επενδυτικού όγκου λόγω της μείωσης ρευστότητας που εξαιτίας της οικονομικής κρίσης το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Η γεωγραφική διαφοροποίηση των πολιτικών ανάπτυξης εταιρειών επίσης συνέβαλε στις διασυνοριακές συναλλαγές. Αυξήθηκε την περίοδο 2000-2006 και μειώθηκε από το 2007.

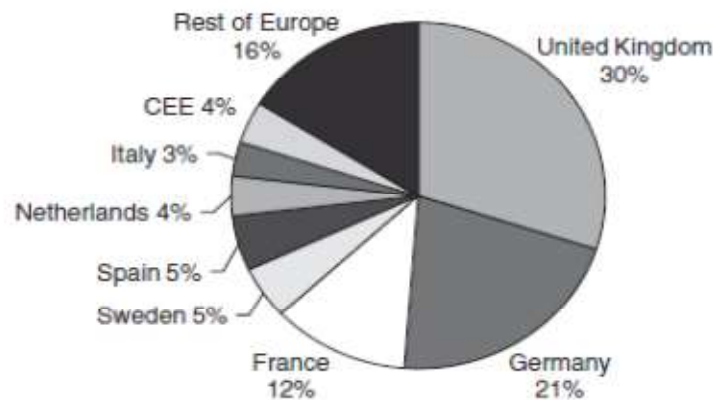
Διασυνοριακές συναλλαγές λαμβάνουν χώρα όταν η προέλευση των κεφαλαίων είναι διαφορετική από το μέρος που τα περιουσιακά στοιχεία

κατανέμονται. Στην περίπτωση της Ευρώπης, αυτό μπορεί να συμβεί είτε με κεφάλαια που προέρχονται από κάποια άλλη ήπειρο είτε μεταξύ χωρών μέσα στα ευρωπαϊκά σύνορα. Στη μία περίπτωση ονομάζονται διαπεριφερειακές και στην άλλη ενδοπεριφερειακές.

Το 2007 οι διαπεριφερειακές επενδύσεις ήταν υψηλές. Το μισό του επενδυτικού όγκου προέρχονταν από παγκόσμιες πηγές, οι οποίες αποδίδονται ως «οχήματα με πολυεθνική χρηματοδότηση». Εάν αφαιρεθούν οι εκροές από την Ευρώπη, παραμένει μία διαπεριφερειακή καθαρή επένδυση.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρατίθενται οι κύριοι αποδέκτες των επενδυτικών ροών για το έτος 2007:

Διάγραμμα 1



Πηγή: *European Real Estate Markets, 2006, Suarez.*

Τα γραφεία αποτελούν το βασικότερο επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο, λόγω του μεγέθους του τομέα και της ρευστότητάς τους. Το απόθεμα σε γραφεία, διαφέρει ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες ανάλογα με τη σημασία που έχουν στην κάθε οικονομία, την υπάρχουσα διαθεσιμότητα χώρου, τον αστικό σχεδιασμό και τη νομοθεσία της κάθε αγοράς. Υπάρχει η τάση αύξησης του χώρου γραφείων στις ευρωπαϊκές χώρες.

Επίσης, αυξητικές τάσεις είχαν σημειωθεί έως το 2007 για τα εμπορικά κέντρα και τα βιομηχανικά ακίνητα.

1.2.3 Άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία.

Ένας από τους παράγοντες αύξησης των επενδύσεων σε ακίνητα από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 ήταν οι πτώση των αποδόσεων των μετοχών, γεγονός το οποίο ώθησε πολλούς επενδυτές στο να στραφούν σε περιουσιακά στοιχεία ακίνητης περιουσίας ψάχνοντας υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, τα τελευταία χρόνια υπήρξε επαρκής πληροφόρηση για τις συναλλαγές σε περιουσιακά στοιχεία το οποίο έδωσε ώθηση στους επενδυτές και ενίσχυσε τη διαφάνεια. Αυτή η πληροφόρηση πήρε τη μορφή επενδυτικών αναφορών και αναφορών σχετικά με τις ενοικιάσεις από μεσίτες, διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και ενώσεις επιχειρήσεων και βοήθησε στη δημιουργία δεικτών αναφοράς στην αγορά ακίνητης περιουσίας.

Η απόδοση της ακίνητης περιουσίας αφορά στο πραγματικό επιτόκιο απόδοσης της κράτησης ακίνητων περιουσιακών στοιχείων.

Χαρακτηριστικό των άμεσων επενδύσεων είναι η χαμηλή ρευστότητα τους. Τα ακίνητα δεν αποτελούν ένα περιουσιακό αγαθό εύκολα ρευστοποιήσιμο στην αγορά όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Από την άλλη, τα ακίνητα δεν είναι τόσο ευμετάβλητα στις αποδόσεις όσο οι μετοχές (η υψηλή μεταβλητότητα των μετοχών είναι το «αντίτιμο» του υψηλού βαθμού ρευστοποίησης τους). Η μεταβλητότητα ενός περιουσιακού στοιχείου είναι χαμηλότερη αν αυτό αποτιμάται λιγότερο συχνά.

Επίσης, οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία εμπεριέχουν και το διαχειριστικό κόστος, το οποίο απαιτείται για τη λειτουργία του ακινήτου και τα τακτικά έξοδα που προκύπτουν από την ενοικίαση ή συντήρηση του. Συχνά, ένας επενδυτής ακίνητης περιουσίας πρέπει να προσλάβει εξειδικευμένο προσωπικό για να ανταποκριθεί στις ανάγκες διατήρησης ενός ακινήτου περιουσιακού στοιχείου.

Η άμεση επένδυση, επίσης, έχει και υψηλά συναλλακτικά κόστη, τόσο για τον αγοραστή όσο και για τον πωλητή, καθώς και υψηλά διοικητικά και διαχειριστικά κόστη, φορολόγηση και νομικά και μεσιτικά έξοδα σε περίπτωση

αλλαγής ιδιοκτήτη. Επίσης, τα ακίνητα είναι ετερογενή και δεν είναι εύκολο να γίνουν αντικείμενο συναλλαγών.

Η αγορά ακίνητων παρέχει τη δυνατότητα ευκαιριών για χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης λόγω της ικανότητάς της να παράγει εισόδημα και τη χαμηλή μεταβλητότητα τιμών. Αυτό επιτρέπει στους επενδυτές να έχουν υψηλότερες και συχνότερες αποδόσεις σε σχέση με άλλα περιουσιακά στοιχεία.

Τα οφέλη χρησιμοποίησης δανεισμού ενισχύονται από τον φόρο που εκπίπτει στο επιτόκιο αποπληρωμής των δανείων. Επίσης, προκύπτει έκπτωση φόρου λόγω της παλαιώσης.

Από το 2003 και παρά το γεγονός ότι οι περισσότερες συναλλαγές είναι ιδιωτικές, πολλοί οργανισμοί ανέπτυξαν δείκτες συγκριτικής αξιολόγησης και δείκτες για διαφορετικές ευρωπαϊκές αγορές συμβάλλοντας στη διαφάνεια, εμπιστοσύνη και σταδιακά στην αύξηση των επενδύσεων είτε εγχώρια, διεθνώς ή ενδοπεριφερειακά.

Ένας από τους πιο παλιούς δείκτες, οποίος δημιουργήθηκε το 1971 και καλύπτει είκοσι τρεις χώρες παγκοσμίως είναι ο Investment Property Databank (IPD).

- Προφίλ κινδύνου-απόδοσης των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία: πρόκειται για το άθροισμα της αύξησης κεφαλαίου και κερδών από τις αποδόσεις. Στην Ευρώπη, υπήρχαν καλές αποδόσεις στις περισσότερες χώρες, με μεγαλύτερες αυτές της Μεγάλης Βρετανίας, Ισπανίας και Νορβηγίας. Αυτές οι θετικές αποδόσεις αφορούν και στο τριετές και στο οκταετές ποσοστό απόδοσης. Μόνη εξαίρεση αποτέλεσε η Γερμανία, στην οποία παρουσιάστηκαν αρνητικές αποδόσεις (Suarez, 2006). Ο κίνδυνος μίας επένδυσης μετράται από την διακύμανση της τυπικής απόκλισης των αποδόσεών της. Η μεγαλύτερη διακύμανση αποδόσεων παρουσιάστηκε στην Σουηδία, Γαλλία, Η.Β. Για τη διάρκεια 1997-2006 τον καλύτερο συνδυασμό κινδύνου-αποδόσεων είχε η Πορτογαλία. Για εκτενέστερη μελέτη των αποδόσεων-κινδύνου των ευρωπαϊκών χωρών βλέπε Suarez, 2006.

- Μεταβλητότητα αποδόσεων εισοδήματος και αύξηση κεφαλαίου: στην Ευρώπη, όσον αφορά στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων ανά τομέα, τις υψηλότερες αποδόσεις είχαν τα εμπορικά ακίνητα, οι κατοικίες και τα βιομηχανικά ακίνητα. Αντίθετα, τα γραφεία παρουσίασαν μείωση των αποδόσεών τους και την υψηλότερη μεταβλητότητα. Στους υπόλοιπους τομείς, η μεταβλητότητα δεν είναι ομογενοποιημένη ανάμεσα στις χώρες.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η σχέση κινδύνου-απόδοσης ανά τομέα για τα έτη 2000-2006:

Διάγραμμα 2

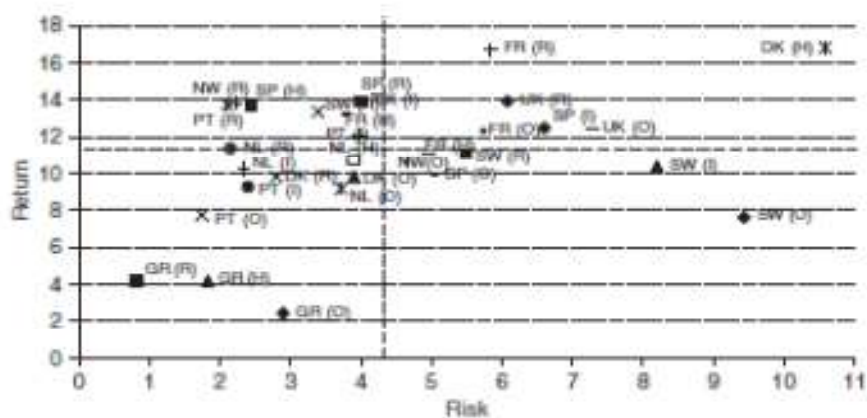


Figure 3.15 Risk and return of property investment, by sector, European countries, 2000-6 (geometric mean of annual returns and standard deviation; percentages)

Note: (R) retail; (H) residential; (I) industrial; (O) office; (DK) Denmark; (FR) France; (GR) Germany; (NL) Netherlands; (NW) Norway; (PT) Portugal; (SP) Spain; (SW) Sweden; (UK) United Kingdom.

Source: Investment Property Databank (IPD) (accessed June 2006).

Πηγή: Suarez, 2009

Όσον αφορά τη διεθνή διαφοροποίηση στην Ευρώπη, η οικονομική ολοκλήρωση και η υιοθέτηση του Ευρώ βοήθησαν την δημιουργία ενός δικτύου διεθνών λειτουργιών, τονώνοντας έτσι τις ενδοπεριφερειακές συναλλαγές. Οι διασυνοριακές επενδύσεις κυριάρχησαν σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη πλευρά, σε μικρότερες, πιο ώριμες αγορές οι εγχώριες επενδύσεις κυριάρχησαν, όπως στην περίπτωση της Νορβηγίας

και της Ιρλανδίας. Γενικά, υπάρχει χαμηλή συσχέτιση ανάμεσα στις εθνικές αγορές ακίνητης περιουσίας των ευρωπαϊκών χωρών (Suarez, 2006).

1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η χρηματοοικονομική των ακινήτων βασίζεται κυρίως σε δύο μέρη, στα δάνεια και υποθήκες και στις επενδύσεις.

Το σκέλος των δανείων και υποθηκών έχει αναπτυχθεί κυρίως από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω της τυποποίησης και πώλησης στεγαστικών δανείων, τα οποία βασίζονται σε χρεόγραφα, δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο νέες μορφές δανείων. Οι νέες αυτές μορφές δανείων καθιστούν δυνατή την απόκτηση ακίνητης περιουσίας ακόμη και από νοικοκυριά χαμηλού εισοδήματος. Στην συνέχεια διάφοροι οργανισμοί αγοράζουν τα συγκεκριμένα δάνεια και υπό προϋποθέσεις τα διαθέτουν σε ιδιώτες.

Το δεύτερο σκέλος αφορά σε επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η αξία των επενδύσεων μακροχρόνια, η οποία δεν επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού (Gyourko and Linneman, 1988).

Στους βασικότερους στόχους της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία περιλαμβάνεται η αύξηση του εισοδήματος (τρέχοντος και μελλοντικού), καθώς τα ακίνητα παράγουν χρηματικές εισροές μέσω των μισθωμάτων. Επίσης, είναι δυνατή η δημιουργία υπεραξίας, η οποία μπορεί να προέλθει από αύξηση της τιμής του ακινήτου κατά την πώληση. Επιπρόσθετα, σε επίπεδο εταιρειών η απόκτηση ακίνητης περιουσίας μπορεί να παρέχει φορολογικές απαλλαγές και να δημιουργεί ίδια κεφάλαια (NAREIT, 2005).

Παρά τα σημαντικά οικονομικά πλεονεκτήματα που παρέχουν οι επενδύσεις σε ακίνητα ενυπάρχουν και αντίστοιχοι κίνδυνοι. Ειδικότερα, αλλαγές στην προσφορά και ζήτηση προκαλούν διακυμάνσεις στις τιμές ιδιοκτησίας. Οι αλλαγές αυτές μπορεί να προέρχονται και από την δανειακή πολιτική των τραπεζών προς τους αγοραστές και κατασκευαστών των ακινήτων (Hofmann, 2001). Επίσης, στους κινδύνους επένδυσης

συμπεριλαμβάνονται ο διαχειριστικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αλλά και ο πολιτικός κίνδυνος λόγω ενδεχόμενων αλλαγών στην νομοθεσία που αφορούν την ακίνητη περιουσία (Imperiale, 2006).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2
ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η χρηματοοικονομική απορρύθμιση, η ολοκλήρωση των εθνικών κεφαλαιαγορών και οι περίοδοι οικονομικής σύγκλισης έχουν ενδυναμώσει την αλληλεξάρτηση στις διεθνείς αγορές μετοχών, η οποία συνεπάγεται τη μείωση των ωφελειών από τη διεθνή διαφοροποίηση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Ως αποτέλεσμα, οι διαχειριστές των funds έχουν προσανατολιστεί στην εύρεση επιπρόσθετων πηγών διαφοροποίησης και η αγορά ακινήτων έχει γίνει ένα από τα μεγαλύτερα εναλλακτικά επενδυτικά οχήματα (Liu et al, 2012).

Οι επενδυτές μπορούν να ωφεληθούν από τις αλλαγές στις τιμές της αγοράς ακινήτων με πολλαπλούς τρόπους. Έναν τρόπο αποτελεί η τοποθέτηση σε άμεσες επενδύσεις ακίνητης περιουσίας. Εναλλακτικά, μπορούν να τοποθετηθούν στην αγορά ακίνητης περιουσίας έμμεσα, μέσω της απόκτησης στοιχείων ενεργητικού σε οντότητες, οι οποίες επενδύουν στην αγορά ακινήτων. Αυτές οι οντότητες μπορεί να είναι είτε εταιρείες, οι οποίες επενδύουν σε στοιχεία ενεργητικού ακίνητης περιουσίας είτε επενδυτικοί οργανισμοί. Μπορούν να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ή όχι. Αν και οι δύο αυτοί τρόποι αποτελούν μέσα έκθεσης στην αγορά ακινήτων, τα διαφορετικά χαρακτηριστικά τους, όσον αφορά την ελκυστικότητα τους, είναι πιθανόν να οδηγήσουν στην προσέλκυση διαφορετικών τάξεων επενδυτών. (Liu et al, 2012).

2.1 Σκοπός και μέσα επένδυσης σε ακίνητα.

Σκοπός των έμμεσων επενδύσεων είναι η αύξηση του επενδυτικού όγκου στην αγορά ακινήτων, καθώς δημιουργούν μία πιο αποτελεσματική αγορά, η οποία ελκύει περισσότερους επενδυτές. Μέσω της τιτλοποίησης ακίνητων περιουσιακών στοιχείων, έχουν δημιουργηθεί εύκολα ρευστοποιήσιμα επενδυτικά εργαλεία. Τα τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία παρέχουν την δυνατότητα απόκτησης έμμεσων στοιχείων ιδιοκτησίας και αποτελούν παρόμοιο αντικείμενο συναλλαγών με τις μετοχές και τα ομολόγα. Ο επενδυτής δεν αποκτά άμεσα περιουσιακά στοιχεία, αλλά επενδύει σε περιουσιακά στοιχεία ενός οχήματος ειδικού σκοπού (Special Purpose

Vehicle-SPV)¹ και αποκτά έτσι δικαιώματα σε ταμειακές ροές περιουσιακών στοιχείων (Lindberg, 2002).

Η τιτλοποίηση ακίνητης περιουσίας πραγματοποιείται μέσω της έκδοσης πιστοποιητικών, τα οποία διασφαλίζονται από ταμειακές ροές διαφορετικών ειδών περιουσιακών στοιχείων, και ονομάζονται Asset-Backed Securities (ABS). Ουσιαστικά, οι τίτλοι αυτοί δημιουργούν μία δευτερογενή αγορά για τα περιουσιακά στοιχεία πάνω στα οποία βασίζονται.

Οι τίτλοι αυτοί αποτελούν δικαιώματα σε ακίνητη περιουσία ή υποθήκες όπως συμμετοχή σε μερίδια οργανισμών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ή διακράτησης ομόλογων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (Mortgage-Backed Securities, MBS). Σε ένα γενικό πλαίσιο, η δημιουργία υποθήκης πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια μιας συναλλαγής, όπου η μία πλευρά ενεχυριάζει ένα ακίνητο στην άλλη πλευρά ως εμπράγματη εξασφάλιση της υποχρέωσης (Brueggeman and Fisher, 2005). Κάθε επιλογή ενός από τους παραπάνω τίτλους έχει τα δικά της χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης και μπορεί ή όχι να ταιριάζει στους σκοπούς του εκάστοτε επενδυτή (Hines, 2001).

Οι έμμεσες επενδύσεις έχουν αρκετά πλεονεκτήματα έναντι των άμεσων επενδύσεων, τα οποία σχετίζονται με την κλίμακα, διαφοροποίηση, και επαγγελματική διαχείριση τους που βοηθά τους επενδυτές να επιλέξουν την κατάλληλη για αυτούς τοποθέτηση (Suarez, 2009). Ωστόσο, οι εισηγμένες εταιρείες επηρεάζονται από τις γενικές συνθήκες στις αγορές μετοχών σε συνδυασμό με τις συνθήκες που επικρατούν στα ίδια τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Επιπλέον, οι οργανισμοί ακίνητης περιουσίας είναι συνήθως αδιαφανείς στη λειτουργία τους.

2.2 Κατηγορίες έμμεσων επενδύσεων

Τα οχήματα έμμεσων επενδύσεων ακίνητης περιουσίας διαχωρίζονται στους Οργανισμούς ακίνητης περιουσίας και στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο Εταιρίες ακίνητης περιουσίας (Suarez, 2009). Με αυτά τα

¹ Αποτελούν οντότητες, οι οποίες δημιουργούνται για έναν συγκεκριμένο σκοπό, με περιορισμένη διάρκεια ζωής και για συγκεκριμένες δραστηριότητες. Μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, όπως αυτή της κοινοπραξίας, εταιρείας, οργανισμού κλπ.

οχήματα δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να παίρνουν θέση στην αγορά ακίνητης περιουσίας αλλά και να αποκτούν διαφορετικές δομές σε σχέση με τον δείκτη κινδύνου/απόδοσης, οι οποίες μπορεί να ποικίλουν ανάλογα με το σχήμα που χρησιμοποιείται.

Λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών που διαθέτει το κάθε επενδυτικό εργαλείο έμμεσων επενδύσεων εγείρεται το ερώτημα ποίο από τα δύο είναι καταλληλότερο να χρησιμοποιείται από τα νοικοκυριά και ποιο από τους θεσμικούς επενδυτές. Ωστόσο, η χρήση ή όχι του καθενός εξαρτάται από τους στόχους και τις προϋποθέσεις που θέτει ο ίδιος ο επενδυτής. Σε επίπεδο εξειδίκευσης, οι Οργανισμοί έχουν αναπτύξει ένα καλύτερο νομικό και φορολογικό πλαίσιο και έχουν προσαρμόσει τις επενδυτικές πολιτικές τους έτσι ώστε να ικανοποιούν τις ανάγκες διαφορετικών τμημάτων της επενδυτικής κοινότητας. Οι εταιρείες, από την άλλη πλευρά, έχουν επιτύχει την δυνατότητα υιοθέτησης του νομικού τύπου των REITs. Όταν γίνεται αναφορά στις κατηγορίες έμμεσων επενδύσεων οι εταιρείες χαρακτηρίζονται ως δημόσια οχήματα και οι Οργανισμοί ως ιδιωτικά. Οι εταιρείες συναλλάσσονται καθημερινά και αντανακλούν τις συνθήκες της αγοράς σχεδόν αμέσως, το οποίο συνεπάγεται πως επηρεάζονται άμεσα από τις αλλαγές στον κύκλο κάποιων τομέων της βιομηχανίας ακίνητης περιουσίας σε κάποιες χώρες.

Οι ευρωπαϊκοί οργανισμοί ακίνητης περιουσίας είναι επενδυτικοί θεσμοί μη μετοχικού χαρακτήρα. Οι αποταμιεύσεις που συλλέγονται από το κοινό κατατίθενται σε ένα ταμείο που χρησιμοποιείται ουσιαστικά για την αγορά ακίνητης περιουσίας, οι οποίες παραμένουν ως κεφάλαιο στο ταμείο με σκοπό να δημιουργήσουν αποδόσεις. Οι οργανισμοί αυτοί διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό ανάλογα με το είδος των επενδυτών στους οποίους στοχεύουν. Οι οργανισμοί που στοχεύουν κυρίως στο ευρύ κοινό, υπόκεινται σε έλεγχο από ένα κυβερνητικό σώμα και ταξινομούνται ως «εμπορικοί», ενώ αυτοί που στοχεύουν σε μία ελεγχόμενη ιδιωτικά ομάδα εταιρειών, οι οποίοι δεν υπόκεινται σε δημόσιο έλεγχο, ταξινομούνται ως «ιδιωτικοί», Suarez, (2009).

Οι ευρωπαϊκοί οργανισμοί κατηγοριοποιούνται ως ανοικτού ή κλειστού τύπου, όταν έχουν συγκεκριμένη διάρκεια ζωής και συγκεκριμένο επενδυτικό όγκο, ο οποίος δεν κυμαίνεται με το χρόνο. Αυτό σημαίνει πως αν ένας επενδυτής επιθυμεί να «αποσύρει» την επένδυσή του, πρέπει να το κάνει ο

ίδιος, καθώς το ταμείο δεν θα πουλήσει εκ μέρους του. Για αυτό το λόγο αυτοί οι οργανισμοί έχουν μία αρχική περίοδο συλλογής. Αυτού του είδους τα επενδυτικά οχήματα στοχεύουν σε θεσμικούς επενδυτές και η δραστηριότητα τους διέπεται από τους δικούς τους κανόνες. Συχνά επιλέγονται από επενδυτές που επιθυμούν να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο, καθώς δεν προσαρμόζονται εύκολα στην αποεπένδυση και επομένως απαιτούν δεσμευμένα κεφάλαια για συγκεκριμένη χρονική περίοδο προκειμένου να επιτευχθούν οι επενδυτικοί σκοποί τους (Suarez, 2009).

Από την άλλη πλευρά, οι οργανισμοί ανοικτού τύπου δεν έχουν περιορισμένη διάρκεια ζωής και είναι ανοικτοί σε νέες επενδύσεις, έτσι ώστε τα περιουσιακά τους στοιχεία να αυξάνουν ή/και μειώνονται με το χρόνο.

Τέλος, η ταξινόμηση βάσει του τρόπου διεξαγωγής των επενδύσεων διακρίνεται σε πυρηνικές (core), core-plus, προστιθέμενης αξίας και ευκαιρίας. Οι επενδύσεις σε core funds είναι επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και έχουν χαμηλά επίπεδα μόχλευσης. Τα core-plus funds επενδύουν σε μεσαίου κινδύνου περιουσιακά στοιχεία και έχουν συνήθως επίπεδα μόχλευσης της τάξης του 30% και 70% της ακαθάριστης αξίας του χαρτοφυλακίου τους. Η διαφορά μεταξύ των core και core-plus funds βρίσκεται στην επενδυτική στρατηγική τους, καθώς τα πρώτα στοχεύουν περισσότερο σε ανάπτυξη κεφαλαίου. Τα δύο αυτά είδη χρησιμοποιούνται περισσότερο από εμπορικά επενδυτικά funds (Suarez 2009). Τα funds προστιθέμενης αξίας αφορούν επενδύσεις σε ακίνητα μεσαίου έως υψηλού κινδύνου με επίπεδα μόχλευσης παρόμοια με αυτά των core-plus, τα οποία όμως παρέχουν δυνατότητες μίσθωσης, επανατοποθέτησης, ανακαίνισης, οι οποίες επιτρέπουν στον διαχειριστή να δημιουργήσει αξία για τον επενδυτή (JP MORGAN, 2010). Τέλος, τα opportunistic funds επενδύουν σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου και έχουν υψηλά επίπεδα μόχλευσης και δίνουν την ίδια έμφαση τόσο στην ανάπτυξη κεφαλαίου όσο και στις αποδόσεις Suarez (2009).

Όσον αφορά τη σύγκριση αποδόσεων ανάμεσα στα διάφορα επενδυτικά οχήματα έως το 2006, τα REITs κυριαρχούσαν έναντι των Οργανισμών ακίνητης περιουσίας και των άμεσων επενδύσεων. Ο δεύτερος πιο επικερδής τύπος επένδυσης (δηλαδή Οργανισμοί ακίνητης περιουσίας ή άμεσες επενδύσεις) ποικίλει από χώρα σε χώρα. Από το 2007 και μετά, ενώ

οι αποδόσεις των REITs εμφάνισαν πτώση, δεν εμφανίστηκε το ίδιο μέγεθος πτώσης και για τους δύο άλλους τύπους επενδύσεων (Suarez, 2009).

Στη σύγκριση μεταξύ των δύο οχημάτων έμμεσων επενδύσεων, λαμβάνονται υπόψη τα εξής χαρακτηριστικά, τα οποία συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 1

	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
REITs	Ελκύουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτών (λιανικοί και θεσμικοί)	Προβλήματα κεφαλαιοποίησης, αναπτύσσονται πιο αργά λόγω των πληρωμών μερισμάτων
	Μεγαλύτερη ρευστότητα, σταθερό εισόδημα από μερίσματα	Αυστηρές οδηγίες, οι οποίες μπορούν να εμποδίσουν πιθανές κερδοφόρες επενδύσεις σε άλλες αγορές μη σχετιζόμενες με την ακίνητη περιουσία
	Χαμηλά συναλλακτικά κόστη	Ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς, εισαγωγή σε αγορές μετοχών, έγκριση από θεσμικούς οργανισμούς
	Χαμηλότερα κόστη μόχλευσης, χαμηλότερη φορολογική πίεση	Περιορισμένη μόχλευση και επενδυτικές δραστηριότητες
	Οι αυστηρές οδηγίες μειώνουν τον επενδυτικό κίνδυνο	Ευάλωτες στις διακυμάνσεις της αγοράς μετοχών
	Αποτελούν ένα από τα σταθερότερα είδη εταιρειών στην αγορά	
Οργανισμοί	Κυρίως επικεντρώνονται σε λιανικούς ή θεσμικούς επενδυτές	Περιορισμοί σε επενδύσεις σε άλλους τομείς και περιορισμένες δραστηριότητες
	Λιγότερη έκθεση στον επενδυτικό κίνδυνο	Μη φορολογική διαφάνεια στις περισσότερες περιπτώσεις
	Κεφαλαιοποίηση του Οργανισμού	Έλλειψη πληροφόρησης και διαφάνειας
	Πρόσβαση σε ειδικούς τομείς και νέες αγορές	Έλλειψη ρευστότητας
	Πρόσβαση σε μόχλευση για τους θεσμικούς επενδυτές.	Μη αξιολόγηση και τεχνικές αποδόσεων-βαθμολόγηση επιδόσεων
		Υψηλές διαχειριστικές αμοιβές

Πηγή: Suarez, 2009

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

REITs

3.1 Ο θεσμός των REITs

Ένα REIT αποτελεί μία εταιρεία ακίνητης περιουσίας ή οργανισμό, ο οποίος έχει επιλέξει να λειτουργεί κάτω από συγκεκριμένες φορολογικές διατάξεις με σκοπό να γίνει ένα νομικό πρόσωπο μετακύλισης φόρου (αποφεύγοντας τη διπλή φορολόγηση), η οποία διανείμει στους μετόχους της σχεδόν όλα τα κέρδη της και τις αποδόσεις κεφαλαίων, οι οποίες παράγονται από τη διάθεση των περιουσιακών της στοιχείων (Li, 2008). Ένα REIT δεν πληρώνει φόρο επί των κερδών, αν διανείμει όλο το φορολογητέο εισόδημα ως μερίσματα, αλλά τα διανεμημένα κέρδη αντιπροσωπεύουν μερίσματα στους μετόχους και φορολογούνται ανάλογα.

Πριν την δημιουργία των REITs οι επενδυτές μπορούσαν να αποκτήσουν ακίνητα περιουσιακά στοιχεία μόνο από την αγορά ακινήτων (και όχι από την αγορά μετοχών). Με την δημιουργία τους, οι επενδυτές μπορούν να ανταλλάσσουν τίτλους ιδιοκτησίας στην αγορά μετοχών, καθώς τα REITs έχουν την μορφή εταιρείας ή οργανισμού (Chan et al, 2003).

Τα REITs αποτελούν ένα περιουσιακό «όχημα», το οποίο διαθέτει υψηλή ρευστότητα, δηλαδή μπορεί να διεξάγει συναλλαγές εύκολα και γρήγορα χωρίς να υποστεί μείωση στην αξία του. Από την άλλη πλευρά, οι συναλλαγές που αφορούν σε άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία παρουσιάζουν εξαιρετικά χαμηλή ρευστότητα, καθώς πρέπει να υπάρξουν οι κατάλληλες συνθήκες πώλησης και από την πλευρά του αγοραστή αλλά και του πωλητή, αλλά ακόμη και τότε η αξία δεν είναι δεδομένη. Αντίθετα, οι περισσότερες μετοχές, οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστηριακές αγορές διαθέτουν ρευστότητα. Τα REITs πραγματοποιούν επενδύσεις που σχετίζονται με ακίνητη περιουσία και απολαμβάνουν τα οφέλη της ρευστότητας μίας κοινής μετοχής (Block, 2006). Συγκρινόμενες με τις αποδόσεις των άμεσων επενδύσεων στην αγορά ακινήτων, οι έμμεσες επενδύσεις είναι πιο ευμετάβλητες, λιγότερο συνεπείς και γρήγορες στην εσωτερίκευση της αξίας της σχετικής πληροφορίας.

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που οδήγησαν στην ανάπτυξη των REITs. Αρχικά, οι παγκόσμιοι επενδυτές προτίμησαν να στραφούν σε επενδύσεις που προσέφεραν χαμηλότερο κίνδυνο και σταθερότερες

αποδόσεις, σε σχέση με τις χαμηλές αποδόσεις της αγοράς μετοχών. Στις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου, οι επενδυτικές αποδόσεις παρέμεναν σε χαμηλό επίπεδο, σε ένα περιβάλλον με γενικώς χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού και επιτοκίων (Li, 2008).

Η παγκόσμια ζήτηση αυτών των προϊόντων έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει οδηγήσει ένα σημαντικό μέρος της ακαδημαϊκής κοινότητας στη μελέτη των χαρακτηριστικών απόδοσης-κινδύνου των REITs. Από τις μελέτες αυτές προκύπτει πως οι τιλοποιημένες αποδόσεις της αγοράς ακινήτων εμφανίζουν χαμηλότερες συσχετίσεις ανάμεσα στις διεθνείς αγορές από άλλα στοιχεία περιουσιακών στοιχείων και παρέχουν σημαντικά οφέλη όσον αφορά το βαθμό διαφοροποίησης που προσφέρουν (Liu et al, 2012).

Τα REITs είναι ιδιαίτερα δημοφιλή στους διαχειριστές funds και τους επενδυτές λόγω της ρευστότητας, διαφάνειας και των πλεονεκτημάτων που παρέχουν όσον αφορά στα συναλλακτικά κόστη (όπως αυτά αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα). Τα REITs παρέχουν έκθεση στην αγορά ακινήτων με σημαντικά πλεονεκτήματα, αλλά παράλληλα αυξάνεται ο βαθμός ομοιότητας στα χαρακτηριστικά τους με άλλες κατηγορίες μετοχών εξαιτίας της συνεχόμενης διαδικασίας τιλοποίησης τους (Liu et al, 2012).

Η απόδοση των REITs σχετίζεται τόσο με την αγορά μετοχών όσο και με την εξέλιξη των ίδιων των αγορών ακίνητης περιουσίας. Η σύγκριση της αγοράς μετοχών με την αγορά ακινήτων τονίζει την ίδια τη φύση της αγοράς ακινήτων. Από το 1996 έως τις αρχές του 2000, οι επενδυτές προτιμούσαν πιο δυναμικούς κλάδους όπως οι νέες τεχνολογίες. Έπειτα από την χρηματιστηριακή κρίση του 2000 η αγορά ακίνητης περιουσίας λειτούργησε ως «ασφαλές καταφύγιο». Μετά την κρίση του 2007, οι δείκτες στην αγορά ακίνητης περιουσίας σημείωσαν πτώση σε πολύ μεγάλο βαθμό, καταγράφοντας αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης έπειτα από μία δεκαετία (Suarez, 2009).

Τα REITs σήμερα, εμπλέκονται στην ανάπτυξη, επανατοποθέτηση, διαχείριση και πώληση περιουσιακών στοιχείων. Αυτή η δυνατότητα εμπλοκής σε όλα τα στάδια του κύκλου ζωής ήταν ένα ζωτικό κομμάτι της επιτυχίας των REITs (Zhiliang Li, 2008). Τα REITs σήμερα έχουν καθιερωθεί παγκοσμίως

ως το κύριο επενδυτικό όχημα έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, τόσο για ιδιωτικούς όσο και για θεσμικούς επενδυτές.

3.1 Ιστορική αναφορά REITs

Ο θεσμός των REITs αρχικά εμφανίσθηκε στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1880 στις ΗΠΑ. Σε εκείνη την περίοδο, οι εταιρείες δεν φορολογούνταν αν το εισόδημα της εταιρείας διανέμονταν στους δικαιούχους. Το 1930, ωστόσο, με απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου απαιτούνταν όλα τα παθητικά επενδυτικά οχήματα, τα οποία διέθεταν κεντρική οργάνωση και η διαχείριση τους ήταν όμοια με αυτή των εταιρειών, να φορολογούνται σαν εταιρείες. Αυτό περιελάμβανε και τα REITs. Από αυτή την απόφαση επηρεάστηκαν επίσης επενδυτικές εταιρείες μετοχών και ομολόγων, οι οποίες γρήγορα διασφάλισαν ότι οι ρυθμιζόμενες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων και των αμοιβαίων κεφαλαίων, εξαιρούνταν από την ομοσπονδιακή φορολογία. Τα REITs δεν διέθεταν τέτοιο βαθμό οργάνωσης που να τους επιτρέπει να ασκήσουν πίεση για ίδια μεταχείριση και οι οργανισμοί δεν αναπτύχθηκαν ως σημαντικός νομικός τύπος για επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία (Li, 2008) .

Μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, ωστόσο, η ανάγκη για μεγάλα ποσά σε ίδια κεφάλαια ακίνητης περιουσίας και για κεφάλαια για υποθήκες επανέφεραν το ενδιαφέρον για πιο εκτεταμένη χρήση των REITs και ξεκίνησε μία προσπάθεια για να επιτύχουν ειδικές φορολογικές ρυθμίσεις, παρόμοιες με αυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το 1960, το Κογκρέσο ψήφισε την απαραίτητη νομοθεσία.

Ωστόσο, ήταν τις δεκαετίες 1980 και 1990, περίοδος που η αγορά των REITs άνθισε πραγματικά, καθώς έως τότε τα REITs ήταν παθητικά επενδυτικά χαρτοφυλάκια, τα οποία ουσιαστικά τα διαχειρίζονταν εξωτερικοί σύμβουλοι, οι οποίοι συχνά τα κρατούσαν εγκλωβισμένα. Μία σειρά νομοθετικών αλλαγών μεταξύ τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και τέλη του 1980, έκαναν δυνατή τη χρήση των REITs έως τη δεκαετία του 1990 για ανακεφαλαιοποίηση επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Αυτό το γεγονός οδήγησε στην άνοδο των REITs στις ΗΠΑ, ως ένα επενδυτικό όχημα στην αγορά ιδιοκτησίας και λειτουργίας των ακινήτων (Li, 2008).

3.2 Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των REITs.

Η εξαίρεση από την εταιρική φορολόγηση διευκολύνει τους μετόχους των REITs να αποφύγουν τη διπλή φορολόγηση του εταιρικού εισοδήματος, η οποία χαρακτηρίζει τις περισσότερες μετοχές. Για να είναι δυνατόν να διατηρήσουν αυτή την ευνοϊκή μεταχείριση, τα REITs υπόκεινται σε κάποιους μοναδικούς περιορισμούς στη λειτουργία και στις δραστηριότητές τους. Αυτοί οι περιορισμοί έχουν ουσιαστικά σχεδιασθεί για να διατηρήσουν τα REITs ως κάποιο είδος παθητικού επενδυτικού οχήματος. Οι ρυθμίσεις, επίσης, έχουν σχεδιασθεί για να διασφαλίσουν την δυνατότητα πρόσβασης και σε μικρούς ατομικούς επενδυτές σε επενδύσεις REITs. Οι περιορισμοί αυτοί συνοψίζονται ως εξής (Li, 2008):

- Ο κανόνας των πέντε-ή λιγότερο των πέντε ατόμων: ένα REIT δεν μπορεί να είναι μία κλειστή εταιρεία, δηλαδή δεν μπορούν πέντε ή λιγότερα άτομα να είναι ιδιοκτήτες περισσότερο από 50% των μετοχών του REIT.
- 75% ή περισσότερο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων του REIT πρέπει να αφορούν σε ακίνητη περιουσία, υποθήκες, μετρητά ή κρατικές ομολογίες και 75% ή παραπάνω του ετήσιου ακαθάριστου εισοδήματος του REIT πρέπει να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα από ιδιοκτησία ακίνητης περιουσίας (συμπεριλαμβανομένων υποθηκών, συνεργασιών).
- 90% ή περισσότερο από το ετήσιο φορολογητέο εισόδημα του REIT πρέπει να διανέμεται στους μετόχους ως μερίσματα κάθε χρόνο(με σκοπό να διατηρήσει το καθεστώς μη φορολόγησης)
- Οι πηγές των εισοδημάτων των REITs πρέπει να είναι κυρίως παθητικές πηγές, όπως ενοίκια και επιτόκια υποθηκών, ως παράγοντας διαφοροποίησης από την βραχυπρόθεσμη ανταλλαγή ή πώληση περιουσιακών στοιχείων. Δεν μπορούν να χρησιμοποιούν το φορολογικό καθεστώς τους για να προστατεύουν εισόδημα από την εταιρική φορολογία από μη σχετιζόμενες πηγές με την ακίνητη περιουσία. Ένα REIT υπόκειται σε φορολόγηση ποσοστού 100% στο καθαρό εισόδημά του από «απαγορευμένες συναλλαγές», όπως η

πώληση ή άλλη διάθεση σε ακίνητη περιουσία, της οποίας ο σκοπός απόκτησης είναι κυρίως η πώληση ή η διάθεση του ακινήτου στη συνήθη πορεία της συναλλαγής. Ωστόσο, αν το REIT πουλήσει περιουσία την οποία είχε διατηρήσει για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια και η συμψηφισμένη προσαρμοσμένη βάση της πωληθείσας περιουσίας δεν υπερβαίνει το 10% της συμψηφισμένης βάσης όλων των περιουσιακών στοιχείων του REIT από την αρχή του χρόνου, δεν θεωρείται πως πραγματοποιήθηκε απαγορευμένη συναλλαγή.

3.3 Κατηγοριοποίηση.

Τα REITs διαχωρίζονται στους εξής τρεις βασικούς τύπους: τα Equity trusts, τα Mortgage trusts και τα Hybrid trusts (Παράγωγα REITs). Αρχικά, τα Equity REITs (Μετοχικά REIT) ήταν πιο διαδεδομένα, αλλά αργότερα τα Mortgage REITs (Ενυπόθηκα REIT) έγιναν πιο σημαντικά. Τα τελευταία χρόνια τα Equity REITs αρχίζουν να αναπτύσσονται ξανά.

Τα Equity REITs προσφέρουν στους επενδυτές την ευκαιρία να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο διαχειρίζονται επαγγελματίες και να αποκτήσουν μετοχές κεφαλαίου (Equity shares), οι οποίες ανταλλάσσονται σε οργανωμένες συναλλαγές, παρέχοντας επιπλέον ρευστότητα από την ιδιοκτησία η οποία αποκτάται με άμεσο τρόπο (Li, 2008).

Η διαφορά μεταξύ περιουσιακών στοιχείων, τα οποία αποκτώνται μέσω των Equity REITs και των Mortgage REITs είναι προφανής. Τα πρώτα αποκτούν δικαιώματα σε ακίνητα, ενώ τα δεύτερα αγοράζουν ενυπόθηκες υποχρεώσεις και με αυτό τον τρόπο γίνονται πιστωτές με ενυπόθηκα βάρη (mortgage liens) δίνοντας προτεραιότητα στους μετόχους. Είναι ιδιοκτήτες ενυπόθηκων εγγράφων για τα οποία αποτελεί εγγύηση το σχετικό ακίνητο. Τα εισοδήματα που παράγονται από το ενυπόθηκο χρεόγραφο επηρεάζονται από το επιτόκιο της σημείωσης υποθήκης (mortgage note, την έκπτωση στην οποία αποκτάται η υποχρέωση και το ποσό των κεφαλαίων που εκκρεμούν για το δάνειο.

Με την πάροδο του χρόνου, έχουν αναπτυχθεί περισσότερο ετερογενείς πολιτικές, οι οποίες συνδυάζουν τα πλεονεκτήματα των δυο

τύπων προκειμένου να ταιριάζουν σε συγκεκριμένους επενδυτικούς σκοπούς. Τέτοιου είδους συνδυασμοί ονομάζονται Hybrid REITs.

3.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Πλεονεκτήματα: το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των REITs σε σχέση με άλλες τάξεις περιουσιακών στοιχείων (assets classes) είναι η φορολογική τους διαφάνεια, η αποδοτική φορολογικά φύση τους. Οι επενδυτές μπορούν να αποφύγουν τη διπλή φορολόγηση που αντιμετωπίζει κάθε επενδυτική εταιρεία ακινήτων, καθώς δεν θα αποδοθεί φόρος σε κέρδη από ενοικίαση ή κέρδη κεφαλαίων, τα οποία αποκτώνται εντός του REIT. Οι επενδυτές θα είναι υπόχρεοι σε απόδοση φόρου για εισόδημα που αποκτήθηκε ως μέρισμα (Li, 2008).

Τα REITs προσφέρουν ευνοϊκά χαρακτηριστικά χαρτοφυλακίου συμπεριλαμβανομένης της χαμηλής συσχέτισης με άλλα περιουσιακά στοιχεία, χαμηλή μεταβλητότητα και ανταγωνιστικά συνολικά κέρδη.

Γενικά, τα REITs είναι μετοχές low-beta², αλλά δεν είναι zero-beta περιουσιακά στοιχεία.

Επίσης, όσον αφορά στη δομή τους, έχει παρατηρηθεί πως σε αγορές που έχουν εισάγει τα REITs, οι προεξοφλήσεις (discounts) στην Καθαρή Αξία Ενεργητικού (NET ASSET VALUE, NAV) έχουν μειωθεί ουσιαστικά, μειώνοντας τον ετεροχρονισμό μεταξύ φορολόγησης και εκτίμησης των μετοχών.

Επιπλέον, τα REITs προσφέρουν με επωφελή και ασφαλή τρόπο σε ένα μέσο άτομο τη δυνατότητα επένδυσης σε ακίνητη περιουσία με ένα μέτριο ποσό χρημάτων, το οποίο θα επιστρέψει το ίδιο ποσοστό απόδοσης όσο και μία μεγαλύτερη επένδυση. Για έναν επενδυτή αυτή η δυνατότητα διάθεσης μεσαίων ποσών εξαλείφει την ανάγκη δανεισμού

² Ο συντελεστής beta είναι ένα μέσο μέτρησης της μεταβλητότητας μίας μετοχής σε σχέση με την αγορά. Εξ ορισμού, η αγορά έχει συντελεστή beta 1,0 και οι ατομικές μετοχές κατατάσσονται σύμφωνα με το πόσο αποκλίνουν από την αγορά. Μία μετοχή, η οποία μεταβάλλεται περισσότερο από την αγορά με το χρόνο έχει συντελεστή beta πάνω από 1,0. Αντίθετα, αν κινείται λιγότερο από την αγορά έχει συντελεστή beta κάτω από 1,0. Οι μετοχές υψηλού beta θεωρούνται πως εμπεριέχουν πιο αυξημένο κίνδυνο αλλά με δυνητικές υψηλότερες αποδόσεις, ενώ οι χαμηλού beta είναι λιγότερο εκτεθειμένες στον κίνδυνο αλλά οι αποδόσεις τους είναι χαμηλότερες. (investopedia, 02/07/2016)

κεφαλαίων και έκδοσης δανείων, και έτσι ελαχιστοποιεί τον προσωπικό κίνδυνο και τη χρήση μόχλευσης αν το εγχείρημα δεν αποφέρει τις επιθυμητές αποδόσεις. Τα REITs διευθύνονται από επαγγελματίες διαχειριστές ακίνητης περιουσίας δίνοντας τη δυνατότητα σε κάποιον, ο οποίος δεν διαθέτει άριστη γνώση της βιομηχανίας ακίνητης περιουσίας, να επενδύσει σε ιδιοκτησία με σκοπό το κέρδος (Li, 2008).

Μειονεκτήματα: Παρόλο που τα REITs διαθέτουν μακροπρόθεσμα πλεονεκτήματα υπόκεινται σε μεγάλους κινδύνους, συμπεριλαμβανομένης αυτή της ελκυστικότητας των εναλλακτικών επενδύσεων και κυρίως της συμπεριφοράς της υποκειμένης ακίνητης περιουσίας ως επένδυση μεγάλης απόδοσης. Κανονικά υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ των τιμών ενός REIT και των επιτοκίων. Όταν υπάρχει άνοδος των επιτοκίων, το κόστος αυξάνεται, το οποίο σε κάποιο χρόνο μπορεί να μειώσει την ανάπτυξη του REIT. Η αύξηση των επιτοκίων μπορεί επίσης να επιβραδύνει την οικονομία, το οποίο με τη σειρά του είναι πιθανόν να μειώσει την απόδοση για χώρο ενοικίασης και επηρεάζει τα αποτελέσματα του REIT. Επιπλέον, η άνοδος των επιτοκίων μπορεί να δημιουργήσει περαιτέρω προβλήματα στην αποτίμηση των μετοχών του REIT, όταν άλλοι επενδυτές γίνονται σχετικά πιο ελκυστικοί. Αν και θεωρούνται πιο σταθερά από άλλους τύπους επενδύσεων, τα REITs δεν είναι εντελώς διαφορετικά από αυτούς. Όταν υπάρξουν αλλαγές στην αγορά μετοχών και αυτή σημειώσει μεγάλη μείωση, οι μετοχές των REITs είναι πολύ πιθανόν να επηρεαστούν (Li, 2008).

3.5 Αποτίμηση μετοχών REITs.

Παραδοσιακά, η αποτίμηση μίας εταιρείας βασίζεται στην καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων της, όπως αυτά καταγράφονται στον ισολογισμό της. Ωστόσο, οι επενδυτές σήμερα δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στις αναπτυξιακές προοπτικές μιας εταιρείας. Επίσης, το «πνευματικό κεφάλαιο» και η «αξία δικαιόχρησης» θεωρούνται πιο σημαντικά στοιχεία από τα φυσικά περιουσιακά στοιχεία. Υπάρχει περίπτωση οι τιμές των περισσότερων μετοχών να μην βρίσκονται κοντά στην λογιστική αξία των

επιχειρήσεων (Block, 2002). Η λογιστική αξία δεν συνιστά ορθό τρόπο αποτίμησης των εταιρειών ακίνητης περιουσίας, καθώς τα ακίνητα δεν αποσβένονται απαραίτητα ετησίως με σταθερό ρυθμό, ενώ υπάρχει η τάση να αυξάνεται η αξία της γης με το χρόνο (Block, 2002).

Επειδή οι μετοχές των REITs αντιπροσωπεύουν τιτλοποιημένη ακίνητη περιουσία, η αποτίμηση τους διαφέρει από αυτή των μετοχών βιομηχανικών εταιρειών διότι τα REITs διαφέρουν στον βαθμό κινδύνου και τις αποδόσεις τους. Επιπλέον, οι επενδυτές επιθυμούν να γνωρίζουν σε ποιο βαθμό οι μετοχές των REITs ενσωματώνονται στην γενική αγορά μετοχών (Liu P, 2010).

Η αποτίμηση των εταιρειών ακίνητης περιουσίας γίνεται βάσει των κάτωθι κριτηρίων (Block, 2002):

❖ **Δείκτης Καθαρής Αξίας Ενεργητικού (Net Asset Value-NAV).**

Ο δείκτης υπολογίζεται εξετάζοντας τα περιουσιακά στοιχεία του REIT, καθορίζοντας και εφαρμόζοντας έναν κατάλληλο ρυθμό κεφαλαιοποίησης σε ομάδες στοιχείων της περιουσίας του και έπειτα αφαιρώντας τις υποχρεώσεις του, κάνοντας επίσης επιπλέον προσαρμογές. Οι προσαρμογές αυτές αφορούν στη χωριστή αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία δεν είναι ακόμη αποπερατωμένα και στην συνέχεια προστίθενται στα ανωτέρω. Επίσης, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η τρέχουσα αξία του χρέους του REIT. Τέλος, μετρώνται παράγοντες όπως η αξία δικαιόχρησης, η τομεακή και γεωγραφική δομή, η δύναμη του ισολογισμού η ρευστότητα των μετοχών, πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης του REIT και των μεγαλύτερων μετόχων .

Το καθαρό αποτέλεσμα, σύμφωνα με την παραπάνω μεθοδολογία, αποτελεί την τιμή, στην οποία οι μετοχές του REIT θα πρέπει να πωλούνται.

Ο παραπάνω δείκτης δεν παρέχεται από τις εταιρείες ως πληροφορία, καθώς τα REITs δεν αποτιμούν τα ίδια την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων και δεν βρίσκεται στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις.

❖ **Μοντέλο εσόδων λειτουργίας (Funds From Operation-FFO).**

Μερικοί επενδυτές απορρίπτουν τον δείκτη NAV, θεωρώντας πως η πραγματική αγοραία αξία ενός REIT δεν βασίζεται μόνο στα περιουσιακά του στοιχεία και πως αγνοεί την αξία του ως επιχείρηση. Σύμφωνα την μέθοδο FFO , όπως ορίστηκε από τον NAREIT το 1999 , τα έσοδα λειτουργίας καθορίζονται από τον υπολογισμό του καθαρού εισοδήματος του REIT ,μείον τα κέρδη ή ζημίες από πωλήσεις ιδιοκτησίας, συν τις αποσβέσεις και χρεολύσια.

Τα έσοδα λειτουργίας ενός REIT μπορούν να αυξηθούν εξωγενώς μέσω εξαγορών, επεκτάσεων και δημιουργίας βοηθητικών πηγών εσόδων και εσωτερικά μέσω των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων και πόρων του REIT.

Τα REITs αποτελούν ένα όχημα επενδύσεων, το οποίο σε αντίθεση με της μετοχές και τα ομόλογα, έχει την ικανότητα να αυξάνει τα έσοδα λειτουργίας του και τα μερίσματα που αποδίδει.

❖ **Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα (Net Operating Income-NOI) και Εσωτερικό Επιτόκιο Απόδοσης (Internal Rate of Investment-IRR).**

Το Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα χρησιμοποιείται για την μέτρηση των καθαρών μετρητών από τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία παράγουν εισόδημα. Ορίζεται ως το εισόδημα από ενοικιάσεις και άλλα εισοδήματα από την ακίνητη περιουσία μείον τα λειτουργικά έξοδα των ακινήτων.

Το Εσωτερικό Επιτόκιο Απόδοσης υπολογίζει τις αποδόσεις των επενδύσεων του REIT, δηλαδή το ποσοστό αποδόσεων που αναμένει ο επενδυτής από την επένδυση στην οποία συμμετέχει.

❖ **Έλεγχος εξόδων.**

Το χαμηλό επίπεδο εξόδων βοηθά την ανταγωνιστικότητα μίας επιχείρησης. Τα μεγαλύτερα REITs έχουν δημιουργήσει ένα αποτελεσματικό σε επίπεδο εξόδων σύστημα διαχείρισης, θέτοντας τα διαχειριστικά κόστη υπό αυστηρό έλεγχο.

❖ **Δείκτες μόχλευσης.**

Η ύπαρξη υψηλού βαθμού μόχλευσης συνεπάγεται αύξηση του ρίσκου διακράτησης περιουσιακών στοιχείων ακινήτων και συμμετοχής στο REIT. Το ύψος του χρέους ενός REIT επηρεάζει σημαντικά το πόσο ισχυρός μπορεί να θεωρηθεί ο ισολογισμός του, γεγονός που επηρεάζει την επέκτασή του. Σημαντικός παράγοντας της αξιοπιστίας λειτουργίας μίας επιχείρησης είναι η ύπαρξη ενός μεσαίου βαθμού επιπέδου μόχλευσης.

3.6 Η ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά REITS.

Στην Ευρώπη οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας λειτουργούν υπό τον νομικό τύπο ενός REIT. Το νομικό καθεστώς των REITs άρχισε να εμφανίζεται σταδιακά στην Ευρώπη. Κυρίως την τελευταία δεκαετία, οι ευρωπαϊκές χώρες έχουν προχωρήσει στην ψήφιση νομοθεσίας σχετικά με την λειτουργία τους.

Αρχικά, η εισαγωγή του νομικού τύπου των REITs στην Ολλανδία το 1969 διαμόρφωσε τις βάσεις λειτουργίας του ως επενδυτικό όχημα. Έπειτα και άλλες χώρες ακολούθησαν, όπως το Λουξεμβούργο το 1988, η Ισπανία και η Ιταλία το 1994, το Βέλγιο το 1995, η Γαλλία το 2003 (Schacht και Wimschulte, 2007). Το 2007 αποτελεί σημαντική καμπή στον θεσμό των REITs σε ευρωπαϊκό επίπεδο, λόγω της θεσμοθέτησης τους σε δυο μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες, την Μεγάλη Βρετανία και την Γερμανία (Μαρκάζος, 2009).

Στις ευρωπαϊκές χώρες υπήρξε σχετικά συχνή θεσμοθέτηση αλλαγών και τα νομοθετικά καθεστώτα λειτουργίας των REITs στον ευρωπαϊκό χώρο έχουν ομογενοποιηθεί και τα διάφορα συστήματα REITs έχουν εναρμονιστεί. Ωστόσο, παρατηρούνται κάποιες τεχνικές διαφορές, κυρίως λόγω ανησυχιών των εκάστοτε κυβερνήσεων για απώλειες της φορολογικής βάσης (EPRA, 2006).

Ο μεγαλύτερος επενδυτικός όγκος ανάμεσα στις ευρωπαϊκές Εταιρείες Ακίνητης Περιουσίας βρίσκεται στην Μεγάλη Βρετανία, τη Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και Ιταλία, με την Μεγάλη Βρετανία να κατέχει ποσοστά επενδυτικού όγκου πολύ υψηλότερα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες (Suarez, 2009).

Οι περισσότερες επενδύσεις των REITs στην ευρωπαϊκή αγορά μέχρι το 2006 αφορούσαν σε εμπορικά ακίνητα και έπειτα σε γραφεία. Επίσης, το επίπεδο μόχλευσης των δεκαπέντε μεγαλύτερων εταιρειών ανέρχεται σε 46,2% (Suarez, 2009).

Για τα ευρωπαϊκά REITs δεν υπάρχουν προς το παρόν εξειδικευμένοι δείκτες με στοιχεία αντίστοιχα των ΗΠΑ, λόγω του ότι αποτελούν σχετικά νέο θεσμό στην ευρωπαϊκή οικονομία. Οι πλησιέστεροι δείκτες είναι αυτοί του European Public Real Estate Association (EPRA) και περιλαμβάνουν τις κυριότερες εισηγμένες εταιρίες ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, από τις οποίες σημαντικό ποσοστό είναι REITs. Όπως και στην περίπτωση των REITs στις ΗΠΑ, οι αντίστοιχες μελέτες για τις ευρωπαϊκές εισηγμένες Real Estate εταιρίες δείχνουν καλύτερες σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις από αυτές του γενικού δείκτη των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων (Καρυτινός, 2009).

Ως επενδυτικό όχημα, τα REITs, έχουν σημειώσει εκθετική αύξηση τα τελευταία χρόνια παγκοσμίως. Εκτός από την έντονη παρουσία τους στην Βόρεια Αμερική (ΗΠΑ και Καναδάς), τα REITs διαθέτουν σημαντικό επενδυτικό όγκο στις ασιατικές αγορές και στην Αυστραλία. Ειδικότερα, στην Ασία, περίπου η οποία αποτελεί μία από τις ενεργητικές αγορές παγκοσμίως, η αγορά των REITs ξεκίνησε να λειτουργεί περίπου από τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας. Σημαντική θέση κατέχουν τα REITs της Ιαπωνίας, της Σιγκαπούρης και του Χονγκ-Κονγκ. Η Αυστραλία, αποτελεί την δεύτερη μεγαλύτερη και πιο ανεπτυγμένη αγορά REIT μετά τις ΗΠΑ (Li, 2008), καθώς οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας (Listed Property Trusts-LPT) νομοθετήθηκαν και λειτουργούν από το 1970.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι σημαντικότερες χώρες δραστηριοποίησης των REITs με τα βασικά σημεία που διέπουν την λειτουργία τους.

Πίνακας 2

Criteria	US	Australia	UK	France	Netherlands	Singapore	Japan	Hong Kong
Management	Internal & external	Internal & external	Internal & external	Internal & external	Internal	External	External	Internal & external
Property investment	75%+	Flexible	75%+	Flexible	100%	70%+	75%+	100%
Overseas investment	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Property development	Yes	Yes	Yes	Yes	Minimal	Max. 20% assets	Restricted	No
Gearing limit	No limit	No limit	1.25x interest cover test	No limit	60% total assets	35% total assets; 60% total assets if credit rating	No limit	45% total assets
Distribution percentage	> 90% taxable income	100% taxable income	> 90% of rental asset income	> 85% taxable income	100% fiscal earnings	>90% taxable income	> 90% taxable income	> 90% taxable income
Tax transparency	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No

Source: EPRA (2007a), UBS (2007)

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζεται ο επενδυτικός όγκος έμμεσων τοποθετήσεων σε ακίνητη περιουσία παγκοσμίως και το πλήθος των οργανισμών ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως για το 2012.

Πίνακας 2

	AUM(\$bn)	Number of funds
Global Real Estate	61.2	261
US Real Estate	123.4	148
Asian Real Estate	14.2	112
European Real Estate	13.1	85
Global REIT	34.1	78

Source: Conlita Capital

3.7 Ο θεσμός των REITs στην Ελλάδα.

Στην Ελλάδα τα REITs ονομάζονται Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και η λειτουργία τους διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21-31 του Ν 2778/1999, «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας-Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις», με μετέπειτα νομοθετικές τροποποιήσεις (Μαρκάζος, 2009).

Οι ΑΕΕΑΠ είναι ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, δικαιώματος αγοράς ακινήτου δια προσυμφώνου και μετοχών ακίνητης περιουσίας, κατά την έννοια των περιπτώσεων α'-γ' της παραγράφου 2, άρθρο 22 του Ν. 2778/1999 (Καραγάνης, Τσίγκα, 2012).

Ειδικότερα, το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των ΑΕΕΑΠ αναλύεται ως εξής (Καρυτινός, 2009) :

- ❖ Είναι Εταιρείες κλειστού τύπου με κύριο σκοπό τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και με ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου είναι 29,3 εκατ. ευρώ.
- ❖ Η Διαχείριση τους είναι εσωτερική ή εξωτερική κατ' αναλογία των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).
- ❖ Το μετοχικό κεφάλαιο σχηματίζεται με εισφορά κατά 80% τουλάχιστον μετρητών και ακινήτων (εμπορικών και βιομηχανικών).
- ❖ Εάν η αρχική εισφορά περιλαμβάνει μόνο μετρητά, θα πρέπει, προ της εισαγωγής στο χρηματιστήριο, να έχει επενδυθεί τουλάχιστον το 50% σε ακίνητα.
- ❖ Επιτρέπονται επενδύσεις σε ακίνητα σε χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ) χωρίς περιορισμούς και σε χώρες εκτός ΕΟΧ με όριο το 10% του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας.
- ❖ Επιτρέπεται η επένδυση σε κινητές αξίες μέχρι το 10% του ενεργητικού της ΑΕΕΑΠ. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1% του ενεργητικού και εάν η εταιρία έχει συμμετοχές, αυτές πρέπει να είναι σε τουλάχιστον έξι

διαφορετικούς εκδότες. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη.

- ❖ Επιτρέπεται η κατοχή τουλάχιστον του 90% των μετοχών ανώνυμης εταιρίας με μοναδικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων (SPVs), το σύνολο του πάγιου κεφαλαίου της οποίας είναι επενδεδυμένο σε ακίνητα που εμπίπτουν στις κατηγορίες ακινήτων στις οποίες μπορεί να επενδύσει μια ΑΕΕΑΠ.
- ❖ Επιτρέπεται η αποπεράτωση ή η επισκευή ακινήτων εφόσον το κόστος αποπεράτωσης τους δεν υπερβαίνει το 25% της τελικής εμπορικής αξίας μετά την ολοκλήρωση των έργων.
- ❖ Επιτρέπεται η σύναψη προσυμφώνων για την απόκτηση ακινήτων, υπό προϋποθέσεις
- ❖ Ο δανεισμός επιτρέπεται έως 50% του ενεργητικού τόσο για την απόκτηση όσο και για την αξιοποίηση ακινήτων.
- ❖ Επιτρέπεται η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) ακινήτων με συνολική αξία έως το 25% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας.
- ❖ Διανομή μερισμάτων συνολικού ύψους τουλάχιστον 35% των καθαρών κερδών ετησίως.
- ❖ Υποχρεωτική υποβολή αίτησης εισαγωγής των μετοχών της ΑΕΕΑΠ στο Χρηματιστήριο Αθηνών εντός ενός έτους από την απόκτηση άδειας ΑΕΕΑΠ.
- ❖ Απαλλάσσεται από όλους τους φόρους και εισφορές υπέρ τρίτων με κάποιες εξαιρέσεις.
- ❖ Μόνο 25% της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων μπορεί να επενδυθεί σε ένα και το αυτό ακίνητο.
- ❖ Το χαρτοφυλάκιο αποτιμάται κάθε 6 μήνες από το ΣΟΕ.
- ❖ Τα ακίνητα δεν μπορούν να πωληθούν νωρίτερα από ένα έτος από την ημερομηνία απόκτησής τους.

Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο έχει πολλά κοινά στοιχεία με τα αντίστοιχα διεθνώς και αναμφίβολα το πιο σημαντικό είναι το φορολογικό τους καθεστώς, ιδίως σε μια χώρα όπου οι φόροι που επιβαρύνουν τα ακίνητα είναι πολλοί και ιδιαίτερα επαχθείς. Στα θετικά, του ελληνικού θεσμικού πλαισίου συμπεριλαμβάνεται, επίσης, η ευελιξία στις επενδύσεις εκτός Ελλάδος (Καρυτινός, 2009).

Κεφάλαιο 4
ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΟΙΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ.

Σκοπός της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων είναι η απεικόνιση της τρέχουσας οικονομικής τους θέσης (Αρτίκης, 1999). Δηλαδή να προσδιοριστούν οι δυνάμεις και αδυναμίες της επιχείρησης και να ελεγχθεί η χρηματοοικονομική ισχύς της και το ποσοστό κερδοφορίας της σε σχέση με τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου, καθώς και κατά πόσο βελτιώνεται ή χειροτερεύει διαχρονικά η χρηματοοικονομική θέση της (Ευθύμογλου, 1999).

Βασικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελούν οι αριθμοδείκτες, οι οποίοι χρησιμοποιούνται προκειμένου να αξιολογηθεί και να συγκριθεί η επίδοση των επιχειρήσεων, καθώς παρέχουν την δυνατότητα να συνοψισθεί μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών δεδομένων. Αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τους αναλυτές για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής δομής, της ρευστότητας, της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων. Η λογική της χρήση τους βασίζεται στο γεγονός πως ενώ τα απόλυτα ποσά που επενδύονται στα διάφορα στοιχεία του ισολογισμού μπορεί να μεταβάλλονται, οι σχέσεις μεταξύ των διάφορων ομάδων περιουσιακών στοιχείων και στοιχείων του παθητικού θα πρέπει να παραμένουν περισσότερο ή λιγότερο σταθερές. Έτσι, σε περιπτώσεις αλλαγών στις σχέσεις αυτές, οι δείκτες παρέχουν στον αναλυτή την απαιτούμενη πληροφόρηση (Ευθύμογλου, 1999).

Οι σχέσεις αυτές αποτυπώνονται με την μορφή κλάσματος, στην οποία ο αριθμητής αποτελείται από το υπό εξέταση χρηματοοικονομικό μέγεθος και ο παρανομαστής από το μέγεθος, το οποίο είναι η βάση της σύγκρισης.

Η μελέτη των δεικτών γίνεται με τη χρήση των εξής χρηματοοικονομικών καταστάσεων: της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, του ισολογισμού, της κατάστασης μεταβολών χρηματοοικονομικής θέσης και της κατάστασης αποθεμάτων (Λιάπης, 2011).

Η ανάλυση μέσω αριθμοδεικτών έχει συγκριτική αξία, καθώς ως απόλυτα μεγέθη δεν παρέχουν καμία χρησιμότητα. Οι αριθμοδείκτες για να είναι δυνατόν να παρέχουν ολοκληρωμένη εικόνα και να γίνεται εξαγωγή ορθών συμπερασμάτων για την χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με τους εξής τρόπους (Ευθύμογλου, 1999):

- i. Μία χρονολογική σειρά ενός δείκτη της ίδιας επιχείρησης εξετάζεται για να διαπιστωθεί η αλλαγή της τάσης του (εσωτερική σύγκριση κριτηρίων). Αυτή η διαχρονική σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών παρέχει πληροφόρηση για την κατεύθυνση της μεταβολής της και δείχνει εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης βελτιώθηκε, χειροτέρευσε ή παρέμεινε σταθερή μέσα στο χρόνο. Ωστόσο, για να γίνει ορθή εξαγωγή συμπερασμάτων θα πρέπει η επιχείρηση να εφαρμόζει τις ίδιες αρχές και μεθόδους σύνταξης των οικονομικών της καταστάσεων.
- ii. Οι δείκτες μίας επιχείρησης συγκρίνονται με τον μέσο όρο των αντίστοιχων δεικτών για το σύνολο του κλάδου, στον οποίο υπάγεται η επιχείρηση. Οι δείκτες του κλάδου αποτελούν σημαντική βάση σύγκρισης, καθώς κάθε κλάδος διαθέτει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, τα οποία επηρεάζουν την χρηματοοικονομική διάρθρωση των επιχειρήσεων και τη δομή των αποτελεσμάτων.
- iii. Οι χρονολογικές σειρές των δεικτών μίας επιχείρησης συγκρίνονται με όμοιες χρονολογικές σειρές των κύριων ανταγωνιστριών της (εξωτερική σύγκριση κριτηρίων). Η σύγκριση μεταξύ των επιχειρήσεων δείχνει την σχετική χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Όπως και στην εσωτερική σύγκριση κριτηρίων για να είναι έγκυρη θα πρέπει οι επιχειρήσεις του κλάδου να χρησιμοποιούν τις ίδιες μεθόδους και αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων .

Επίσης, όταν για τα στοιχεία ενός αριθμοδείκτη χρησιμοποιούνται νομισματικές μονάδες του ίδιου περιόδου έτους, σημαίνει πως η αγοραστική δύναμη όλων των ποσών είναι η ίδια και συνεπώς το μέγεθος που εκφράζει ο αριθμοδείκτης ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και δεν επηρεάζεται από τον πληθωρισμό. Ωστόσο, όταν ο ένας όρος του κλάσματος εκφράζεται σε τιμές παρελθόντων στιγμών και ο άλλος σε τρέχουσες, τότε το μέγεθος που εκφράζει ο αριθμοδείκτης έχει αποκλίσεις, διότι δεν λήφθηκαν υπόψη οι πληθωριστικές πιέσεις που έχουν ασκηθεί επί το ποσό που εκφράζεται σε

παρελθοντικές τιμές. Επιπλέον, σε συνθήκες αυξανόμενου πληθωρισμού τα επιτόκια έχουν την τάση να αυξάνουν, το οποίο προκαλεί μείωση της αξίας των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της επιχείρησης. Έτσι, τα οικονομικά αποτελέσματα ποικίλουν από έτος σε έτος, ανάλογα με την μεταβολή του πληθωρισμού. Για τους λόγους αυτούς θα πρέπει να γίνεται αποπληθωρισμός των χρηματοοικονομικών μεγεθών (Νιάρχος, 1997).

Οι επενδυτές χρειάζονται αυτές τις πληροφορίες προκειμένου να εκτιμήσουν τις μελλοντικές χρηματικές ροές της επιχείρησης αλλά και τους κινδύνους που είναι δυνατόν να υπάρξουν από αυτές. Επίσης, οι διαχειριστές των εταιρειών θα πρέπει να έχουν πλήρη και σαφή εικόνα της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης προκειμένου να εντοπίσουν τις αδυναμίες της και να βελτιώνονται διαρκώς (Ευθύμογλου, 1999).

Η ανάλυση της αποδοτικότητας μίας επιχειρηματικής δράσης, μίας επένδυσης ή μίας επιχείρησης γίνεται σε τρεις περιοχές αποτελεσμάτων (Λιάπης, 2011):

1. Κερδοφορία (profitability)
2. Ρευστότητα (liquidity)
3. Φερεγγυότητα (solvency)

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες διακρίνονται στις εξής πέντε κατηγορίες:

- i. Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης.
- ii. Δείκτες ρευστότητας.
- iii. Δείκτες απόδοσης ή αποτελέσματος.
- iv. Δείκτες δραστηριότητας.
- v. Δείκτες αγοραίας αξίας ή αποτίμησης.

4.1 Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης.

Χρησιμοποιούνται ως εργαλεία μέτρησης του βαθμού χρηματοδότησης της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια. Παρέχουν την απαιτούμενη πληροφόρηση στους διοικούντες αλλά και στους δανειστές της επιχείρησης για την διαπίστωση του περιθωρίου ασφαλείας, το οποίο παρέχεται από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της. Αυτή η ομάδα δεικτών συνοψίζει την χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης (Ευθύμογλου, 1999).

Στην κατηγορία των αριθμοδεικτών φερεγγυότητας (solvency ratios) ή μακροπρόθεσμων στοιχείων ισολογισμού (long term balance sheet) ανήκουν οι κάτωθι δείκτες (Λιάπης, 2011):

Δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια

$$\text{Debt to Equity (DtE)} = \frac{\text{debt}}{\text{equity}} \quad \text{ή} \quad \text{DR} = \frac{\text{debt}}{\text{total assets}}$$

Επίσης, σημαντικό αριθμοδείκτη αποτελεί ο δείκτης, ο οποίος δείχνει πόσες φορές σε μία επιχείρηση κερδίζονται οι τόκοι (times interest earned), δίνοντας εναλλακτικά το πόσες φορές μπορεί να αυξηθεί ο δανεισμός μίας επιχείρησης και η επιχείρηση να είναι σε θέση να τον εξυπηρετήσει. Ο δείκτης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{TIE} = \frac{\text{income before interes and taxes} - \text{EBIT}}{\text{interest expenses}}$$

Αναλυτικότερα, σε αυτή την κατηγορία δεικτών περιλαμβάνονται οι εξής δείκτες:

i. Δείκτης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.

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

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των Ξένων Κεφαλαίων που αποτελούν τα Ίδια Κεφάλαια, δηλαδή εκφράζει την σχέση μεταξύ των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της εταιρείας και των ξένων κεφαλαίων. Όσο μικρότερο το ποσοστό του δείκτη σημαίνει πως οι μέτοχοι συμμετέχουν με λιγότερα κεφάλαια από ό, τι οι πιστωτές, το οποίο συνεπάγεται και μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου για τους δεύτερους (Νιάρχος, 1997).

ii. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας.

$$\text{Δείκτης παγιοποίησης περιουσίας} = \frac{\text{Πάγια Στοιχεία}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης αποτελείται από τον λόγο της αξίας των παγίων στοιχείων προς την συνολική αξία του ενεργητικού. Οι επιχειρήσεις ανάλογα με την τιμή του δείκτη διακρίνονται σε επιχειρήσεις έντασης παγίων περιουσιακών στοιχείων και σε επιχειρήσεις έντασης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.

iii. Δείκτης Κάλυψης Τόκων.

$$\text{Δείκτης κάλυψης τόκων} = \frac{\text{ΚΠΦΤ και Αποσβέσεις}}{\text{Τόκοι}}$$

Ο δείκτης εμφανίζει τον βαθμό με τον οποίο οι τόκοι καλύπτονται από το άθροισμα των κερδών προ τόκων και φόρων και των αποσβέσεων. Παρουσιάζει την δυνατότητα ευχέρειας της επιχείρησης να πληρώνει τους οφειλόμενους τόκους από χρηματοοικονομικούς πόρους, οι οποίοι δημιουργούνται από την δραστηριότητα της.

Ένα μεγάλο χρέος αποτελεί χρηματοοικονομικό πρόβλημα μόνο εάν υπάρχει αβεβαιότητα ως προς τα μελλοντικά κέρδη. Είναι σκόπιμο να εξετάζεται, επίσης, και η διαχρονική μεταβλητότητα των κερδών. Όμως, δεν υπάρχει ένας αποδεκτός δείκτης μέτρησης της μεταβλητότητας αυτής. Δεδομένου ότι τα κέρδη μπορούν να μεταβάλλονται από θετικά σε αρνητικά, δεν μπορεί να υπολογισθεί η μεταβλητότητα με ποσοστά μεταβολής των κερδών. Για αυτό τον λόγο εξετάζεται συνήθως η τυπική απόκλιση των ετήσιων μεταβολών στα κέρδη σε σχέση με το μέσο επίπεδο των κερδών (Ευθύμογλου, 1999).

iv. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης.

$$\text{Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$$

Δείχνει το ποσοστό των Ξένων Κεφαλαίων σε σχέση με το σύνολο του παθητικού, δηλαδή το ποσοστό της εταιρείας που ουσιαστικά ανήκει στους δανειστές μέχρι την αποπληρωμή των δανείων.

4.2 Δείκτες ρευστότητας.

Οι δείκτες αυτοί μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα της επιχείρησης συνδέεται στενά με το κεφάλαιο κίνησης. Οι δείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται ως μέσο ελέγχου της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης. Μία επιχείρηση θεωρείται πως βρίσκεται σε ισχυρή χρηματοοικονομική θέση όταν συντρέχουν οι παρακάτω συνθήκες (Ευθύμογλου, 1999):

1. δύναται να εξοφλεί τους πιστωτές της σε βραχυχρόνιο επίπεδο καθώς και να καταβάλλει τους τρέχοντες τόκους και μερίσματα,
2. διατηρεί τέτοιες συνθήκες χρηματοοικονομικής διαχείρισης, οι οποίες της επιτρέπουν την διασφάλιση ευνοϊκής πιστοληπτικής ικανότητας.

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μετράται με τους παρακάτω δείκτες:

i. Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης προς Σύνολο Ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης κεφαλαίου κίνησης προς σύνολο ενεργητικού} = \frac{\text{Κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Το κεφάλαιο κίνησης ισούται με το κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται από τα

περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία προβλέπει να ρευστοποιήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα (συνήθως εντός του έτους). Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι αυτές που η επιχείρηση πρέπει να εξοφλήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα (συνήθως εντός του έτους). Ο δείκτης αυτός εμφανίζει το δυνητικό απόθεμα ρευστότητας που έχει στην διάθεσή της η επιχείρηση (Λιάπης, 2011).

ii. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας.

$$\text{Δείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό και Διαθέσιμο Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείχνει κατά πόσο το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι επαρκές για να αντιμετωπίσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Οι τιμές που πρέπει να λαμβάνει είναι μεγαλύτερες της μονάδας, δηλαδή η αναγκαία ρευστότητα της επιχείρησης είναι εξασφαλισμένη όταν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι ίσης ή μικρότερης αξίας από το άθροισμα των απαιτήσεων και των διαθεσίμων της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο είναι και το περιθώριο ασφαλείας των βραχυπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης (Λιάπης, 2011).

iii. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης αυτός είναι παρόμοιος με τον δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας με την διαφορά ότι ο αριθμητής του κλάσματος περιλαμβάνει εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία ρευστοποιούνται ευκολότερα, όπως τα ταμειακά διαθέσιμα και οι απαιτήσεις. Δηλαδή, από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρούνται τα αποθέματα, τα οποία παρουσιάζουν την μικρότερη δυνατότητα ρευστοποίησης και που είναι πιθανόν αυτή να προκαλέσει ζημιές. Για να θεωρηθεί ο δείκτης ως ικανοποιητικός θα πρέπει η τιμή του να είναι μεγαλύτερη της μονάδας. Η μη αποδεκτή ένδειξη του δείκτη συνεπάγεται την έλλειψη ασφαλούς λειτουργίας της επιχείρησης σε περίπτωση κλυδωνισμών, εξωτερικών και αστάθμητων παραγόντων (Λιάπης, 2011).

iv. Δείκτης Μετρητών.

$$\text{Δείκτης Μετρητών} = \frac{\text{Μετρητά και Ισοδύναμα Μετρητών}}{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση των μετρητών στο σύνολο των Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων.

v. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Αποπληρωμής Καθαρών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων.

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Μέσης Διάρκειας Αποπληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} \\ = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} - \text{Ρευστά Διαθέσιμα}}{\text{Αποσβέσεις} + \text{Καθαρά Κέρδη}} * 365 \end{aligned}$$

Οι προηγούμενοι δείκτες είναι στατικοί καθώς δείχνουν την θέση της επιχείρησης σε μία χρονική στιγμή κατά την διάρκεια της ετήσιας χρήσης. Εάν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό της είναι χρήσιμο να υπάρχει η πληροφόρηση για το πόσο γρήγορα η κατάσταση αυτή μπορεί να βελτιωθεί. Ο δείκτης αυτός βασίζεται στις χρηματοροές της επιχείρησης. Δείχνει τον αριθμό των ημερών που χρειάζονται για την αποπληρωμή των καθαρών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

4.3 Δείκτες απόδοσης ή αποτελέσματος.

Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο της αποτελεσματικής λειτουργίας της επιχείρησης. Ο έλεγχος δύναται να αναφέρεται στην αποδοτικότητα σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων ή σε σχέση με το επενδυμένο κεφάλαιο.

Για την μέτρηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται οι παρακάτω δείκτες:

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

Ο δείκτης μετρά το καθαρό περιθώριο κέρδους με το οποίο η επιχείρηση πωλεί το παραγόμενο προϊόν και είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς απεικονίζει την αποδοτικότητα των εργασιών της, την τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί και την ανταγωνιστικότητα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Αντίστοιχο δείκτη με τον ανωτέρω αποτελεί ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους³, του οποίου τον αριθμητή αποτελεί το μικτό κέρδος και τον παρονομαστή οι πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός δείχνει σε ποσοστό το μικτό κέρδος με το οποίο πωλεί η επιχείρηση το παραγόμενο προϊόν, την αποτελεσματικότητα της εκμετάλλευσης και τον τρόπο που καθορίζει την τιμή πώλησης του προϊόντος και έμμεσα παρουσιάζει την ένταση της ανταγωνιστικότητας της αγοράς του προϊόντος (Λιάπης, 2011).

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

Δείχνει τον βαθμό αξιοποίησης και αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων. Μία αυξημένη απόδοση του δείκτη σημαίνει την ικανοποιητική αμοιβή των μετόχων που διέθεσαν τα κεφάλαια τους για την λειτουργία της επιχείρησης. Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων μπορεί να υπολογισθεί χρησιμοποιώντας και τα καθαρά κέρδη προ φόρων. Ο δείκτης είναι ιδιαίτερα χρήσιμος σε περιπτώσεις συχνής αλλαγής της φορολογίας και της πολιτικής μερισμάτων (Λιάπης, 2011).

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων (ROA)} \\ = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \% \end{aligned}$$

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει το επιτόκιο απόδοσης των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων και υπολογίζεται από την σχέση κερδών προς φόρων και τόκων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

³ Το μικτό περιθώριο κέρδους ισούται με τις πωλήσεις μείον το κόστος πωληθέντων.

4.4 Δείκτες δραστηριότητας.

Αυτή η κατηγορία αριθμοδεικτών μετρά το επίπεδο αποτελεσματικής διαχείρισης των διάφορων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Εξάγονται μέσω της σύγκρισης μεταξύ του ύψους των πωλήσεων και του επενδυθέντος κεφαλαίου σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία (Ευθύμογλου, 1999).

Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται οι εξής δείκτες:

i. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

$$= \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων Προϊόντων}}{\text{Μέσο Ύψος Αποθεμάτων Αρχής και Τέλους Χρήσης}}$$

Ο ανωτέρω δείκτης παρέχει πληροφορίες για την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα των εμπορευμάτων μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς μέσω των πωλήσεων.

Από τον ανωτέρω αριθμοδείκτη εξάγεται άλλος ένας σημαντικός δείκτης.

ii. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων.

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{365}{\text{Δείκτης ΚΤΑ}}$$

Για να γίνει ορθή αξιολόγηση των παραπάνω δεικτών, θα πρέπει να συγκρίνονται με τους μέσους δείκτες του κλάδου ή με τους δείκτες των κυριότερων ανταγωνιστών της επιχείρησης (Λιάπης, 2011).

iii. Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πιστωτικές Πωλήσεις}}{\text{Μέσο Ύψος Απαιτήσεων}}$$

Η τιμή του δείκτη αυτού δείχνει πόσες φορές εισπράττονται οι απαιτήσεις της επιχείρησης μέσα στο έτος.

Από τον παραπάνω αριθμοδείκτη εξάγεται ο αριθμοδείκτης των ημερών ανοιχτής πίστωσης.

$$\text{iv. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365}{\text{Δείκτης ΤΕΑ}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες ημέρες κατά μέσο όρο οι απαιτήσεις της επιχείρησης από τους πελάτες της παραμένουν ανείσπρακτες. Με αυτό τον τρόπο παρέχεται εικόνα για την πολιτική πιστώσεων που ακολουθεί η επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος για την δημιουργία επισφαλών απαιτήσεων. Επίσης, από την τιμή του δείκτη μπορεί να διαπιστωθεί η αποτελεσματικότητα οργάνωσης του συστήματος είσπραξης των απαιτήσεων και τις ενδεχόμενες δυσκολίες της επιχείρησης για την έγκαιρη εξόφληση των υποχρεώσεων της (Λιάπης, 2011).

v. Δείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Υποχρεώσεων.

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

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες ημέρες κατά μέσο όρο οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης παραμένουν απλήρωτες.

vi. Δείκτης Ταχύτητας Συνολικού Κεφαλαίου.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Συνολικού Κεφαλαίου} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

Δείχνει πόσες φορές τα κεφάλαια της επιχείρησης επενδύονται στην παραγωγική διαδικασία της. Δηλαδή, πόσες φορές αξιοποιεί η επιχείρηση το σύνολο των κεφαλαίων της σε πωλήσεις (Λιάπης, 2011).

vii. Δείκτης Ταχύτητας Ιδίων Κεφαλαίων.

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

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές τα Ίδια Κεφάλαια της επιχείρησης επενδύονται στην παραγωγική διαδικασία της. Δηλαδή, πόσες φορές

ανακυκλώνει η επιχείρηση το σύνολο των Ιδίων κεφαλαίων της σε πωλήσεις (Λιάπης, 2011).

Τέλος, στους δείκτες δραστηριότητας συμπεριλαμβάνονται και οι δύο παρακάτω δείκτες, οι οποίοι πάντοτε εξετάζονται μαζί:

$$\text{viii. Δείκτης Περιόδου Παρεχόμενης Πίστωσης} = \frac{\text{Μέσα Υπόλοιπα Προμηθευτών+Γραμμάτια Πληρωτέα+Επιταγές Πληρωτέες}}{\text{Ετήσιο Κόστος Πωληθέντων}} * 365$$

Ο δείκτης αυτός ελέγχει τις ημέρες που παρέχει πίστωση η επιχείρηση στους πελάτες της.

$$\text{ix. Δείκτης Περιόδου Λαμβανόμενης Πίστωσης} = \frac{\text{Μέσα Υπόλοιπα Προμηθευτών}}{\text{Ετήσιες Αγορές}} * 365$$

Ο δείκτης αυτός ελέγχει τις ημέρες που λαμβάνει πίστωση η επιχείρηση από τους προμηθευτές της.

4.5 Δείκτες αγοραίας αξίας ή αποτίμησης.

Χρησιμοποιούνται για να συγκρίνουν την αγοραία τιμή της μετοχής με τα κέρδη της επιχείρησης και την λογιστική αξία της μετοχής. Παρέχουν στην διοίκηση της εταιρείας πληροφόρηση σχετικά με το τι οι επενδυτές πιστεύουν για την επίδοση της επιχείρησης στο παρελθόν αλλά και για τις προοπτικές της μελλοντικά (Ευθύμογλου, 1999).

Στους δείκτες αυτούς περιλαμβάνονται:

i. Δείκτης Αγοραίας Τιμής προς Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή.

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Αγοραίας Τιμής Μετοχής Προς Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή} \\ = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσό που θα επιθυμούσαν οι επενδυτές να πληρώσουν για τα ανά μετοχή καθαρά κέρδη. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του τόσο μεγαλύτερη αναπτυξιακή εξέλιξη έχει η επιχείρηση, ενώ όσο χαμηλότερη είναι τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα να αντιμετωπίσει υψηλούς κινδύνους.

ii. Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή.

$$\text{Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή} = \frac{\text{ΚΠΦΤ} - \text{Προνομιάχα Μερίσματα}}{\text{Μετοχές σε Κυκλοφορία}}$$

Ο ανωτέρω δείκτης δείχνει την κερδοφορία της επιχείρησης.

iii. Δείκτης Μερίσματος.

$$\text{Δείκτης Μερίσματος} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των ετήσιων κερδών της επιχείρησης που διατίθενται για μέρισμα.

iv. Εσωτερική Αξία Μετοχής.

$$\text{Εσωτερική Αξία Μετοχής} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Μετοχές σε Κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την λογιστική αξία της μετοχής.

v. Δείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή.

$$\text{Δείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία Μετοχής}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το πώς οι επενδυτές αποτιμούν την επιχείρηση. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση της επιχείρησης και τόσο υψηλότερες οι τιμές, από αυτή της λογιστικής αξίας, που μπορούν να διατεθούν οι μετοχές της επιχείρησης. Τέλος, ο δείκτης αποτελεί κριτήριο του βαθμού επιτυχίας των επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων που έχει λάβει η επιχείρηση (Λιάπης, 2011).

4.6 Μέτρηση της οικονομικής ευρωστίας μίας επιχείρησης.

Η μέτρηση της οικονομικής ευρωστίας μίας επιχείρησης γίνεται μέσω της αξιολόγησής της (rating) με υποδείγματα, τα οποία στηρίζονται κυρίως σε

ποσοτικά στοιχεία, σε τιμές αριθμοδεικτών, αλλά και σε ποιοτικά στοιχεία κυρίως αναφορικά με την διοίκηση της επιχείρησης. Σημαντική μέθοδο ανάλυσης της ευρωστίας της επιχείρησης αποτελεί η μέθοδος του Altman (Altman's Z-score).

4.6.1 Altman's Z-score.

Το υπόδειγμα αυτό έχει αναπτυχθεί εδώ και τρεις δεκαετίες περίπου σε δύο μορφές. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα (specialized model), το οποίο ισχύει για τις εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις και το γενικευμένο (general model), το οποίο ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Το εξειδικευμένο Υπόδειγμα στηρίζεται σε πέντε δείκτες και το γενικευμένο Υπόδειγμα σε τέσσερις δείκτες, οι οποίοι σταθμίζονται με συντελεστές και αθροίζονται μεταξύ αντίστοιχα δίνουν την επίδοση για την επιχείρηση. Η οικονομική ευρωστία μίας επιχείρησης και στα δύο Υποδείγματα εξαρτάται ανάμεσα σε ποιο εύρος τιμών βρίσκεται η επίδοση της επιχείρησης (Λιάπης, 2011).

Πίνακας 4

Συντελεστές Μετρήσεων-Metric component	Αριθμοδείκτης-Χ συντελεστής στάθμισης-Pure ratio X coefficient	Κριτικές Τιμές Αριθμοδεικτών-Pure Ratio mean Values of Altman's sampled companies	
		Πτώχευση- Bankrupt	Μη Πτώχευση- Non Bankrupt
1.Μέτρηση Ρευστότητας- liquidity metric	$\frac{\text{Κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 1,2$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} * 1,2$	-0,06	0,41
2.Μέτρηση ιστορικής Κερδοφορίας- Historical profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη εις Νέο}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 1,4$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Total Assets}} * 1.4$	-0.63	0.36

3.Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας- current profitability metric	$\frac{ΚΠΦΤ}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 3.3$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{EBIT}{\text{Total Assets}} * 3.3$	-0.32	0.15
4.Μέτρηση φερεγγυότητας- solvency metric	$\frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Σύν.Υποχρεώσεων κοινών και προνομιούχων μετοχών}} * 0,6$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Market Value}}{\text{Total Liabilities Common \& Preferred Stock}} * 0.6$	0.40	2.48
5.Μέτρηση ταχύτητας κυκλοφορίας του Ενεργητικού-Asset turnover metric	$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 1,0$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} * 1.0$	1.50	1.90

Πηγή: Λιάπης, 2011

Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των πέντε αριθμοδεικτών, οι οποίοι έχουν πολλαπλασιαστεί με τον αντίστοιχο συντελεστή.

Οι κριτικές τιμές με τις οποίες συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι:

Πίνακας 5

Επίδοση - Score	Πιθανότητα Αποτυχίας- Likelihood of failure
... < 1.1	Υψηλή - High
1.2 < ... < 2.5	Πιθανή - Possible
2.6 < ...	Χαμηλή - Low

Πηγή: Λιάπης, 2011

Κριτικές τιμές πτώχευσης –Mean Z-score	
Πτώχευση - bankrupt	-4.06
Μη πτώχευση - Non bankrupt	7.70

Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score.

Πίνακας 6

Συντελεστές Μετρήσεων-Metric component	Αριθμοδείκτης-Χ συντελεστής στάθμισης-Pure ratio X coefficient	Κριτικές Τιμές Αριθμοδεικτών-Pure Ratio mean Values of Altman's sampled companies	
		Πτώχευση- Bankrupt	Μη Πτώχευση- Non Bankrupt
1.Μέτρηση Ρευστότητας- liquidity metric	$\frac{\text{Κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 6,56$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} * 6,56$	-0,06	0,41
2.Μέτρηση ιστορικής Κερδοφορίας- Historical profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη εις Νέο}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 3,26$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Total Assets}} * 3,26$	-0.63	0.36
3.Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας- current profitability metric	$\frac{\text{ΚΠΦΤ}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 6,72$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}} * 6,72$	-0.32	0.15
4.Μέτρηση φερεγγυότητας- solvency metric	$\frac{\text{Κεφάλαιο}}{\text{Σύν.Υποχρεώσεων}} * 1,05$ <p style="text-align: center;">ή</p> $\frac{\text{Equity}}{\text{Total Liabilities Common}} * 1.05$	0.49	2.68

Πηγή: Λιάπης, 2011

Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των πέντε αριθμοδεικτών, οι οποίοι έχουν πολλαπλασιαστεί με τον αντίστοιχο συντελεστή.

Οι κριτικές τιμές με τις οποίες συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι:

Πίνακας 7

Επίδοση - Score	Πιθανότητα Αποτυχίας- Likelihood of failure	Κριτικές τιμές πτώχευσης –Mean Z-score	
... < 1.80	Πολύ υψηλή - Very high	Πτώχευση - bankrupt	1.62
1.81 < ... < 2.67	Υψηλή - High		
		Μη πτώχευση - Non bankrupt	4.45
2.68 < ... < 2.99	Πιθανή - Possible		
3.00 < ...	Χαμηλή - Low		

Πηγή: Λιάπης, 2011

4.6.2 Το υπόδειγμα DuPont.

Το υπόδειγμα DuPont αποτελεί χρηματοοικονομικό λόγο, ο οποίος βασίζεται στον Συντελεστή Απόδοσης Ενεργητικού (Return on Assets) και χρησιμοποιείται για να αναλύσει την ικανότητα μίας επιχείρησης να αυξάνει την απόδοση του Ενεργητικού της. Το υπόδειγμα περιγράφει την σχέση απόδοσης μεταξύ των στοιχείων ισολογισμού και του πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης (Λιάπης, 2011).

Το υπόδειγμα αναλύεται ως εξής (Λιάπης, 2011):

$$Formula\ DuPont\ ROA = \frac{sales - total\ cost}{sales} * \frac{sales}{total\ assets} = \frac{net\ income}{total\ assets}$$

4.6.3 Η μέθοδος CAPM (Capital Assets Pricing Models).

Η μέθοδος CAPM χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του απαιτούμενου επιτοκίου απόδοσης για οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο και υπολογίζει την απαιτούμενη απόδοση βασισμένη στην μέτρηση του κινδύνου. Το μοντέλο βασίζεται στον συντελεστή β, ο οποίος είναι ένας πολλαπλασιαστής κινδύνου.

Η Τιμολόγηση κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού με τη μέθοδο CAPM γίνεται μέσω της παρακάτω εξίσωσης (Λιάπης, 2011):

$$\begin{aligned}
[\text{κόστος επιχειρηματικού κεφαλαίου}] &= i_S \\
&= [\text{κίνδυνος ελευθέρου επιτοκίου}] \\
&\quad + [\text{περιθώριο κινδύνου κεφαλαιακής επένδυσης}]
\end{aligned}$$

$$[\text{Cost of Equity}] = i_C = [\text{Risk Free Rate}] + [\text{Equity Risk Premium}]$$

$$i_{\text{Share Capital}} = R_{\text{free}} + \beta(R_{\text{market}} - R_{\text{free}}) \text{ or } i_S = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Όπου :

R_{free} ή R_f το επιτόκιο ασφαλούς επένδυσης

– συνήθως το μακροπρόθεσμο επιτόκιο των κυβερνητικών ομολόγων

R_{market} ή R_m το επιτόκιο αγοράς

– αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά

β : συντελεστής κινδύνου ή παράγοντας κινδύνου ή συντελεστής BETA (beta coefficient of risk factor) για επιχείρηση.

Εάν $\beta > 1$ η μετοχή της επιχείρησης εμφανίζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα (volatility) από την αγορά ενώ εάν $\beta < 1$ χαμηλότερη. Ο συντελεστής BETA εξάγεται από την παλινδρόμηση (regression) του απλού υποδείγματος συσχέτισης της τιμής της μετοχής της εταιρείας με την τιμή του δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς (Λιάπης, 2011).

Κεφάλαιο 5
Τεχνική ανάλυση

5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Σημαντικό παράγοντα στην λειτουργία των επιχειρήσεων αποτελεί και το μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται. Μία χώρα, η οποία διαθέτει ένα υγιές μακροοικονομικό περιβάλλον βοηθά στην ανάπτυξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και επηρεάζει το επίπεδο ευρωστίας τους.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές του ΑΕΠ, του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, της ανεργίας, των Αποδόσεων Κρατικών Ομολόγων ενός έτους και των Αποδόσεων Κρατικών Ομολόγων δεκαετίας για τις χώρες δραστηριοποίησης των REITs για τα έτη 2005-2010:

Πίνακας 8

COUNTRY	YEAR	GDP	CPI	UNEMPLOYMENT	SHINT	LOINT
GERMANY	2005	0,900	1,400	11,300	2,724	3,309
	2006	3,600	1,400	9,900	3,878	3,948
	2007	2,800	3,100	8,400	4,066	4,307
	2008	0,700	1,100	7,700	1,714	2,951
	2009	-4,700	0,900	8,100	0,796	3,387
	2010	3,500	1,700	7,400	0,603	2,963
BELGIUM	2005	2,600	2,800	8,400	2,793	3,327
	2006	2,800	2,100	7,800	3,883	3,993
	2007	2,300	3,100	7,100	4,131	4,468
	2008	0,300	2,700	7,100	2,619	3,775
	2009	-0,100	0,300	8,200	1,358	3,709
	2010	2,000	3,400	7,700	1,959	3,970
BULGARIA	2005	6,120	6,500	10,730	3,084	3,874
	2006	6,820	6,500	9,120	3,173	4,183
	2007	6,840	12,500	6,910	3,682	4,539
	2008	4,830	7,800	6,270	4,445	5,377
	2009	-6,660	0,600	9,130	6,178	7,215
	2010	3,800	4,500	9,200	4,076	6,005
FRANCE	2005	1,800	1,500	9,000	2,679	3,304
	2006	2,700	1,500	8,400	3,807	3,981
	2007	1,700	2,600	7,500	4,036	4,422
	2008	-2,100	1,000	7,700	1,707	3,414
	2009	-0,700	0,900	9,600	0,797	3,593
	2010	1,400	1,800	9,300	0,657	3,362
GREECE	2005	2,900	3,622	9,600	2,151	3,504
	2006	4,400	2,902	8,700	3,961	4,207

	2007	3,600	3,889	8,000	4,204	4,629
	2008	-0,300	1,964	7,900	3,549	5,225
	2009	-0,700	2,642	10,200	2,210	5,774
	2010	-6,600	5,168	14,100	6,265	12,472
NETHERLANDS	2005	1,600	2,000	6,450	2,610	3,293
	2006	3,300	1,000	5,467	3,720	3,973
	2007	4,800	1,900	4,508	4,030	4,407
	2008	-0,800	1,900	3,858	1,680	3,546
	2009	-2,200	1,100	4,817	0,660	3,555
	2010	2,500	1,900	5,450	0,590	3,154
TURKEY	2005	9,800	7,720	11,500	14,885	6,481
	2006	5,700	9,650	10,900	19,841	6,520
	2007	4,200	8,390	10,900	16,300	6,272
	2008	0,001	10,100	14,000	17,409	7,428
	2009	5,900	6,530	13,500	8,424	5,653
	2010	9,200	6,400	11,400	7,999	4,851
UK	2005	3,500	1,900	5,200	4,192	4,100
	2006	6,700	3,000	5,500	5,283	4,741
	2007	5,100	2,100	5,200	4,459	4,508
	2008	0,500	3,100	6,400	0,538	3,020
	2009	-1,700	2,900	7,800	0,583	4,015
	2010	4,200	3,700	7,900	0,603	3,396

Από τα μακροοικονομικά δεδομένα των προς εξέταση χωρών προκύπτει πως έως το 2007 οι ευρωπαϊκές χώρες σημείωναν αυξητικούς ρυθμούς μεταβολής των οικονομιών τους και ειδικότερα αύξηση του ΑΕΠ και μείωση των τιμών του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και της ανεργίας. Για τα ίδια έτη, στις ετήσιες και δεκαετείς αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, δεν υπάρχει ομοιομορφία μεταβολής τους, αν και σε όλες τις χώρες είναι σε χαμηλά επίπεδα. Από την άλλη πλευρά, τα μακροοικονομικά στοιχεία της Τουρκίας για τα έτη 2005 και 2006 ακολουθούν αντίθετη πορεία από αυτά των ευρωπαϊκών χωρών.

Το 2008, δηλαδή το έτος εκδήλωσης της κρίσης της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ, όλες οι χώρες σημείωναν θετικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ και τα μεγέθη των λοιπών μακροοικονομικών μεταβλητών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αν και σε σχέση με τα μεγέθη του 2007 άρχισε να διαφαίνεται επιδείνωση των μακροοικονομικών τους μεγεθών. Στην Τουρκία, για τα συγκεκριμένα έτη και μεγέθη, υπάρχουν σχετικά υψηλές θετικές

αποκλίσεις (είτε αυτά αναφέρονται σε δείκτες των οποίων η αυξημένη τιμή συνιστά θετική αποτίμηση μίας οικονομίας π.χ. ΑΕΠ είτε αρνητική π.χ. ανεργία).

Από το έτος 2008, τα μεγέθη των μακροοικονομικών μεταβλητών επιδεινώνονται αρκετά σημειώνοντας μείωση του ΑΕΠ σε όλες τις χώρες, πλην της Τουρκίας, με την Γαλλία, Ελλάδα και Ολλανδία να σημειώνουν αρνητικούς ρυθμούς. Οι υπόλοιπες μεταβλητές παραμένουν σχετικά σταθερές.

Το έτος 2009, το οποίο συνιστά το έτος μεταφοράς της κρίσης στην Ευρώπη, αρχικά στην αγορά ακινήτων, η οποία έπειτα μεταφέρεται στον χρηματοπιστωτικό τομέα και τέλος εκδηλώνεται και ως κρίση χρέους στην ελληνική οικονομία κυρίως, τον ευρωπαϊκό Νότο αλλά και στην Ιρλανδία, όλες οι ευρωπαϊκές χώρες σημειώνουν κάμψη του ΑΕΠ, πλην της Τουρκίας στην οποία ο ρυθμός μεταβολής παραμένει θετικός. Επίσης, στην ελληνική οικονομία υπάρχει μεγάλη αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων.

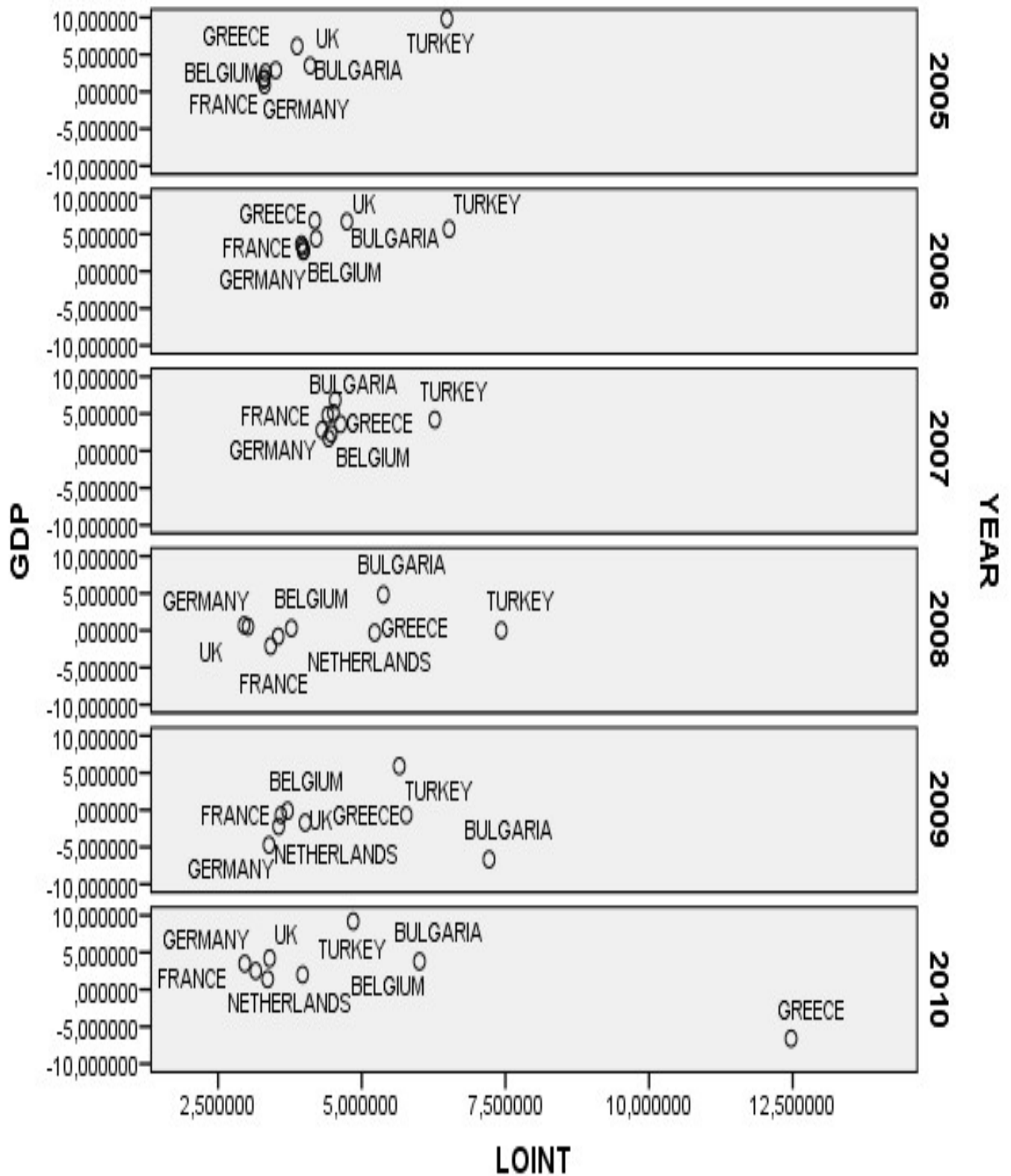
Από το 2010, οι ευρωπαϊκές χώρες σημειώνουν και πάλι αυξητικούς ρυθμούς, ενώ η Τουρκία συνεχίζει να διατηρεί διαφορές στα μακροοικονομικά της μεγέθη από τις ευρωπαϊκές χώρες. Ωστόσο, δεν ισχύει το ίδιο για την ελληνική οικονομία, στην οποία συνεχίζεται η πτώση του ΑΕΠ και τα λοιπά μακροοικονομικά της στοιχεία επιδεινώνονται με μεγάλη ένταση.

Οι παραπάνω τάσεις γίνονται πιο εμφανείς στο παρακάτω διάγραμμα, το οποίο παρουσιάζει ανά έτος τις μεταβολές του ΑΕΠ και των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων. Οι δύο αυτές μεταβλητές είναι σημαντικές για την δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων, καθώς επηρεάζουν πολλαπλές μεταβλητές σε μικροοικονομικό επίπεδο. Στο διάγραμμα ενδεικτικά της επιδείνωσης της ελληνικής οικονομίας διαφαίνονται η μείωση στο μέγεθος του ΑΕΠ όσο και στην μεγάλη αύξηση των αποδόσεων των δεκαετών της ομολόγων και η διαφορά τους από τις υπόλοιπες χώρες.

Ειδικότερα, ενώ έτη 2008 και 2009, κατά τα οποία η κρίση είχε εκδηλωθεί, τα μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας βρισκόνταν σε κοντινά επίπεδα με αυτά των υπόλοιπων χωρών. Το 2010, η Ελλάδα

εμφανίζει έντονη επιδείνωση της οικονομίας, όπως διαφαίνεται και στο κάτωθι διάγραμμα. Αυτό οφείλεται κυρίως στην εκδήλωση της κρίσης χρέους της χώρας, από τις αρχές του 2010, στην συνεχιζόμενη υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης και τελικά στην αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους και την είσοδο στο πρώτο Μνημόνιο.

Διάγραμμα 2



5.2 Κριτική ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών.

Οι δείκτες του παρακάτω πίνακα χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης 105 συνολικά επιχειρήσεων REITs, οι οποίες δραστηριοποιούνται στο Βέλγιο, στην Βουλγαρία, στην Γαλλία, στην Γερμανία, στην Ελλάδα, στην Ολλανδία, στην Τουρκία και στο Ηνωμένο Βασίλειο για το χρονικό διάστημα 2005-2010.

Πίνακας 9

ASSTURN	ο λόγος των πωλήσεων προς το σύνολο των διαθέσιμων στοιχείων ενεργητικού
COSTDEBT	ο λόγος Τόκοι από χρέος προς το συνολικό χρέος
DEBTTD	ο λόγος του συνολικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια
DEBTTL	ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς τα συνολικά κεφάλαια
DIV_YIELD	η μερισματική απόδοση
DPS	το μέρισμα ανά μετοχή
INTANG	ο λόγος των άυλων στοιχείων ενεργητικού προς τα συνολικά κεφάλαια
LDEBT	ο λόγος του μακροχρόνιου χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια
LNMVTA	ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών κεφαλαίων (σε τιμές αγοράς)
LNSALES	ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών πωλήσεων
LNTA	ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών κεφαλαίων
PROFIT	ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization EBITDA) προς τα συνολικά κεφάλαια
PTBV	η λογιστική αξία προς την αγοραία αξία
SDEBT	ο λόγος του βραχυχρόνιου χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια
TANG	ο λόγος των πάγιων κεφαλαίων (αποθέματα συν ακίνητη περιουσία, μηχανήματα και εξοπλισμός) προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης
UNGEARED BETA	το μη μοχλευμένο (unlevered) beta το οποίο συσχετίζει την μετοχή της εταιρείας χωρίς χρέος με το γενικό χρηματιστηριακό δείκτη

Ανάλυση δείκτη “PROFIT”.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται ο μέσος όρος κερδοφορίας των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε κάθε χώρα για τα έτη 2005-2010. Η πρώτη γραμμή του μέσου όρου κερδοφορίας ανά χώρα παρουσιάζει τον μέσο όρο για όλη την διάρκεια της εξαετίας 2005-2010.

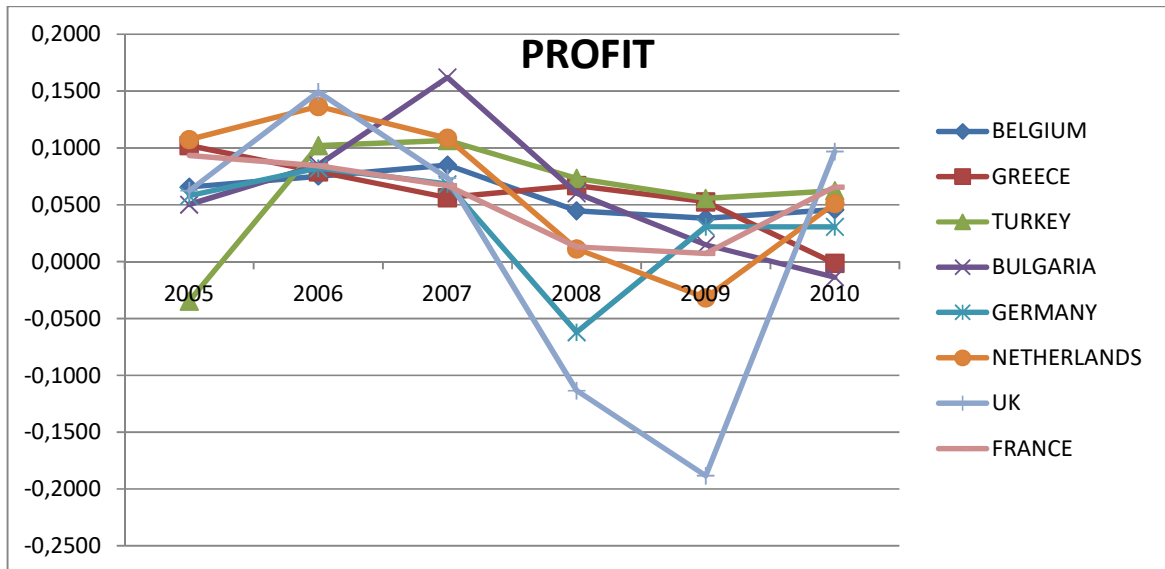
Πίνακας 10

PROFIT REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	0,0566	FRANCE	0,0547	GREECE	0,0591	TURKEY	0,0619
2005	0,0654	2005	0,0934	2005	0,1020	2005	-0,0348
2006	0,0751	2006	0,0842	2006	0,0789	2006	0,1020
2007	0,0849	2007	0,0668	2007	0,0561	2007	0,1065
2008	0,0446	2008	0,0128	2008	0,0668	2008	0,0733
2009	0,0380	2009	0,0071	2009	0,0525	2009	0,0554
2010	0,0456	2010	0,0655	2010	-0,0017	2010	0,0623
BULGARIA	0,0622	GERMANY	0,0288	NETHERLANDS	0,0696	UK	0,0133
2005	0,0500	2005	0,0579	2005	0,1072	2005	0,0623
2006	0,0847	2006	0,0821	2006	0,1363	2006	0,1491
2007	0,1618	2007	0,0680	2007	0,1084	2007	0,0734
2008	0,0601	2008	-0,0622	2008	0,0110	2008	-0,1136
2009	0,0148	2009	0,0305	2009	-0,0320	2009	-0,1884
2010	-0,0138	2010	0,0304	2010	0,0510	2010	0,0967

Το ποσοστό κερδοφορίας των επιχειρήσεων REITs, όπως αυτό εμφανίζεται στον πίνακα είναι θετικό για όλες τις επιχειρήσεις, οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη για τα έτη 2005 έως 2007. Από τα έτη 2008 έως 2010 όλες οι χώρες σημειώνουν πτώση, αλλά η ένταση της μείωσης είναι διαφορετική σε κάθε χώρα.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η μέση κερδοφορία των επιχειρήσεων ανά χώρα για το χρονικό διάστημα 2005-2010.

Διάγραμμα 4



Η μεγαλύτερη μείωση σημειώνεται στις βρετανικές επιχειρήσεις τα έτη 2007-2010. Επίσης, σημαντική μείωση παρατηρείται και στην κερδοφορία των γερμανικών επιχειρήσεων για τα έτη 2007-2008. Το Βέλγιο, η Ολλανδία και η Τουρκία οι επιχειρήσεις σημειώνουν πτώση στην κερδοφορία τους κατά τα έτη 2008 και 2009, αλλά από το 2010 αρχίζουν να ανακάμπτουν σε μικρό βαθμό. Οι ελληνικές επιχειρήσεις εμφανίζουν ανοδική τάση μόνο το έτος 2007 και έπειτα ακολουθεί μείωση της κερδοφορίας τους από το 2008-2010 σημειώνοντας σημαντική κάμψη το 2010. Η μεγάλη κάμψη των επιχειρήσεων στην Ελλάδα το 2010 εξηγείται και από την σημαντική επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών της χώρας.

Ανάλυση δείκτη “DPS”.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται ο μέσος όρος του δείκτη μερίσματος ανά μετοχή των εταιρειών REITs που δραστηριοποιούνται σε κάθε χώρα για τα έτη 2005-2010. Ο δείκτης αυτός εντάσσεται στους Δείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης και υπολογίζεται εάν διαιρεθεί το μέρισμα ανά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο. Δείχνει την απόδοση της μετοχής που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών

που έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μίας μετοχής, τόσο πιο ελκυστική είναι για τους επενδυτές.

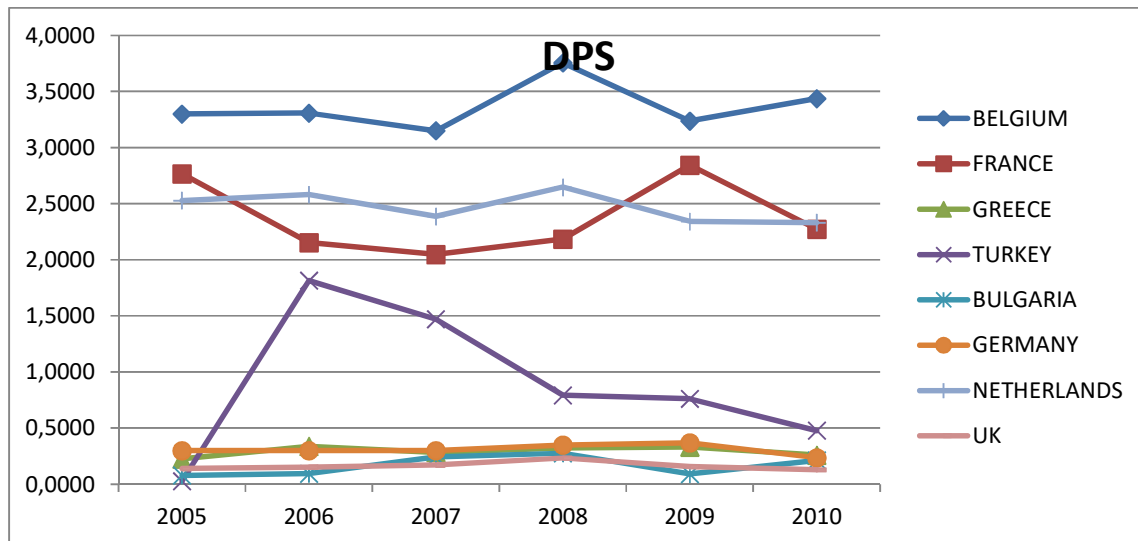
Πίνακας 11

DPS REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	3,3632	FRANCE	2,3470	GREECE	0,2912	TURKEY	0,9589
2005	3,2991	2005	2,7651	2005	0,2245	2005	0,0270
2006	3,3061	2006	2,1535	2006	0,3385	2006	1,8150
2007	3,1504	2007	2,0466	2007	0,2835	2007	1,4720
2008	3,7550	2008	2,1843	2008	0,3250	2008	0,7933
2009	3,2369	2009	2,8428	2009	0,3315	2009	0,7623
2010	3,4368	2010	2,2730	2010	0,2600	2010	0,4783
BULGARIA	0,1946	GERMANY	0,2981	NETHERLANDS	2,4673	UK	0,1648
2005	0,0790	2005	0,2990	2005	2,5283	2005	0,1391
2006	0,0930	2006	0,2990	2006	2,5817	2006	0,1527
2007	0,2436	2007	0,2995	2007	2,3871	2007	0,1715
2008	0,2763	2008	0,3490	2008	2,6467	2008	0,2330
2009	0,0902	2009	0,3690	2009	2,3417	2009	0,1579
2010	0,2127	2010	0,2350	2010	2,3317	2010	0,1294

Όλες οι χώρες διατηρούν θετικές τιμές μερισματικής απόδοσης. Οι επιχειρήσεις του Βελγίου, της Γαλλίας και της Ολλανδίας έχουν υψηλές τιμές του δείκτη, ενώ οι χαμηλότερες σημειώνονται στην Βουλγαρία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη ανά έτος για κάθε χώρα.

Διάγραμμα 4



Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, ο δείκτης ακολουθεί σχετικά σταθερή πορεία στην Γερμανία, στην Βουλγαρία, στην Ελλάδα και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στο Βέλγιο, Ολλανδία, Γαλλία και Τουρκία, οι επιχειρήσεις σημειώνουν πιο έντονες αυξομειώσεις στην μερισματική τους πολιτική. Όλες οι χώρες σημειώνουν κάμψη από το έτος 2009, εκτός από τις βελγικές, βουλγαρικές και γερμανικές επιχειρήσεις, οι οποίες σημειώνουν πολύ μικρή αύξηση της μερισματικής τους απόδοσης το 2010.

Ανάλυση δείκτη “INTANG”

Ο δείκτης αυτός δείχνει τον λόγο των άυλων στοιχείων του ενεργητικού προς τα συνολικά κεφάλαια. Τα άυλα στοιχεία μίας επιχείρησης αφορούν σε πνευματικά δικαιώματα, διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εμπορικά σήματα και την φήμη της εταιρίας.

Οι τιμές του μέσου όρου του δείκτη παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων των τιμών του δείκτη για συγκεκριμένα έτη για κάποιες χώρες, τα αντίστοιχα πεδία του πίνακα και του διαγράμματος εμφανίζονται κενά.

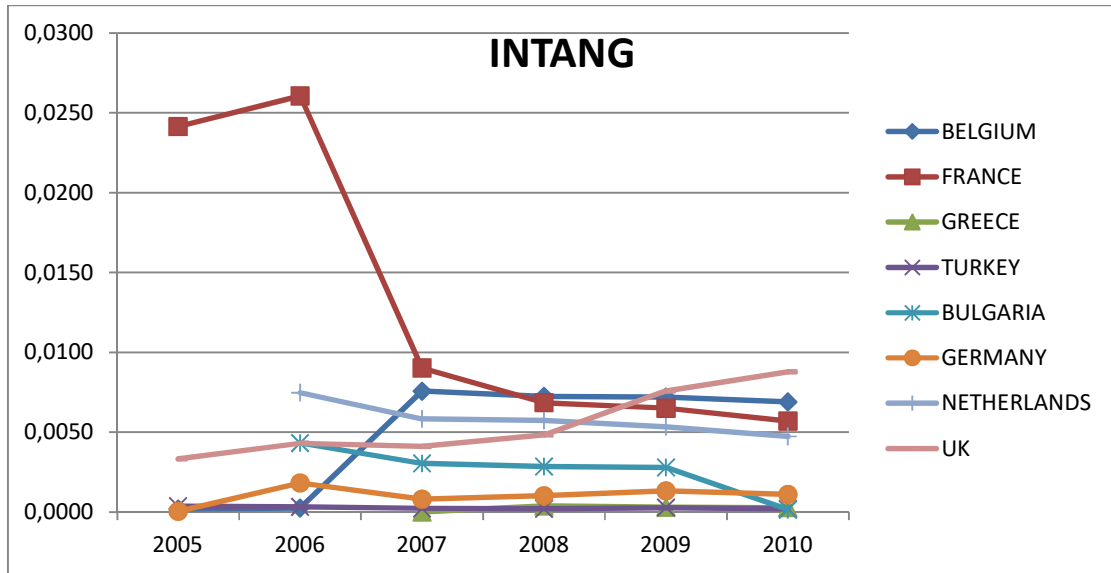
Πίνακας 12

INTANG REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,0053	FRANCE	0,0121	GREECE	0,0003	TURKEY	0,0003
2005	0,0002	2005	0,0241	2005		2005	0,0004
2006	0,0003	2006	0,0261	2006		2006	0,0003
2007	0,0076	2007	0,0090	2007	0,0000	2007	0,0002
2008	0,0072	2008	0,0069	2008	0,0004	2008	0,0002
2009	0,0072	2009	0,0065	2009	0,0003	2009	0,0003
2010	0,0069	2010	0,0057	2010	0,0003	2010	0,0002
BULGARIA	0,0029	GERMANY	0,0011	NETHERLANDS	0,0055	UK	0,0055
2005		2005	0,0001	2005		2005	0,0033
2006	0,0043	2006	0,0018	2006	0,0075	2006	0,0043
2007	0,0030	2007	0,0008	2007	0,0058	2007	0,0041
2008	0,0029	2008	0,0010	2008	0,0057	2008	0,0048
2009	0,0028	2009	0,0013	2009	0,0053	2009	0,0076
2010	0,0002	2010	0,0011	2010	0,0047	2010	0,0088

Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη παρουσιάζονται στην Γαλλία για τα έτη 2005 και 2006. Από το 2007 παρατηρείται σημαντική μείωση και ο δείκτης πλησιάζει τις τιμές των άλλων χωρών.

Η εξέλιξη του δείκτη διαχρονικά παρουσιάζεται από το κάτωθι διάγραμμα:

Διάγραμμα 5



Το μέγεθος και η εξέλιξη του δείκτη των άυλων παρουσιάζει μεγάλη ετερογένεια ανάμεσα στις επιχειρήσεις ανά χώρα. Η τιμή του δείκτη στην Γαλλία τα έτη 2005 και 2006 έχει πολύ μεγάλη διαφορά από τους δείκτες των υπόλοιπων χωρών, αλλά στην συνέχεια μειώνεται σημαντικά το έτος 2007 και με συνεχίζει μειούμενος, με μικρότερη βέβαια ένταση, έως το 2010. Στην Ελλάδα, Γερμανία και Τουρκία οι τιμές του δείκτη είναι χαμηλές αλλά παρουσιάζουν σταθερότητα. Μείωση παρατηρείται, επίσης στην Ολλανδία, ενώ αντίθετα ο δείκτης αυξάνει στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Ανάλυση δείκτη “TANG”.

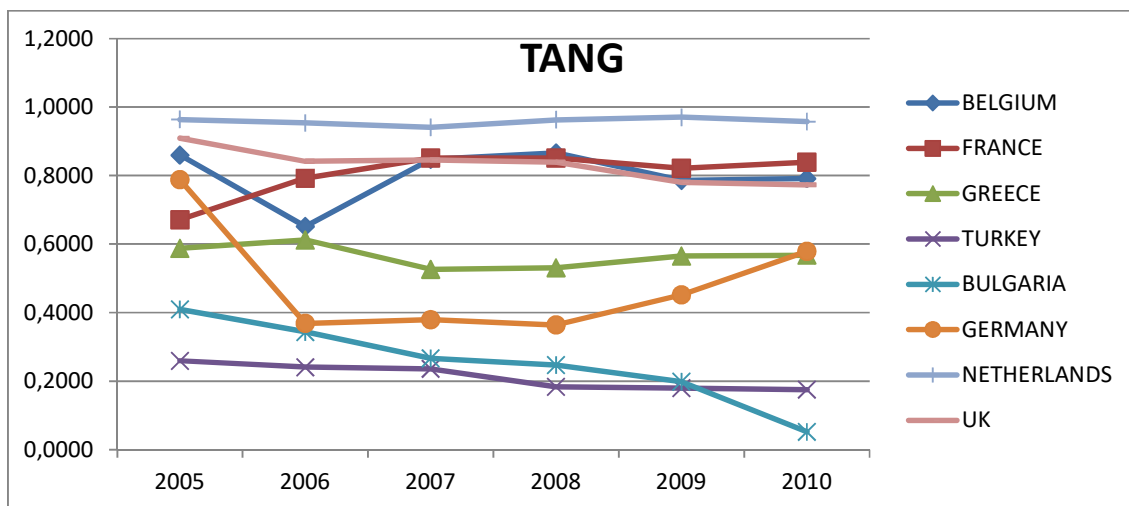
Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει τα πάγια υλικά ή απτά περιουσιακά στοιχεία όπως οικόπεδα, κτίρια, εργοστάσια, μεταφορικά μέσα, μηχανικό εξοπλισμό κτλ. Ο δείκτης αποτελεί τον λόγο των παγίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης.

Πίνακας 13

TANG REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,8000	FRANCE	0,8051	GREECE	0,5652	TURKEY	0,2114
2005	0,8596	2005	0,6713	2005	0,5878	2005	0,2596
2006	0,6515	2006	0,7921	2006	0,6122	2006	0,2409
2007	0,8473	2007	0,8513	2007	0,5266	2007	0,2364
2008	0,8661	2008	0,8512	2008	0,5312	2008	0,1838
2009	0,7863	2009	0,8214	2009	0,5653	2009	0,1796
2010	0,7912	2010	0,8389	2010	0,5679	2010	0,1757
BULGARIA	0,2518	GERMANY	0,4628	NETHERLANDS	0,9582	UK	0,8305
2005	0,4095	2005	0,7881	2005	0,9638	2005	0,9087
2006	0,3436	2006	0,3690	2006	0,9535	2006	0,8417
2007	0,2668	2007	0,3796	2007	0,9411	2007	0,8456
2008	0,2471	2008	0,3645	2008	0,9631	2008	0,8388
2009	0,1986	2009	0,4521	2009	0,9702	2009	0,7803
2010	0,0525	2010	0,5791	2010	0,9575	2010	0,7732

Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη εμφανίζονται στην Ολλανδία, Γαλλία, Βέλγιο και Ηνωμένο Βασίλειο ενώ οι χαμηλότερες στην Βουλγαρία και την Τουρκία. Οι τιμές του δείκτη, σε όλες τις χώρες, εκτός της Βουλγαρίας στην οποία παρατηρείται συνεχόμενη μείωση, παραμένουν σχετικά σταθερές σε όλες τις χώρες για το χρονικό διάστημα 2005-2010.

Διάγραμμα 6



Από το διάγραμμα φαίνεται πως υπάρχει υψηλή ετερογένεια του δείκτη τόσο στο μέγεθος όσο και στην εξέλιξή του ανά έτος για κάθε χώρα, καθώς σε ορισμένες χώρες οι τιμές του δείκτη είναι υψηλές και σε άλλες χαμηλές, με την απόκλιση μεταξύ τους να είναι υψηλή. Ειδικότερα, στην Γαλλία, Ελλάδα και Ολλανδία ο δείκτης παραμένει σχετικά σταθερός, μειώνεται έντονα στην Βουλγαρία και επίσης μειώνεται σε μικρό βαθμό στην Τουρκία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Ανάλυση δείκτη “LNSALES”

Ο δείκτης αυτός αποτελεί τον φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων και χρησιμοποιείται και ως μέτρο απεικόνισης του μεγέθους των εταιρειών.

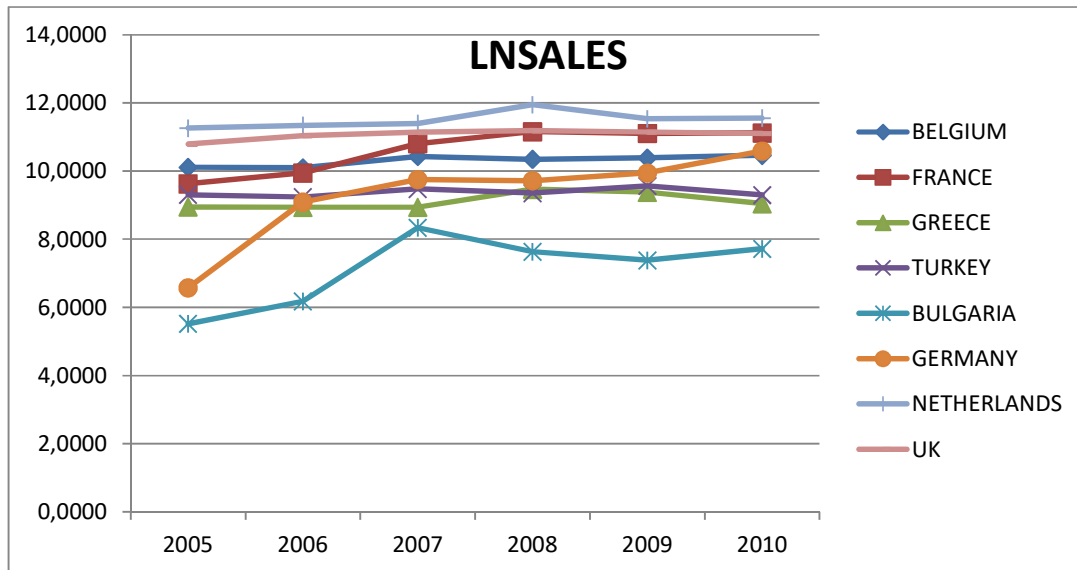
Πίνακας 14

LNSALES REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	10,3034	FRANCE	10,6317	GREECE	9,1186	TURKEY	9,3753
2005	10,1107	2005	9,6242	2005	8,9504	2005	9,3030
2006	10,0952	2006	9,9406	2006	8,9349	2006	9,2370
2007	10,4282	2007	10,8035	2007	8,9401	2007	9,4761
2008	10,3447	2008	11,1572	2008	9,4664	2008	9,3513
2009	10,3832	2009	11,1041	2009	9,3772	2009	9,5642
2010	10,4630	2010	11,1161	2010	9,0424	2010	9,2992
BULGARIA	7,2687	GERMANY	9,1620	NETHERLANDS	11,4946	UK	11,0677
2005	5,5179	2005	6,5757	2005	11,2606	2005	10,7887
2006	6,1756	2006	9,0918	2006	11,3387	2006	11,0432
2007	8,3366	2007	9,7527	2007	11,3952	2007	11,1377
2008	7,6342	2008	9,7192	2008	11,9474	2008	11,1863
2009	7,3830	2009	9,9429	2009	11,5352	2009	11,1475
2010	7,7179	2010	10,5885	2010	11,5553	2010	11,1026

Οι τιμές του μέσου όρου του δείκτη, όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, δεν διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις εταιρείες σε κάθε χώρα.

Επίσης, με εξαίρεση την Βουλγαρία, η οποία παρουσιάζει πτώση από έτος 2007 έως το 2009, οι τιμές του δείκτη γενικότερα έχουν ανοδική πορεία και στα έτη που παρουσιάζεται μείωση, αυτή είναι μικρή.

Διάγραμμα 7



Στο παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζεται η τάση του δείκτη. Ειδικότερα, παρατηρείται αύξηση στο Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία και Ηνωμένο Βασίλειο. Η Βουλγαρία εμφανίζει σημαντική κάμψη από το 2007 έως το 2009 και επιστρέφει σε ανοδική πορεία από το 2010. Τέλος, η Ελλάδα και η Τουρκία σημειώνουν μικρή πτώση στις τιμές του δείκτη.

Ανάλυση δείκτη “LNTA”

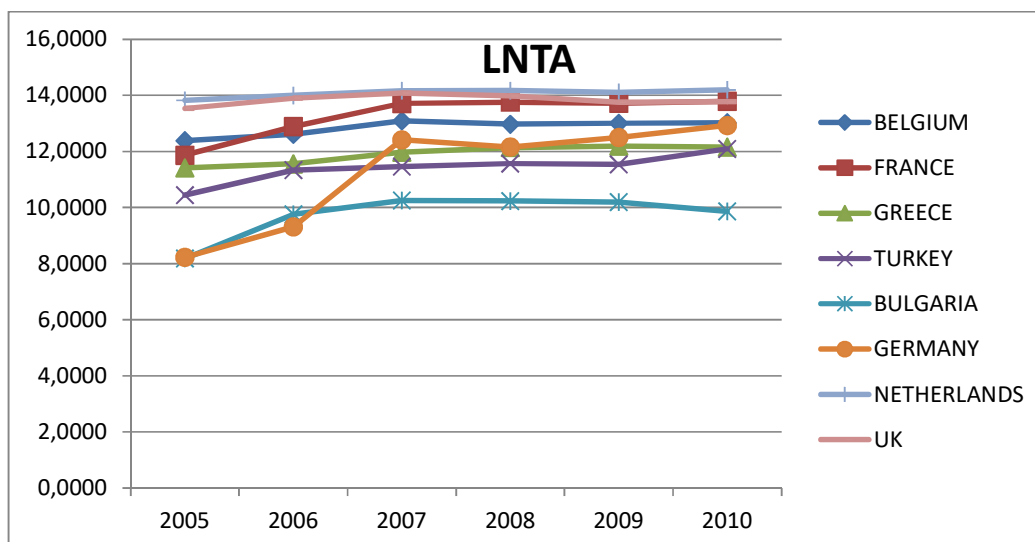
Ο δείκτης αυτός εκφράζει τον φυσικό λογάριθμο των συνολικών κεφαλαίων και απεικονίζει, όπως και ο δείκτης LNSALES, το μέγεθος της εταιρείας.

Πίνακας 15

LNTA REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	12,8391	FRANCE	13,2894	GREECE	11,9068	TURKEY	11,4045
2005	12,3816	2005	11,8633	2005	11,4180	2005	10,4414
2006	12,6079	2006	12,8884	2006	11,5558	2006	11,3317
2007	13,0897	2007	13,7067	2007	11,9766	2007	11,4562
2008	12,9697	2008	13,7578	2008	12,1394	2008	11,5674
2009	13,0058	2009	13,7201	2009	12,1941	2009	11,5351
2010	13,0220	2010	13,7894	2010	12,1569	2010	12,0881
BULGARIA	9,7418	GERMANY	11,0851	NETHERLANDS	14,0745	UK	13,8384
2005	8,1829	2005	8,2259	2005	13,8216	2005	13,5336
2006	9,7567	2006	9,3109	2006	13,9961	2006	13,8976
2007	10,2488	2007	12,4117	2007	14,1615	2007	14,0875
2008	10,2327	2008	12,1596	2008	14,1677	2008	13,9802
2009	10,1950	2009	12,4967	2009	14,1058	2009	13,7515
2010	9,8624	2010	12,9239	2010	14,1944	2010	13,7802

Τα αποτελέσματα του δείκτη είναι παρόμοια με αυτά του δείκτη LNSALES. Το μέγεθος των εταιρειών εμφανίζεται να είναι ομοιογενές σε όλες τις χώρες. Επίσης, οι μεταβολές του δείκτη είναι παρόμοιες με αυτές του προηγούμενου δείκτη, όπως απεικονίζεται και στο παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα 8



Ανάλυση δείκτη “DEBTTL”.

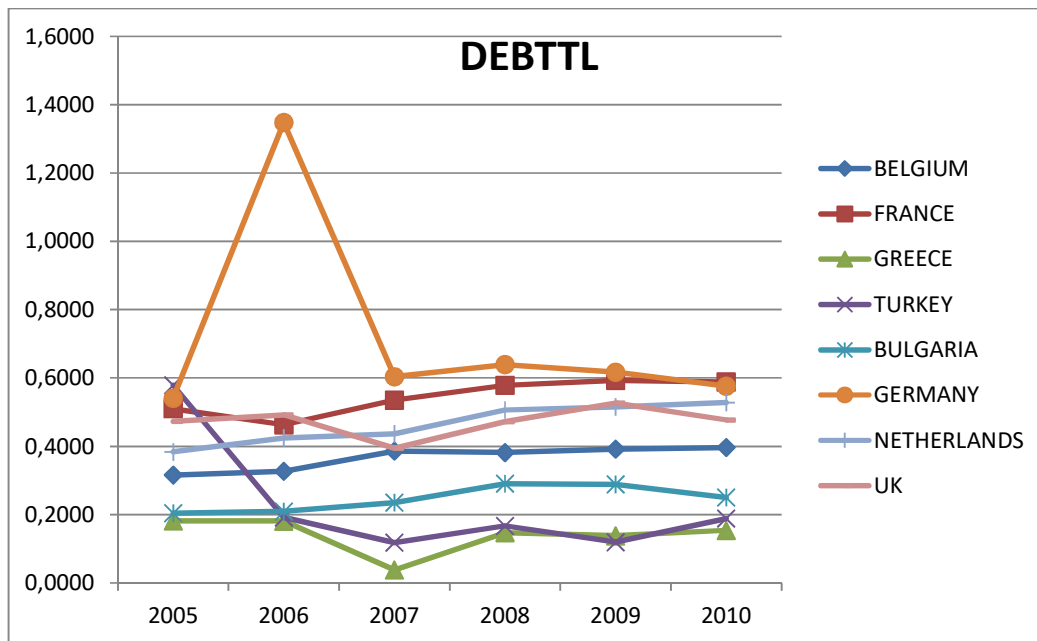
Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από τον λόγο των συνολικών υποχρεώσεων προς τα συνολικά κεφάλαια. Αποτελεί έναν δείκτη απεικόνισης της φερεγγυότητας των επιχειρήσεων, καθώς εξετάζει κατά πόσον τα περιουσιακά στοιχεία μίας επιχείρησης αποτελούνται από υποχρεώσεις της εταιρείας προς τρίτους. Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του δείκτη τόσο υψηλότερες είναι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης. Οι χαμηλές τιμές του δείκτη αποτελούν ένδειξη οικονομικής ευρωστίας.

Πίνακας 16

DEBTTL REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	0,3658	FRANCE	0,5451	GREECE	0,1400	TURKEY	0,2278
2005	0,3161	2005	0,5101	2005	0,1817	2005	0,5786
2006	0,3266	2006	0,4627	2006	0,1811	2006	0,1916
2007	0,3857	2007	0,5351	2007	0,0381	2007	0,1181
2008	0,3818	2008	0,5785	2008	0,1474	2008	0,1671
2009	0,3916	2009	0,5928	2009	0,1378	2009	0,1193
2010	0,3965	2010	0,5883	2010	0,1539	2010	0,1888
BULGARIA	0,2462	GERMANY	0,5308	NETHERLANDS	0,4656	UK	0,4725
2005	0,2042	2005	0,2989	2005	0,3834	2005	0,4729
2006	0,2091	2006	0,4236	2006	0,4245	2006	0,4920
2007	0,2351	2007	0,6272	2007	0,4364	2007	0,3943
2008	0,2908	2008	0,6665	2008	0,5064	2008	0,4722
2009	0,2884	2009	0,6329	2009	0,5149	2009	0,5266
2010	0,2503	2010	0,5911	2010	0,5281	2010	0,4768

Από τον παραπάνω πίνακα, οι χώρες με τις χαμηλότερες τιμές του δείκτη είναι η Ελλάδα, η Βουλγαρία και η Τουρκία ενώ τις υψηλότερες τιμές του μέσου όρου του δείκτη λαμβάνουν οι επιχειρήσεις της Γαλλίας, Γερμανίας και Ηνωμένο Βασίλειο.

Διάγραμμα 9



Στο διάγραμμα απεικονίζονται οι τιμές του δείκτη για τις επιχειρήσεις για τα έτη 2005-2010. Ο δείκτης έχει ανοδική πορεία από για τα έτη 2008-2010 στις βελγικές, γαλλικές, ολλανδικές, ελληνικές και τουρκικές επιχειρήσεις, ενώ αντίθετα μειώνεται για τις γερμανικές και βρετανικές επιχειρήσεις το ίδιο χρονικό διάστημα.

Ανάλυση δείκτη “UNGEARED BETA”

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τον μη μοχλευμένο συντελεστή beta και συσχετίζει την μετοχή της εταιρείας χωρίς χρέος με τον γενικό χρηματιστηριακό δείκτη. Παρέχει τις ίδιες πληροφορίες με τον συντελεστή beta αλλά αφαιρεί την επίδραση του χρέους.

Στον πίνακα παρατίθεται ο μέσος όρος του συντελεστή για τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις ανά χώρα και ανά έτος. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων των τιμών του δείκτη για συγκεκριμένα έτη για ορισμένες χώρες, τα αντίστοιχα πεδία του πίνακα και του διαγράμματος εμφανίζονται κενά.

Συνολικά, οι τιμές του δείκτη υποδεικνύουν πως οι επιχειρήσεις δεν

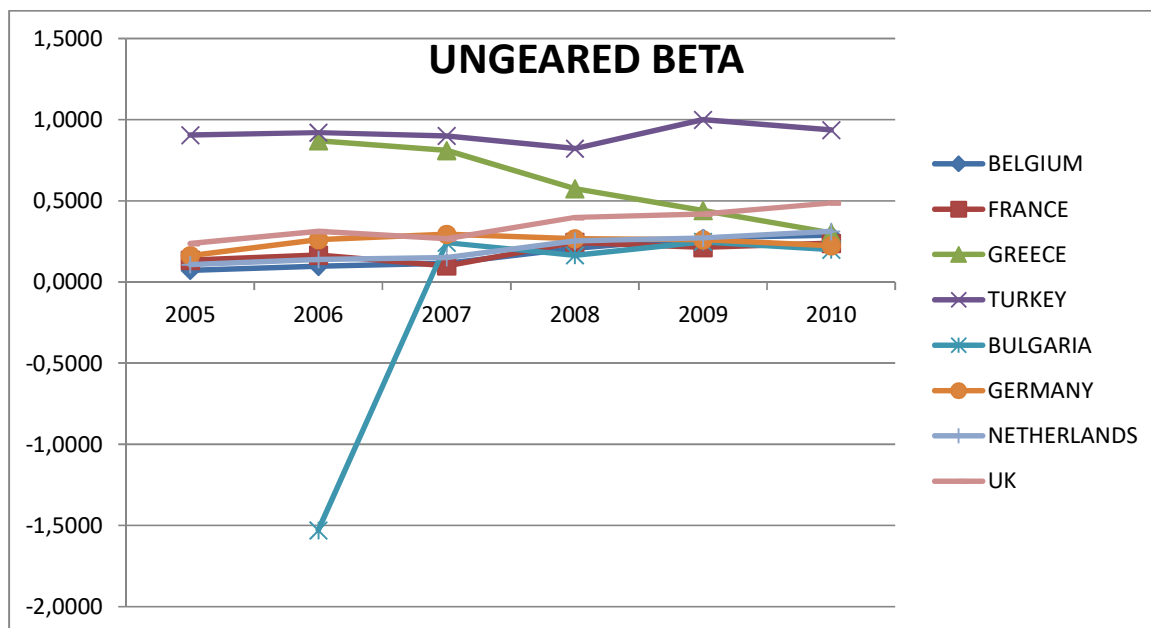
σχετίζονται με την πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη, καθώς είναι πολύ κοντά στο μηδέν, με εξαίρεση την Τουρκία, της οποίας οι τιμές ακολουθούν διαφορετική πορεία από αυτή των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων.

Πίνακας 17

UNGEARED BETA REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	0,1773	FRANCE	0,1852	GREECE	0,5727	TURKEY	0,9136
2005	0,0720	2005	0,1334	2005		2005	0,9044
2006	0,0971	2006	0,1649	2006	0,8700	2006	0,9200
2007	0,1141	2007	0,0996	2007	0,8100	2007	0,9000
2008	0,2065	2008	0,2442	2008	0,5750	2008	0,8220
2009	0,2704	2009	0,2133	2009	0,4400	2009	0,9990
2010	0,2882	2010	0,2375	2010	0,3033	2010	0,9360
BULGARIA	0,0792	GERMANY	0,2453	NETHERLANDS	0,2056	UK	0,3542
2005		2005	0,1623	2005	0,1072	2005	0,2363
2006	-1,5287	2006	0,2610	2006	0,1386	2006	0,3119
2007	0,2415	2007	0,2937	2007	0,1510	2007	0,2665
2008	0,1644	2008	0,2665	2008	0,2528	2008	0,3965
2009	0,2478	2009	0,2600	2009	0,2722	2009	0,4182
2010	0,1987	2010	0,2235	2010	0,3117	2010	0,4865

Στο διάγραμμα της διαχρονικής εξέλιξης του δείκτη υψηλή αρνητική τιμή παρουσιάζει η Βουλγαρία, μόνο για το έτος 2006. Επίσης, οι τουρκικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν τιμές του δείκτη κοντά στην μονάδα, το οποίο φανερώνει πως υπάρχει ισχυρή επίδραση από την πορεία του χρηματιστηρίου. Η Ελλάδα παρουσιάζει υψηλή τιμή του δείκτη μόνο για το έτος 2006 αλλά ο δείκτης εξελίσσεται μειούμενος τις επόμενες χρονιές. Η Γαλλία και η Γερμανία παρουσιάζουν χαμηλές τιμές του δείκτη, οι οποίες παραμένουν σχετικά σταθερές σε όλη την εξαετία. Αντίθετα, παρατηρείται αύξηση στις βελγικές και στις αγγλικές επιχειρήσεις κυρίως από το 2007 και έπειτα.

Διάγραμμα 10



Ανάλυση δείκτη "ASSTURN"

Ο δείκτης παρουσιάζει τον λόγο των πωλήσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, προσδιορίζοντας έτσι το βαθμό χρησιμοποίησης του συνολικού ενεργητικού κατά την παραγωγική διαδικασία.

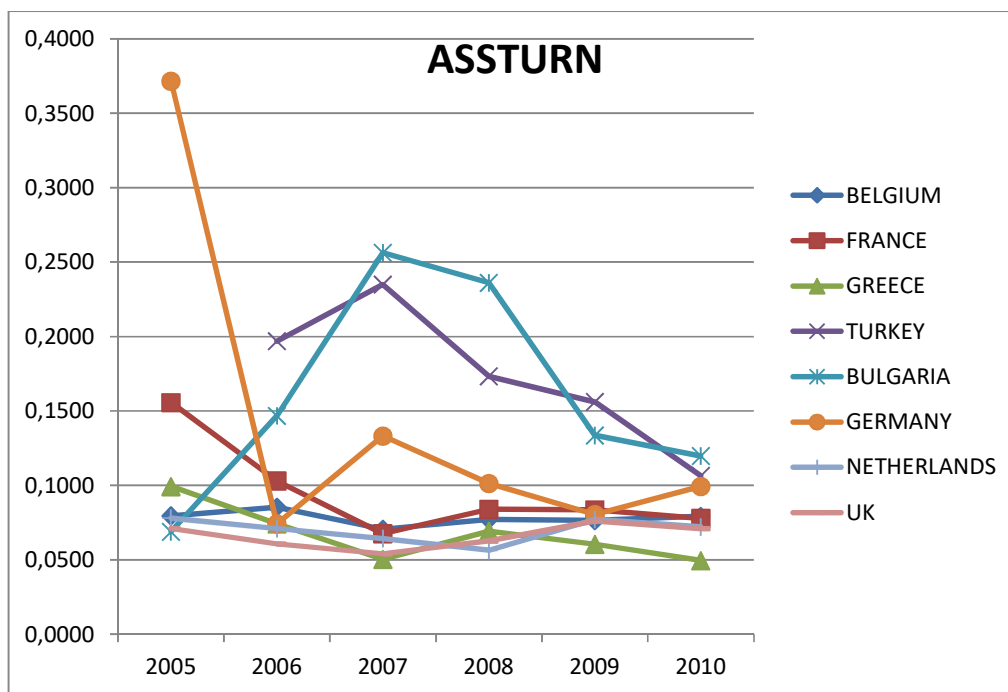
Πίνακας 18

ASSTURN REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,0783	FRANCE	0,0950	GREECE	0,0672	TURKEY	0,1728
2005	0,0796	2005	0,1556	2005	0,0992	2005	0,1716
2006	0,0854	2006	0,1030	2006	0,0743	2006	0,1969
2007	0,0706	2007	0,0676	2007	0,0504	2007	0,2349
2008	0,0771	2008	0,0840	2008	0,0692	2008	0,1733
2009	0,0764	2009	0,0836	2009	0,0605	2009	0,1562
2010	0,0792	2010	0,0778	2010	0,0495	2010	0,1065
BULGARIA	0,1731	GERMANY	0,1549	NETHERLANDS	0,0699	UK	0,0660
2005	0,0689	2005	0,3715	2005	0,0781	2005	0,0711
2006	0,1468	2006	0,0742	2006	0,0710	2006	0,0608
2007	0,2562	2007	0,1331	2007	0,0643	2007	0,0541
2008	0,2362	2008	0,1013	2008	0,0565	2008	0,0627

2009	0,1336	2009	0,0804	2009	0,0772	2009	0,0760
2010	0,1198	2010	0,0993	2010	0,0722	2010	0,0711

Από τον ανωτέρω πίνακα, φαίνεται πως οι τιμές του δείκτη σε όλες τις χώρες είναι κοντά στο μηδέν, το οποίο σημαίνει χαμηλής έντασης χρήσης περιουσιακών στοιχείων στην παραγωγική διαδικασία.

Διάγραμμα 11



Υψηλές τιμές του δείκτη εμφανίζονται στην Βουλγαρία για τα έτη 2007 και 2008, στην Γερμανία για το έτος 2005 και στη Τουρκία για τα έτη 2005-2008. Και στις τρεις χώρες έπειτα από αυτά τα χρονικά σημεία, οι τιμές του δείκτη μειώνονται. Στις υπόλοιπες χώρες εμφανίζονται αυξομειώσεις χαμηλής, όμως, έντασης.

Ανάλυση δείκτη "SDEBT"

Ο δείκτης αποτελεί τον λόγο του βραχυχρονίου χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια. Εντάσσεται στους δείκτες φερεγγυότητας και απεικονίζει

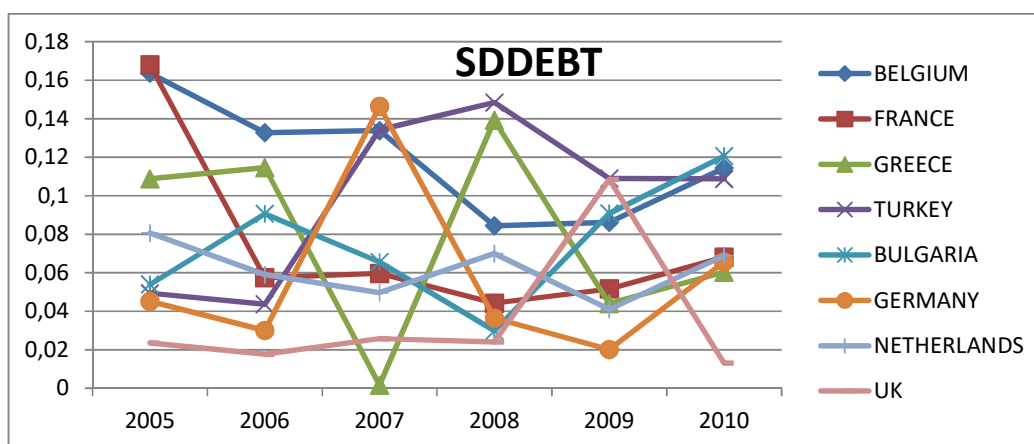
την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της για χρονικό διάστημα μικρότερο του έτους.

Πίνακας 19

SDEBT REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,1173	FRANCE	0,0727	GREECE	0,0799	TURKEY	0,1025
2005	0,1636	2005	0,1679	2005	0,1087	2005	0,0493
2006	0,1328	2006	0,0575	2006	0,1146	2006	0,0436
2007	0,1338	2007	0,0596	2007	0,0016	2007	0,1342
2008	0,0844	2008	0,0442	2008	0,1392	2008	0,1484
2009	0,0862	2009	0,0516	2009	0,0440	2009	0,1089
2010	0,1143	2010	0,0681	2010	0,0602	2010	0,1087
BULGARIA	0,0749	GERMANY	0,0616	NETHERLANDS	0,0608	UK	0,0315
2005	0,0539	2005	0,0451	2005	0,0806	2005	0,0236
2006	0,0906	2006	0,0300	2006	0,0590	2006	0,0176
2007	0,0656	2007	0,1464	2007	0,0496	2007	0,0257
2008	0,0298	2008	0,0364	2008	0,0699	2008	0,0240
2009	0,0908	2009	0,0201	2009	0,0409	2009	0,1084
2010	0,1206	2010	0,0656	2010	0,0689	2010	0,0131

Από τον πίνακα φαίνεται πως όλες οι εταιρείες διατηρούν χαμηλά ποσοστά απασχόλησης ξένων κεφαλαίων στο βραχυπρόθεσμο διάστημα.

Διάγραμμα 12



Οι τιμές του δείκτη φαίνεται πως έχουν έντονες αυξομειώσεις σε όλες τις χώρες. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε σε μία επιχείρηση του κλάδου, η

οποία εμφάνισε υψηλό ποσοστό χρέους σε δεδομένη χρονική στιγμή είτε στην οικονομική κατάσταση όλου του κλάδου.

Ειδικότερα, την υψηλότερη αύξηση παρουσιάζει η Βουλγαρία το 2009 και την χαμηλότερη η Ελλάδα το έτος 2007 με έντονη αύξηση το 2008 και ξανά έντονη μείωση το 2009.

Ανάλυση δείκτη “LDEBT”

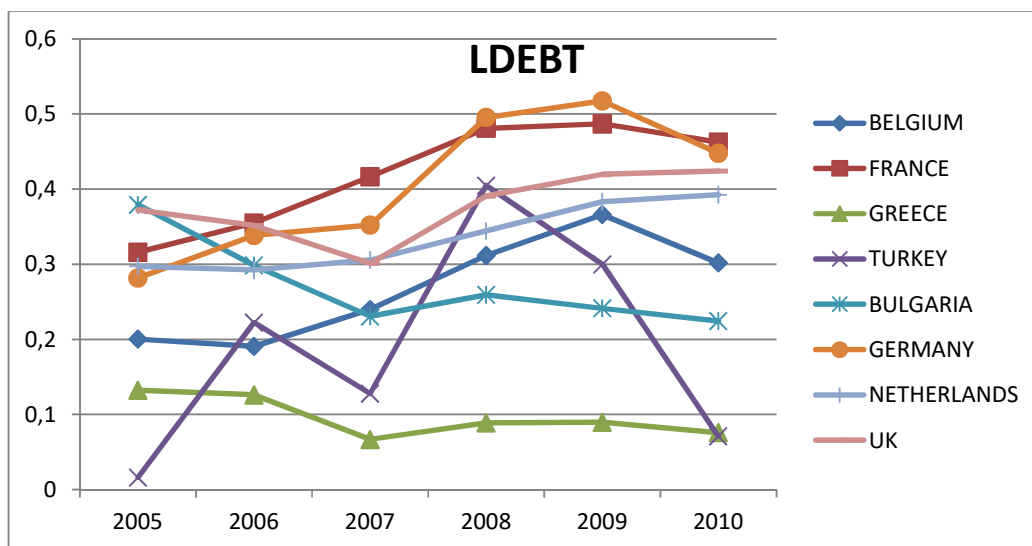
Ο δείκτης αυτός μετρά τον λόγο του μακροχρόνιου χρέους, δηλαδή τις υποχρεώσεις που πρέπει να ικανοποιήσει η εταιρεία σε διάστημα μεγαλύτερο του έτους, προς τα συνολικά κεφάλαια.

Πίνακας 20

LDEBT REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	Μ.Ο
BELGIUM	0,2683	FRANCE	0,4232	GREECE	0,0913	TURKEY	0,1841
2005	0,2003	2005	0,3159	2005	0,1324	2005	0,0160
2006	0,1906	2006	0,3547	2006	0,1261	2006	0,2222
2007	0,2398	2007	0,4165	2007	0,0668	2007	0,1278
2008	0,3115	2008	0,4810	2008	0,0890	2008	0,4047
2009	0,3660	2009	0,4868	2009	0,0897	2009	0,2998
2010	0,3017	2010	0,4624	2010	0,0759	2010	0,0710
BULGARIA	0,2619	GERMANY	0,4195	NETHERLANDS	0,3373	UK	0,3756
2005	0,3791	2005	0,2816	2005	0,2972	2005	0,3722
2006	0,2985	2006	0,3383	2006	0,2922	2006	0,3515
2007	0,2305	2007	0,3521	2007	0,3057	2007	0,3012
2008	0,2592	2008	0,4954	2008	0,3442	2008	0,3910
2009	0,2412	2009	0,5174	2009	0,3831	2009	0,4195
2010	0,2244	2010	0,4478	2010	0,3924	2010	0,4239

Γενικότερα, όλες οι εταιρείες εμφανίζουν χαμηλά ποσοστά μακροπρόθεσμης μόχλευσης.

Διάγραμμα 13



Η τάση του δείκτη για τα έτη 2005-2010 είναι σταθερή, εκτός από την Γαλλία το έτος 2006, την Ολλανδία για το έτος 2007 και την Τουρκία για το ίδιο έτος.

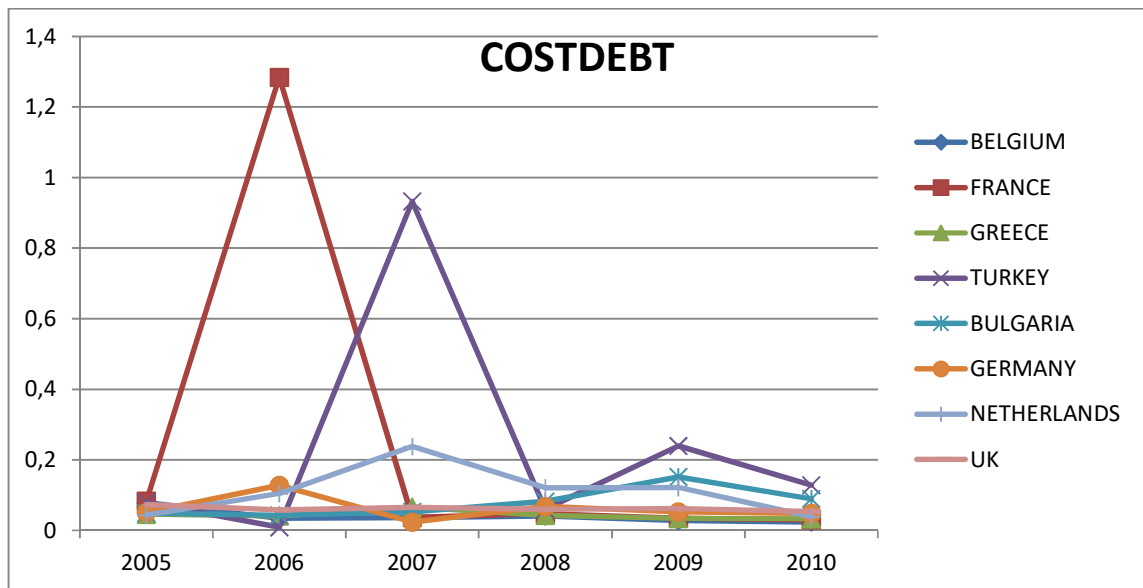
Ανάλυση δείκτη "COSTDEBT"

Ο δείκτης αποτελείται από τον λόγο των τόκων από χρέος προς το συνολικό χρέος. Οι τιμές του δείκτη παρουσιάζουν μεγάλη ομοιότητα με αυτές του δείκτη μακροχρόνιου χρέους και επίσης εμφανίζουν τις ίδιες ακραίες τιμές για τον μέσο όρο των εταιρειών στην Βουλγαρία το 2006 και στην Τουρκία το έτος 2007.

Πίνακας 21

COSTDEBT REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,0397	FRANCE	0,2480	GREECE	0,0407	TURKEY	0,2160
2005	0,0790	2005	0,0833	2005	0,0460	2005	0,0794
2006	0,0337	2006	1,2841	2006	0,0412	2006	0,0091
2007	0,0363	2007	0,0376	2007	0,0668	2007	0,9329
2008	0,0412	2008	0,0476	2008	0,0427	2008	0,0605
2009	0,0277	2009	0,0350	2009	0,0343	2009	0,2396
2010	0,0239	2010	0,0299	2010	0,0332	2010	0,1284
BULGARIA	0,0840	GERMANY	0,0588	NETHERLANDS	0,1131	UK	0,0623
2005	0,0497	2005	0,0513	2005	0,0431	2005	0,0730
2006	0,0428	2006	0,1279	2006	0,1047	2006	0,0583
2007	0,0532	2007	0,0237	2007	0,2376	2007	0,0658
2008	0,0823	2008	0,0678	2008	0,1214	2008	0,0599
2009	0,1519	2009	0,0528	2009	0,1222	2009	0,0621
2010	0,0897	2010	0,0487	2010	0,0393	2010	0,0541

Διάγραμμα 14



Ανάλυση δείκτη “DEBTTD”.

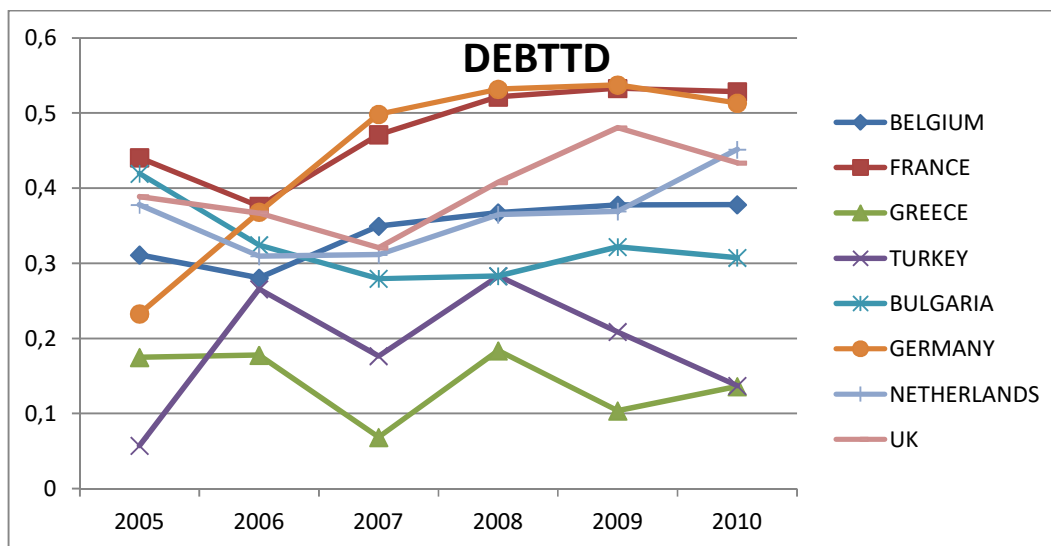
Ο δείκτης αποτελεί τον λόγο του συνολικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρείας. Η μέτρηση του μέσου όρου των τιμών του δείκτη σημαίνει πως οι εταιρείες διατηρούν χαμηλά ποσοστά μόχλευσης στο σύνολο της δραστηριότητάς τους.

Πίνακας 22

DEBTTD REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	0,3436	FRANCE	0,4795	GREECE	0,1431	TURKEY	0,1897
2005	0,3111	2005	0,4406	2005	0,1749	2005	0,0573
2006	0,2806	2006	0,3762	2006	0,1777	2006	0,2658
2007	0,3496	2007	0,4713	2007	0,0685	2007	0,1768
2008	0,3676	2008	0,5216	2008	0,1837	2008	0,2833
2009	0,3778	2009	0,5329	2009	0,1037	2009	0,2088
2010	0,3781	2010	0,5286	2010	0,1361	2010	0,1371
BULGARIA	0,3124	GERMANY	0,4628	NETHERLANDS	0,3638	UK	0,3986
2005	0,4195	2005	0,2329	2005	0,3779	2005	0,3889
2006	0,3243	2006	0,3683	2006	0,3095	2006	0,3670
2007	0,2797	2007	0,4985	2007	0,3116	2007	0,3208
2008	0,2830	2008	0,5318	2008	0,3649	2008	0,4079
2009	0,3220	2009	0,5375	2009	0,3692	2009	0,4804
2010	0,3076	2010	0,5134	2010	0,4515	2010	0,4337

Στο διάγραμμα εμφανίζονται αυξομειώσεις του δείκτη. Στην Γερμανία παρουσιάζεται σημαντική άνοδος για τα έτη 2005 και 2006, στην Τουρκία και το Ηνωμένο Βασίλειο, επίσης σημαντική άνοδος στο έτος 2006.

Διάγραμμα 15



Ανάλυση δείκτη “LNMVTA”.

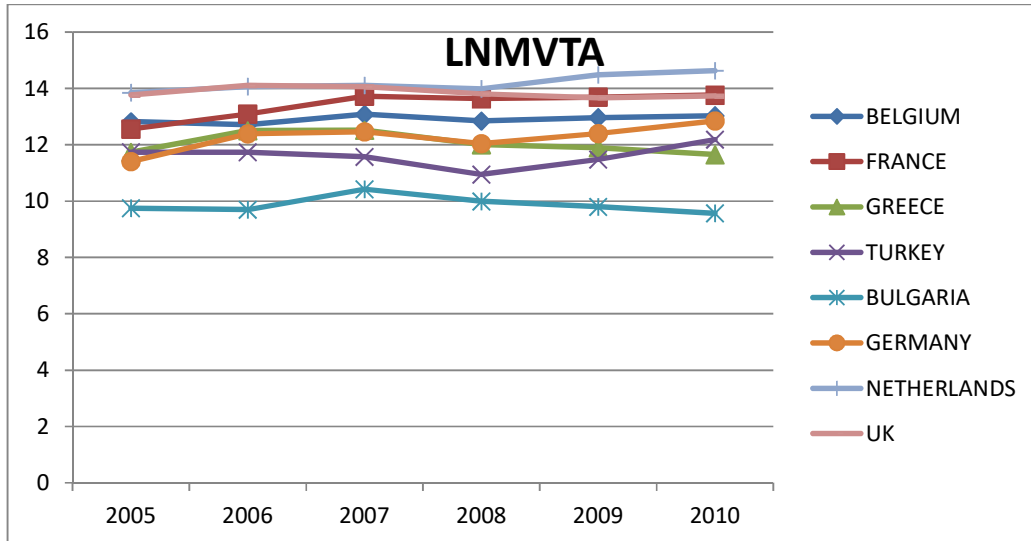
Ο δείκτης αποτελεί τον φυσικό λογάριθμο των κεφαλαίων και εκτιμάται σε τιμές αγοράς.

Πίνακας 23

LNMVTA REITs 2005-2010							
ΧΩΠΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΠΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΠΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΠΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	12,9042	FRANCE	13,4543	GREECE	12,0320	TURKEY	11,5983
2005	12,8204	2005	12,5581	2005	11,7359	2005	11,7402
2006	12,7084	2006	13,0929	2006	12,5027	2006	11,7347
2007	13,0765	2007	13,7239	2007	12,5167	2007	11,5747
2008	12,8475	2008	13,6310	2008	12,0038	2008	10,9424
2009	12,9633	2009	13,6934	2009	11,8972	2009	11,4789
2010	13,0307	2010	13,7622	2010	11,6475	2010	12,1881
BULGARIA	9,9269	GERMANY	12,2637	NETHERLANDS	14,1683	UK	13,8549
2005	9,7499	2005	11,4051	2005	13,8493	2005	13,7652
2006	9,6997	2006	12,3916	2006	14,0641	2006	14,1067
2007	10,4216	2007	12,4633	2007	14,1089	2007	14,0618
2008	9,9915	2008	12,0435	2008	13,9846	2008	13,8059
2009	9,7996	2009	12,3992	2009	14,4831	2009	13,6708
2010	9,5725	2010	12,8480	2010	14,6306	2010	13,7283

Οι τιμές του δείκτη, ως συνολικός μέσος όρος, δεν έχουν έντονες αποκλίσεις ανάμεσα στις χώρες.

Διάγραμμα 16



Όπως απεικονίζεται η τιμή του δείκτη στο παραπάνω διάγραμμα, οι χώρες με τις χαμηλότερες τιμές είναι η Βουλγαρία και η Τουρκία, ενώ τις υψηλότερες κατέχουν η Ολλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία. Στον δείκτη δεν υπάρχουν έντονες αυξομειώσεις και γενικά ακολουθεί μία σταθερή εξέλιξη για τα έτη 2005-2010 για τις επιχειρήσεις του κλάδου σε όλες τις χώρες

Ανάλυση δείκτη “PTBV”.

Ο δείκτης μετρά την λογιστική αξία της μετοχής προς την τιμή της. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του, τόσο πιο θετική είναι η αποτίμηση της εταιρείας από τους επενδυτές.

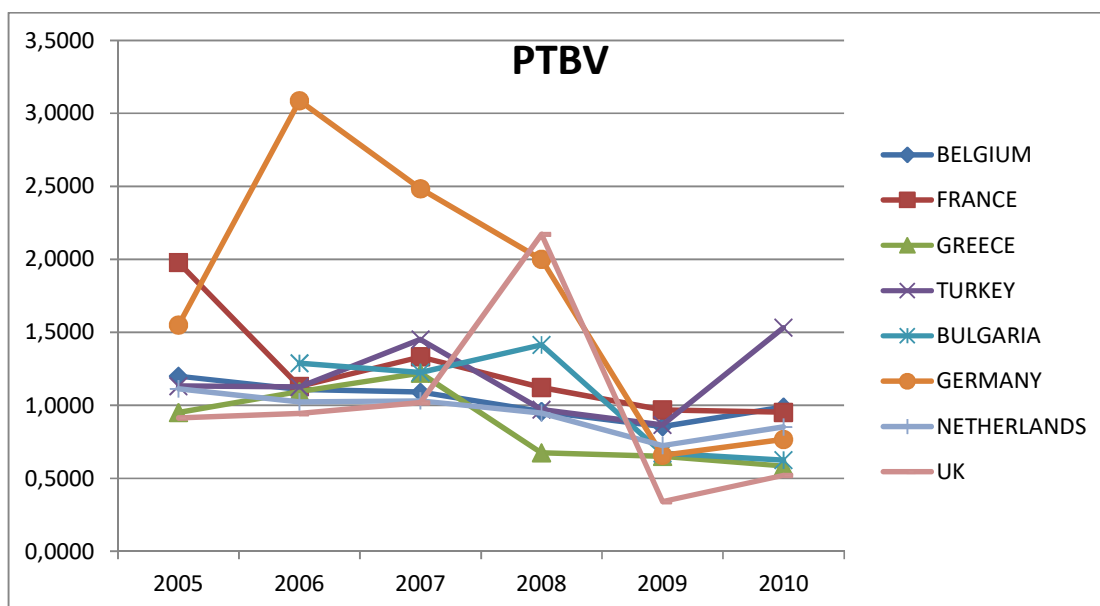
Στον πίνακα εμφανίζονται οι τιμές του κλάδου ανά χώρα για τα έτη 2005-2010. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων των τιμών του δείκτη για την Βουλγαρία το 2005, το αντίστοιχο πεδίο του πίνακα και του διαγράμματος εμφανίζεται κενό.

Πίνακας 24

PTBV REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	1,0296	FRANCE	1,2119	GREECE	0,8317	TURKEY	1,1810
2005	1,1991	2005	1,9785	2005	0,9500	2005	1,1311
2006	1,1100	2006	1,1288	2006	1,0950	2006	1,1256
2007	1,0900	2007	1,3321	2007	1,2200	2007	1,4520
2008	0,9575	2008	1,1218	2008	0,6750	2008	0,9700
2009	0,8533	2009	0,9692	2009	0,6500	2009	0,8650
2010	0,9883	2010	0,9518	2010	0,5833	2010	1,5320
BULGARIA	0,9426	GERMANY	1,6033	NETHERLANDS	0,9483	UK	0,9852
2005		2005	1,5500	2005	1,1129	2005	0,9131
2006	1,2880	2006	3,0867	2006	1,0229	2006	0,9431
2007	1,2250	2007	2,4833	2007	1,0314	2007	1,0176
2008	1,4133	2008	2,0000	2008	0,9471	2008	2,1712
2009	0,6715	2009	0,6580	2009	0,7243	2009	0,3406
2010	0,6246	2010	0,7660	2010	0,8514	2010	0,5188

Η διακύμανση των τιμών του δείκτη ανάμεσα στις προς εξέταση επιχειρήσεις δεν είναι μεγάλη. Σε όλες τις χώρες η τιμή του δείκτη είναι ικανοποιητική, ως προς τον συνολικό μέσο όρο της εξαετίας.

Διάγραμμα 17



Η μεγαλύτερη τιμή του δείκτη βρίσκεται στην Γερμανία για το έτος 2006 και η χαμηλότερη στο Ηνωμένο Βασίλειο για το έτος 2009. Η πορεία του δείκτη είναι κοινή για τις χώρες Βέλγιο, Γερμανία Τουρκία, Ολλανδία και Ηνωμένο Βασίλειο καθώς παρουσιάζουν μείωση από το 2007 και από το 2009 η τιμή του δείκτη αυξάνει. Αντίθετα, ο δείκτης για την Βουλγαρία και την Ελλάδα δεν εμφανίζει άνοδο.

Ανάλυση δείκτη “DIV_YIELD”.

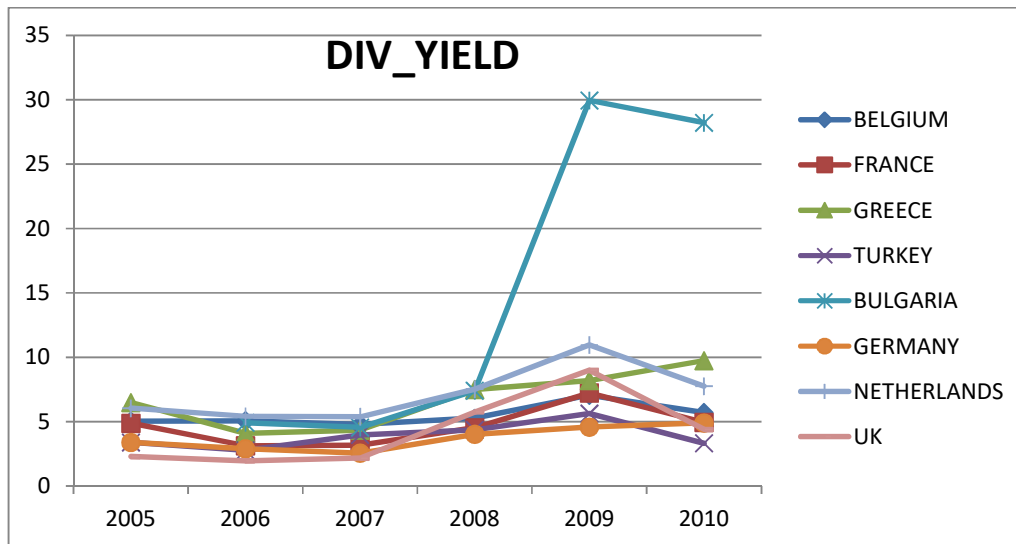
Ο δείκτης μετρά την μερισματική απόδοση για τα έτη 2005-2010. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων των τιμών του δείκτη για την Βουλγαρία το 2005, το αντίστοιχο πεδίο του πίνακα και του διαγράμματος εμφανίζεται κενό.

Πίνακας 25

DIV_YIELD REITs 2005-2010							
ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O	ΧΩΡΑ-ΕΤΟΣ	M.O
BELGIUM	5,4957	FRANCE	4,6943	GREECE	7,0000	TURKEY	4,0243
2005	5,0345	2005	4,8800	2005	6,4900	2005	3,3900
2006	5,0709	2006	3,1322	2006	4,0950	2006	2,7833
2007	4,7955	2007	3,1886	2007	4,3500	2007	3,9850
2008	5,2718	2008	4,5378	2008	7,5000	2008	4,3800
2009	7,0673	2009	7,2324	2009	8,1950	2009	5,6325
2010	5,7142	2010	4,9479	2010	9,7433	2010	3,3333
BULGARIA	21,0584	GERMANY	3,7686	NETHERLANDS	7,1831	UK	4,2826
2005		2005	3,3900	2005	6,0450	2005	2,2956
2006	4,9100	2006	2,9000	2006	5,4233	2006	1,9731
2007	4,5500	2007	2,5600	2007	5,3850	2007	2,1719
2008	7,4029	2008	4,0250	2008	7,5367	2008	5,7588
2009	29,9363	2009	4,5800	2009	10,9533	2009	8,9956
2010	28,2113	2010	4,9000	2010	7,7550	2010	4,4081

Όπως προκύπτει από τον πίνακα δεν υπάρχουν υψηλές αποκλίσεις του δείκτη ανάμεσα στις χώρες, με εξαίρεση την τιμή του συνολικού δείκτη της Βουλγαρίας για την εξεταζόμενη εξαετία.

Διάγραμμα 18



Όπως προκύπτει και από το παρακάτω διάγραμμα, η Βουλγαρία εμφανίζει ραγδαία αύξηση το έτος 2009 στην τιμή του δείκτη, η οποία παραμένει σταθερή και το έτος 2010.

Η μερισματική απόδοση του κλάδου των υπόλοιπων χωρών είναι σχετικά σταθερή και σε όλες παρατηρείται αύξηση του δείκτη από το 2007 και έπειτα.

5.3 Ανάλυση Δεδομένων Panel.

5.3.1 Θεωρητική ανάλυση.

Τα δεδομένα panel αποτελούν στατιστικά στοιχεία, στα οποία μία διαστρωματική μονάδα (cross-section unit) απεικονίζεται διαχρονικά (Βαμβουκάς, 2007). Με την χρήση τους παρέχονται πολλαπλές παρατηρήσεις για κάθε μεταβλητή του δείγματος. Τα δεδομένα panel καθίστανται ιδιαίτερα σημαντικά, καθώς η συσχέτιση και η επίδραση των μεταβλητών παρέχει περισσότερες πληροφορίες όταν η εκτίμηση τους δεν γίνεται σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Στα πλεονεκτήματα από την χρήση τους περιλαμβάνεται η σημαντική μείωση του φαινομένου της πολυσυγγραμμικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών και η αντιμετώπιση του προβλήματος του μεροληπτικού σφάλματος. Επίσης, επειδή η ίδια η διαστρωματική μονάδα εκτιμάται με

διαχρονικά στοιχεία, είναι δυνατή η κάμψη του προβλήματος της ετεροσκεδαστικότητας (Βαμβουκάς, 2007). Επίσης, παρέχουν στον αναλυτή έναν μεγάλο αριθμό δεδομένων, το οποίο αυξάνει τους βαθμούς ελευθερίας και συνεπώς μειώνει την συσχέτιση ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές, καθιστώντας έτσι πιο αποτελεσματικούς τους οικονομετρικούς συντελεστές (Hisao, 2003).

Ειδικότερα, το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας αφορά στην αδυναμία εξατομίκευσης της επίδρασης της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη. Η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας προκύπτει όταν σε διαφορετικές παρατηρήσεις μίας μεταβλητής, η διακύμανση του διαταρακτικού όρου δεν είναι σταθερή, το οποίο συνεπάγεται πως δεν είναι δυνατόν να γίνει εκτίμηση εάν οι αλλαγές που προκύπτουν στην εξαρτημένη μεταβλητή οφείλονται στις μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών ή στην μη σταθερή διακύμανση των καταλοίπων του υποδείγματος. Τέλος, το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης προκύπτει σε δεδομένα, τα οποία απεικονίζονται διαχρονικά και προκύπτει όταν η συσχέτιση δεν αναφέρεται στην σχέση δύο ξεχωριστών μεταβλητών, αλλά στην συσχέτιση δύο διαδοχικών τιμών της ίδιας μεταβλητής (Καραγάνης, 2012).

Τα δεδομένα panel παρουσιάζονται από την παρακάτω συνάρτηση:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{1it}X_{1it} + \varepsilon_{it}$$

Όπου, $i=1,2,\dots,N$ (διαστρωματικές μονάδες)

$t= 1,2,\dots,T$ (χρονική περίοδος)

X = οι ανεξάρτητες μεταβλητές

ε_{it} = κατάλοιπα, τα οποία απεικονίζονται διαστρωματικά και χρονολογικά.

Μέθοδοι εκτίμησης δεδομένων πάνελ.

Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση των δεδομένων panel, διότι δεν παρέχει πληροφορίες για τα

ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης και επίσης δεν μπορεί να προσδιορίσει την ποσοτική επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη μεταβλητή της κάθε διαστρωματικής μονάδας.

a) Υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων.

Στο υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, η σταθερά α μπορεί να διαφέρει ανάμεσα στις επιχειρήσεις αλλά η τιμή της, η οποία αναλογεί σε κάθε επιχείρηση υποτίθεται ότι παραμένει διαχρονικά σταθερή.

Το υπόδειγμα εκτιμάται με την μέθοδο των ψευδομεταβλητών, υποθέτοντας ότι η συνδιακύμανση του στοχαστικού όρου $E(\epsilon_{it}, \epsilon_{ij})$ για $i \neq j$ δύναται να μεταβάλλεται μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων i .

Το υπόδειγμα εξειδικεύεται με την παρακάτω εξίσωση:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \epsilon_{it}$$

Ο υποδείκτης i στον συντελεστή α υποδηλώνει πως κάθε μία από τις επιχειρήσεις δύναται να έχει διαφορετική σταθερά. Η διαφοροποίηση της κάθε επιχείρησης ενδέχεται να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, οι οποίοι αφορούν τον τρόπο διοίκησης της εταιρεία κλπ (Βαμβουκάς Γ., 2007).

b) Υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων.

Σε αυτό το υπόδειγμα οι σταθερές α_{it} θεωρούνται τυχαίες μεταβλητές, με συνέπεια ο στοχαστικός όρος ϵ_{it} να παίζει ρυθμιστικό ρόλο στην εκτίμηση του υποδείγματος (Βαμβουκάς Γ., 2007). Στο υπόδειγμα γίνεται η υπόθεση ότι σε κάθε διαστρωματική μονάδα N , η σταθερά α_{it} είναι τυχαία, δηλαδή,

$$\alpha_{it} = \mu + u_{it}$$

Όπου, $i=1,2,\dots,N$ (διαστρωματικές μονάδες)

$t= 1,2,\dots,T$ (χρονική περίοδος)

u_{it} ο στοχαστικός όρος. Αντικατοπτρίζει τις ατομικές μεταβολές των μεμονωμένων διαστρωματικών μονάδων.

μ = άγνωστη μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την μέση τιμή των τυχαίων σταθερών α_{it} .

c) Μέθοδος SURE (Seemingly Unrelated Regression Estimation)

Εναλλακτική μέθοδος για την εκτίμηση δεδομένων panel αποτελεί η μέθοδος SURE, στην οποία ναι μεν στα κατάλοιπα εντός των μεμονωμένων διαστρωματικών μονάδων ενδέχεται να εμφανίζονται αυτοσυσχέτιση, αλλά στα κατάλοιπα των χρονολογικών σειρών, δηλαδή στην διαχρονική απεικόνιση των διαστρωματικών δεδομένων, δεν θα πρέπει να αυτοσυσχετίζονται (Βαμβουκάς, 2007).

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για την αντιμετώπιση του φαινομένου του σφάλματος των αλληλεξαρτημένων εξισώσεων, δηλαδή την συσχέτιση των στοχαστικών όρων των αλληλεξαρτώμενων εξισώσεων. Το αποτέλεσμα θα είναι οι εκτιμηθέντες διαρθρωτικοί συντελεστές να είναι στατιστικά σημαντικοί, ως αποτέλεσμα του γεγονότος ότι θα είναι μεροληπτικοί και ασυνεπείς (Βαμβουκάς, 2007).

Με την μέθοδο SURE οι διαρθρωτικοί συντελεστές υπολογίζονται ταυτόχρονα και δεν επιβάλλονται περιορισμοί σε καμία από τις μεταβλητές του υποδείγματος. Σε κάθε μια από τις εξισώσεις του συστήματος ναι μεν δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση, ωστόσο ανάμεσα στις εξισώσεις ενδέχεται να παρατηρείται το φαινόμενο της αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων (Βαμβουκάς, 2007).

5.3.2 Τεχνική ανάλυση Δεδομένων Panel.

Σκοπός της ανάλυσης είναι η διερεύνηση της επίδρασης των μεταβλητών στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ο προσδιορισμός των επιδράσεων έγινε με την χρήση του οικονομετρικού προγράμματος EVIEWS.

Η ανάλυση αφορά σε 105 εταιρείες. Ειδικότερα, οι 12 δραστηριοποιούνται στο Βέλγιο, οι 13 στην Βουλγαρία, οι 38 στην Γαλλία, οι 5 στην Γερμανία, οι 3 στην Ελλάδα, οι 7 στην Ολλανδία, οι 10 στην Τουρκία και οι 17 στην Μεγάλη Βρετανία. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του επιπέδου της κερδοφορίας των επιχειρήσεων είναι οι εξής: ASSTURN, DEBTTV, DIV_YIELD, INTANG, TANG, LNSALES και PTBV για την χρονική περίοδο 2005 έως 2010. Τα

στοιχεία panel που χρησιμοποιήθηκαν είναι μη ισορροπημένα, δηλαδή ο αριθμός των παρατηρήσεων διαφέρει ανάμεσα στις διαστρωματικές μονάδες.

Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων (Ordinary Least Squares-OLS).

Η μέθοδος ελαχίστων αποτελεί μία μέθοδο εκτίμησης των συντελεστών προσδιορισμού του υποδείγματος. Σύμφωνα με την μέθοδο, οι τιμές των εκτιμητών προκύπτουν από την ελαχιστοποίηση του αθροίσματος των τετραγώνων των τιμών των καταλοίπων, τα οποία ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ των πραγματικών τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής και εκείνων που προέρχονται από την εκτίμηση του υποδείγματος (Αγιακόγλου και Οικονόμου, 2004).

Αρχικά, η ανάλυση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων οδήγησε στην εξαγωγή των παρακάτω αποτελεσμάτων στους στατιστικούς ελέγχους:

$$R^2=0.205214 \quad DW=1.514393$$

Ο συντελεστής R^2 έχει χαμηλή τιμή, δηλαδή οι μεταβολές στην εξαρτημένη μεταβλητή εξηγούνται σε χαμηλό βαθμό από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Επίσης, η τιμή του στατιστικού Durbin-Watson υποδεικνύει την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων, το οποίο οδηγεί σε αμφισβήτηση των αποτελεσμάτων.

Επίσης, η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων δίνει τις ίδιες τιμές στους συντελεστές, δηλαδή οι ερμηνευτικές μεταβλητές έχουν την ίδια ποσοτική επίδραση σε στην εξαρτημένη μεταβλητή σε κάθε επιχείρηση, το οποίο είναι αδύνατον να συμβαίνει.

Fixed Effects Model (FEM)

Πίνακας 26

Dependent Variable: PROFIT				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2005 2010				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 56				
Total panel (unbalanced) observations: 232				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.450819	0.175267	2.572183	0.0110
ASSTURN	0.025398	0.169773	0.149601	0.8813
DEBTTD	-0.201182	0.090864	-2.214093	0.0282
DIV_YIELD	-0.006996	0.001589	-4.402768	0.0000
INTANG	0.490337	0.579462	0.846193	0.3986
TANG	-0.099673	0.062936	-1.583717	0.1151
LNSALES	-0.018270	0.014471	-1.262497	0.2085
PTBV	0.010670	0.003587	2.974736	0.0034
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.486526	Mean dependent var		0.051030
Adjusted R-squared	0.298151	S.D. dependent var		0.093328
S.E. of regression	0.078187	Akaike info criterion		-2.033164
Sum squared resid	1.033130	Schwarz criterion		-1.097196
Log likelihood	298.8470	Hannan-Quinn criter.		-1.655698
F-statistic	2.582752	Durbin-Watson stat		2.035235
Prob(F-statistic)	0.000001			

Συνολικά, σε κάθε επιχείρηση από τις 105 του δείγματος, οι ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την κερδοφορία τους.

Από την ανάλυση σταθερών επιδράσεων προκύπτει πως η μεταβλητή ASSTURN έχει θετικό πρόσημο, το οποίο σημαίνει πως σε μία αύξηση της αυξάνεται και το ποσοστό του κέρδους. Παρόλα αυτά δεν είναι στατιστικά σημαντική, καθώς $P=0,8813$ δηλαδή μεγαλύτερη του 0,5. Το ίδιο ισχύει και για την μεταβλητή INTANG. Επίσης, θετική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή έχει η μεταβλητή PTBV, η οποία είναι στατιστικά σημαντική με $P=0,0034$, δηλαδή μικρότερη του 0,5.

Από την άλλη πλευρά, οι μεταβλητές DEBTTD, DIV_YIELD, TANG, LNSALES έχουν αρνητική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή, αλλά με

βάση το κριτήριο της τιμής της πιθανότητας μόνο η μεταβλητή DIV_YIELD είναι στατιστικά σημαντική. Η αρνητική σχέση της μερισματικής απόδοσης με την κερδοφορία συνίσταται στο ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες διακρατούν περισσότερα μερίσματα από το ποσοστό διανομής των κερδών.

Οι τιμές των στατιστικών ελέγχων είναι ικανοποιητικές. Ο συντελεστής R^2 εξηγεί το 0,48 των μεταβολών του κέρδους από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Η τιμή του ελέγχου Durbin-Watson υποδεικνύει την μη ύπαρξη αυτοσυσχέτισης. Τέλος, η τιμή της F-statistic είναι ικανοποιητική και τιμή της πιθανότητας της είναι μικρότερη του 0,5, το οποίο σημαίνει πως όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές από κοινού εξηγούν ικανοποιητικά τις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής.

Random Effects Model (REM)

Πίνακας 27

Dependent Variable: PROFIT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 2005 2010				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 56				
Total panel (unbalanced) observations: 232				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.133043	0.048197	2.760413	0.0062
ASSTURN	0.364489	0.080940	4.503213	0.0000
DEBTTD	-0.113300	0.033527	-3.379345	0.0009
DIV_YIELD	-0.001993	0.000547	-3.642640	0.0003
INTANG	-0.189067	0.393958	-0.479917	0.6318
LNSALES	-0.001899	0.003827	-0.496325	0.6201
TANG	-0.038974	0.028074	-1.388266	0.1664
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.008744	0.0118
Idiosyncratic random			0.079972	0.9882
Weighted Statistics				
R-squared	0.167577	Mean dependent var		0.049549
Adjusted R-squared	0.145379	S.D. dependent var		0.092716
S.E. of regression	0.085738	Sum squared resid		1.653971
F-statistic	7.549200	Durbin-Watson stat		1.613306
Prob(F-statistic)	0.000000			

Unweighted Statistics			
R-squared	0.169320	Mean dependent var	0.051030
Sum squared resid	1.671361	Durbin-Watson stat	1.597283

Από την ανάλυση τυχαίων επιδράσεων προκύπτει πως μόνο η μεταβλητή ASSTURN έχει θετικό πρόσημο και η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν αρνητική επίδραση στο κέρδος των επιχειρήσεων με τις μεταβλητές DIV_YIELD (δηλαδή υψηλότερη διακράτηση μερισμάτων από την διανομή των κερδών) και DEBTTD να είναι στατιστικά σημαντικές.

Οι τιμές των στατιστικών ελέγχων δεν είναι ικανοποιητικές καθώς ο συντελεστής R^2 εξηγεί το 0.167577 των μεταβολών του κέρδους από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, η τιμή του οποίου είναι πολύ χαμηλή. Η τιμή του ελέγχου Durbin-Watson υποδεικνύει την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης. Τέλος, η τιμή της F-statistic είναι ικανοποιητική και τιμή της πιθανότητας της είναι μικρότερη του 0,5, το οποίο σημαίνει πως όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές από κοινού εξηγούν ικανοποιητικά τις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής.

Έλεγχος HAUSMAN

Κριτήριο επιλογής για το ποια από τις δύο αναλύσεις είναι κατάλληλη αποτελεί ο έλεγχος HAUSMAN. Η διαδικασία έλεγχου είναι ο ορισμός της μηδενικής υπόθεσης (H_0) πως η REM είναι η κατάλληλη μέθοδος, δηλαδή ο όρος α_{it} δεν συσχετίζεται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Η εναλλακτική υπόθεση (H_1), δηλαδή ο όρος α_{it} συσχετίζεται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, είναι πως η FEM είναι η κατάλληλη μέθοδος. Αν από τον έλεγχο HAUSMAN προκύψει πως η μηδενική υπόθεση δεν πρέπει να απορριφθεί, τότε επιλέγεται ως μέθοδος εκτίμησης η προσέγγιση των τυχαίων επιδράσεων. Αντίθετα, αν ο έλεγχος υποδείξει πως η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, τότε ως μέθοδος ανάλυσης του υποδείγματος επιλέγεται η μέθοδος των σταθερών επιδράσεων.

Από τον έλεγχο, βάσει της χρήσης του προγράμματος EViews, προκύπτει πως καταλληλότερη μέθοδος ανάλυσης είναι FEM καθώς η πιθανότητα είναι απολύτως μηδενική και σημαίνει πως πρέπει να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση και να γίνει αποδοχή της εναλλακτικής υπόθεσης, δηλαδή πως η καταλληλότερη μέθοδος ανάλυσης είναι αυτή των σταθερών επιδράσεων.

Πίνακας 28

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ02			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	39.731476	6	0.0000

SURE

Πίνακας 29

System: SYS01				
Estimation Method: Seemingly Unrelated Regression				
Sample: 2005 2010				
Included observations: 232				
Total system (balanced) observations 232				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.115150	0.049199	2.340480	0.0201
C(2)	0.276338	0.087350	3.163557	0.0018
C(3)	-0.108865	0.034105	-3.192077	0.0016
C(4)	-0.001812	0.000566	-3.200178	0.0016
C(5)	-0.169644	0.402371	-0.421611	0.6737
C(6)	-0.039701	0.028731	-1.381812	0.1684
C(7)	-0.000997	0.003882	-0.256782	0.7976
C(8)	0.010599	0.003276	3.235782	0.0014
Determinant residual covariance		0.006893		
Equation: PROFIT= C(1) + C(2)* ASSTURN + C(3)*DEBTDD + C(4)				
*DIV_YIELD + C(5)*INTANG + C(6)*TANG+ C(7)*LNSALES + C(8)				
*PTBV				
Observations: 232				
R-squared	0.205214	Mean dependent var	0.051030	
Adjusted R-squared	0.180377	S.D. dependent var	0.093328	
S.E. of regression	0.084493	Sum squared resid	1.599140	
Durbin-Watson stat	1.514393			

Σύμφωνα με την ανάλυση με την μέθοδο SURE, οι μεταβλητές που εμφανίζονται με αρνητικό πρόσημο είναι οι DEBTTD, DIV_YIELD, INTANG,TANG και LNSALES. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες εμφανίζονται να είναι στατιστικά σημαντικές είναι οι DEBTTD, DIV_YIELD, ενώ οι υπόλοιπες έχουν τιμή πιθανότητας μεγαλύτερη από 0,5.

Θετική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή έχουν οι μεταβλητές PTBV και ASSTURN, οι οποίες είναι και οι δύο στατιστικά σημαντικές.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αγορά ακίνητης περιουσίας αποτελεί σημαντικό τμήμα του πλούτου τόσο των χωρών όσο και των νοικοκυριών. Τα ακίνητα αποτελούν περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό ετερογένειας, καθώς κάθε ακίνητο είναι μοναδικό και διαθέτει χαμηλό βαθμό ρευστοποίησης.

Στην παρούσα διπλωματική αναλύεται η ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων, η οποία αποτελεί μία αγορά μεγάλου μεγέθους, τόσο σε κατοικίες όσο και σε εμπορικά ακίνητα. Τα ακίνητα βρίσκονται στις πρώτες επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών χαρτοφυλακίου και από το 2000-2006 στην Ευρώπη σημειώθηκε αύξηση των διασυννοριακών συναλλαγών τους.

Η άμεση τοποθέτηση στην αγορά ακινήτων αποτελεί μία επένδυση, η οποία απαιτεί υψηλό επενδυτικό κεφάλαιο. Η ανάπτυξη χρηματοοικονομικών επενδυτικών «οχημάτων», τα οποία επιτρέπουν την έμμεση απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, έχουν καταστήσει δυνατή την πρόσβαση στην αγορά ακινήτων ακόμη και για μικρούς σχετικά επενδυτές. Τα έμμεσα αυτά επενδυτικά εργαλεία βασίζονται στην απόκτηση στοιχείων ενεργητικού σε οντότητες, οι οποίες επενδύουν σε ακίνητα.

Ο θεσμός των REITs (ΑΕΕΑΠ), ο οποίος αποτελεί το αντικείμενο εξέτασης της διπλωματικής, εμφανίσθηκε στις ΗΠΑ στις αρχές τις δεκαετίας του 1960. Ένα REIT είναι μία εταιρεία ακίνητης περιουσίας, η οποία λειτουργεί κάτω από συγκεκριμένες φορολογικές διατάξεις και πολιτικές απόδοσης κερδών. Θα πρέπει να πληρούνται συγκεκριμένα κριτήρια για να χαρακτηριστεί μία εταιρεία ως REIT. Τα REITs παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα ως εργαλείο έκθεσης στην αγορά ακινήτων και είναι ιδιαίτερα δημοφιλή στους διαχειριστές funds και τους επενδυτές λόγω της ρευστότητας, της διαφάνειας και των πλεονεκτημάτων που παρέχουν όσον αφορά τα συναλλακτικά κόστη.

Ο καθορισμός της επιλογής επένδυσης σε ένα REIT βασίζεται σε δείκτες αποτίμησης, όπως ο δείκτης καθαρής αξίας ενεργητικού, το μοντέλο

εσόδων λειτουργίας, το καθαρό λειτουργικό εισόδημα, τους δείκτες μόχλευσης και ο έλεγχος των εξόδων.

Τα ευρωπαϊκά REIT αποτελούν έναν σχετικά νέο θεσμό στην ευρωπαϊκή οικονομία. Αρχικά, εισήχθησαν το 1964 στην Ολλανδία αλλά τις τελευταίες δεκαετίες αναπτύχθηκαν, με τις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες να έχουν υιοθετήσει το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας τους. Ο μεγαλύτερος επενδυτικός όγκος υπάρχει στην Μεγάλη Βρετανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και Ιταλία, με την Μεγάλη Βρετανία να κατέχει ποσοστά επενδυτικού όγκου πολύ υψηλότερα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες. Στην Ελλάδα τα REITs εισήχθησαν νομοθετικά το 1999 και το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο έχει πολλά κοινά στοιχεία με τα αντίστοιχα διεθνώς.

Στο εμπειρικό μέρος της εργασίας αναλύεται ο δείκτης κερδοφορίας για 105 REITs, τα οποία δραστηριοποιούνται στην ευρωπαϊκή αγορά. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν ένα εργαλείο απεικόνισης της τρέχουσας οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων, καθώς παρέχουν την δυνατότητα να συνοψισθεί μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών δεδομένων. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες κατηγοριοποιούνται στους δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και φερεγγυότητας.

Οι εταιρίες ανάλυσης δραστηριοποιούνται στο Βέλγιο, στη Βουλγαρία, στη Γαλλία, στη Γερμανία, στην Ελλάδα, στην Ολλανδία, στην Τουρκία και στο Ηνωμένο Βασίλειο το χρονικό διάστημα 2005-2010.

Το μακροοικονομικό περιβάλλον της περιόδου 2005-2010 παρουσιάζει υψηλές μεταβολές, οι οποίες οφείλονται στην εκδήλωση της κρίσης στην ευρωπαϊκή αγορά. Η κρίση επηρέασε με διαφορετικό τρόπο και ένταση την κάθε χώρα. Αν και όλες οι χώρες σημείωσαν επιδείνωση στα μακροοικονομικά τους μεγέθη, κυρίως το 2009, τα μετέπειτα έτη τα μεγέθη αυτά σημείωσαν άνοδο εκτός από την Ελλάδα, στην οποία η κρίση εκδηλώθηκε ως κρίση χρέους και σημειώθηκε σημαντική κάμψη της οικονομίας.

Ειδικότερα, στο επίπεδο των REITs παρατηρούνται αυξομειώσεις στους χρηματοοικονομικούς δείκτες, με διαφορετική ένταση στις μεταβολές σε

κάθε χώρα. Σε όλες τις χώρες, με εξαίρεση την Τουρκία, οι εταιρείες παρουσιάζουν επιδείνωση των χρηματοοικονομικών δεικτών κατά τα έτη εκδήλωσης της κρίσης, δηλαδή τα έτη 2008-2009. Η μεγαλύτερη επιδείνωση παρατηρείται σε χώρες οι οποίες διαθέτουν και τον υψηλότερο όγκο επενδύσεων σε REITs, όπως η Μεγάλη Βρετανία και η Γαλλία. Η Τουρκία από την άλλη πλευρά, παρουσιάζει διαφορετικές μεταβολές χρονολογικά από αυτές των χωρών της ευρωπαϊκής οικονομίας, κυρίως λόγω του ότι δεν υπάρχει τόσο έντονος βαθμός αλληλεπίδρασης με την ευρωπαϊκή οικονομία, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες, οι οποίες συμμετέχουν στην Ε.Ε.

Τέλος, αναλύθηκε η επίδραση των αλλαγών των χρηματοοικονομικών δεικτών στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Από την ανάλυση, σύμφωνα με τη μέθοδο των σταθερών επιδράσεων, η οποία επιλέχθηκε βάσει του κριτηρίου HAUSSMAN, προκύπτει ότι σε ενδεχόμενη θετική μεταβολή των δεικτών ASSTURN, PTBV, INTANG, η κερδοφορία των εταιρειών αυξάνει. Αντίθετα, μειώνεται όταν οι DEBTTD και DIV_YIELD. Η αρνητική σχέση της μερισματικής απόδοσης με την κερδοφορία συνίσταται στο ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες διακρατούν περισσότερα μερίσματα από το ποσοστό διανομής των κερδών. Τα ίδια αποτελέσματα προκύπτουν και σύμφωνα με την μέθοδο SURE, η οποία μελετά τους δείκτες ως σύστημα εξισώσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αγιακόγλου Χ., Οικονόμου Β., Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων, Εκδόσεις Γ. Μπένου, 2004.
- Αρτίκης Γ., Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Διοίκηση και Προγραμματισμός, Interbooks, 2003.
- Βαμβουκάς Γ., Σύγχρονη Οικονομετρία, Ανάλυση και Εφαρμογές, Εκδόσεις ΟΠΑ, 2007.
- Ευθύμογλου Π., Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως, Τεύχος Α', Πειραιάς, 1999.
- Καραγάνης Αν., Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, 2012.
- Καραγάνης Αν., Τσίγκα Μ., Εκτίμηση απόδοσης και κινδύνου σε χαρτοφυλάκιο επαγγελματικών ακινήτων, Έκθεση ΤτΕ: Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, 2012.
- Καρυτινός Αρ., Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας, 2009, ΤτΕ.
- Λιάπης Κωνσταντίνος, Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, 2011.
- Μαρκάζος Κ, Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα, 2009, αρθρογραφία.
- Νιάρχος Ν., Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, Πέμπτη έκδοση, εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα- Πειραιάς 1997.
- Χάλκος Γ., Οικονομετρία, θεωρία και πράξη. Οδηγίες Χρήσης σε Eviews, Minitab, SPSS & Excel, Εκδόσεις Γκιούρδας, 2006.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Block R., Investing in REITS, Bloomberg Press, 2002.
- Brueggeman W.B., Fisher, J.D., Real Estate Finance and Investments. New York: McGraw-Hill International, 2005.
- Chan S., Erickson J., Wang K., Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance and Investment Opportunities, Oxford University Press, 2003.

- Consilia Capital, Growing the European listed real estate market, September 2006.
- David M. Geltner, Norman G. Miller, Jim Clayton, Piet Eichholtz, Commercial Real Estate Analysis and Investments, 2nd Edition, 2006.
- EPRA (2007a), EPRA Global REIT Survey.
- EPRA RESEARCH, The use of listed real estate securities in asset management, 2012.
- EPRA, Progress on REIT Regimes in Europe, 2006.
- Hines M.A., Investing in international Real Estate, Quorum Books, 2001.
- Hoesli, M. and MacGregor, B.D: Property investment: the principles and practice of portfolio management, Pearson Education Limited, 2000.
- Hofmann, B., The determinants of private sector credit in industrialized countries: do property prices matter? BIS Working Papers, 2001.
- Hsiao Ch., Analysis of Panel Data, , Cambridge University Press, 2003.
- Imperiale, R., Getting started in Real Estate Investment Trusts, John Wiley & Sons, 2006.
- Jing Liu, Geoffrey Loudon, George Milunovich, Linkages between international REITs: The role of economic factors, Journal of Property Investment & Finance, Emerald Article, 2012.
- Joseph Gyorko, Peter Linneman, Owner-occupied homes, income-producing properties, and REITs as inflation hedges: Empirical finding, The Journal of Real Estate Finance and Economics, 1988.
- Suarez J.L., European Real Estate Markets 2009.
- JP MORGAN, Why real estate now?, 2010.
- Lindberg: Property Investment Vehicles: An International Comparison, 2002.
- Liu Peng, Real Estate Investment Trusts: Performance, Recent Findings, and Future Directions, Cornell University Publications, 2010
- PF RESEARCH PROGRAM, Implications for the Strategic Development of UK REITs from the Experience of LPTs in Australia, 2008, 2006-2009.
- UBS, UBS Indices: September 2007. UBS, Sydney.

- Ulrich Schacht, Jens Wimschulte, German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis, 2007.
- Zhiliang Li, An analysis of key points for REITs development strategy, 2008.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

- <http://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- <http://www.epra.com>
- www.reit.com
- www.inrev.org
- <http://www.bankofgreece.gr>
- <http://www.ftserussell.com/>