



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ  
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

---

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:**

***ΘΕΜΑ: Η Οικονομική Ανάλυση των  
κατασκευαστικών εταιρειών στην Ευρώπη.***

***ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Λιάπης Κωνσταντίνος***

***ΠΟΛΙΤΗ ΓΕΩΡΓΙΑ***

***A.M.: 0811M018***

***ΕΤΟΣ ΥΠΟΒΟΛΗΣ: 2014***

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b>	3
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup></b>	
<b>1.1.ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ</b>	6
<b>1.2.ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ</b>	10
<b>1.3.ΕΜΠΟΡΙΟ ΑΚΙΝΗΤΩΝ</b>	11
<b>1.4.ΟΓΚΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ</b>	14
<b>1.5. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ</b>	18
<b>1.6. ΠΕΛΙΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΓΙΑ ΑΚΙΝΗΤΑ</b>	23
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup></b>	
<b>2.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΟΡΑΣ REAL ESTATE</b>	24
<b>2.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ</b>	26
<b>2.3. ΧΡΗΣΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – ΕΤΕΡΟΓΕΝΕΙΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΩΝ</b>	27
<b>2.4. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ</b>	30
<b>2.5. ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΙΜΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ</b>	31
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup></b>	
<b>3.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ</b>	33
<b>3.2. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΑΚΤΩΡ</b>	45
<b>3.3. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΒΑΞ J &amp; P</b>	46
<b>3.4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</b>	47
<b>3.5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ</b>	48
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	72
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	73
<b><u>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</u></b>	75

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο κλάδος ακινήτων και συγκεκριμένα η στέγαση, αποτελεί συστατικό στοιχείο της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς οι ιδιόκτητες κατοικίες επιδρούν στις χρηματοδοτικές συνήθειες των ανθρώπων και μεταβάλλουν την οικονομική δραστηριότητα, διότι σε πολλές των περιπτώσεων η αγορά κατοικίας συνδέεται με παράλληλη ανάληψη στεγαστικών δανείων. Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση μίσθωσης οικείας, το ενοίκιο αποτελεί ένα σημαντικό μέρος δαπανών στον οικογενειακό προϋπολογισμό. Η εμπορική ακίνητη περιουσία περιλαμβάνει διάφορα στοιχεία ενεργητικού, όπως τα γραφεία, ξενοδοχεία, εμπορικά κέντρα, χώροι στάθμευσης και λοιπά πάγια στοιχεία επιχειρήσεων που αποτελούν επενδυτικές επιλογές επιχειρήσεων ή θεσμικών επενδυτών. Σε κάθε περίπτωση, είναι σαφές πως ο κατασκευαστικός κλάδος είναι συνδεδεμένος με τη γενική οικονομική δραστηριότητα, καθώς επηρεάζει τόσο την απασχόληση όσο και λοιπούς τομείς παραγωγής πρώτων υλών, άλλωστε η στεγαστική ανάπτυξη επηρεάζει καθοριστικά τη βιομηχανική ανάπτυξη αλλά και τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια.

Η οικονομική ανάλυση, εντοπίζει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας, μέσω ανάλυσης οικονομικών στοιχείων από τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις. Ουσιαστικά, η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί ένα εξαιρετικά χρήσιμο εργαλείο που αποσκοπεί στην ενδελεχή μελέτη και παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας εταιρίας. Με αυτόν τον τρόπο, είναι δυνατός ένας έλεγχος της πορείας της εταιρίας, με στόχο την άρση των ενδεχόμενων προβλημάτων της και περαιτέρω βελτίωση των ήδη επιτυχημένων τομέων της. Στην παρούσα εργασία, αναλύονται οικονομικά δύο κατασκευαστικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, πρόκειται για τις εταιρείες «Ελλάκτωρ» και «Άβαξ JP», οι οποίες μάλιστα ενέχουν σημαντικό ρόλο σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Συνεπώς, παρά το γεγονός ότι αφενός η εταιρεία «Άβαξ» έχει καλύτερη ρευστότητα και αφετέρου η εταιρεία «Ελλάκτωρ» είναι λιγότερο εκτεθειμένη σε δανειακά κεφάλαια, και οι δύο εταιρείες αντιμετωπίζουν άμεσο πρόβλημα αποδοτικότητας. Στο πλαίσιο αυτό, είναι σαφές πως πρέπει άμεσα να αναπροσαρμοστούν οι πολιτικές της κάθε εταιρείας ώστε να αυξηθεί η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και ως εκ τούτου να υπάρξει κίνητρο επένδυσης.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Διαχρονικά, διαφαίνεται πως η φύση είναι δεδομένα και η γη αποτελεί την κυριότερη οικονομική σταθερά διότι παρέχει στους ανθρώπους τη δυνατότητα εγκατάστασης, πρώτες ύλες και παραγωγή. Ως εκ τούτου η δυνατότητα της γης να εξασφαλίσει ουσιαστικά τη βιωσιμότητα στον άνθρωπο της προσφέρει μία αξιόλογη οικονομική υπόσταση ενώ παράλληλα επιβάλλει τον πλήρη καθορισμό των περιουσιακών δικαιωμάτων αλλά και των περιορισμών που συντρέχουν επί αυτών. Μάλιστα, έχει αποδειχτεί πως σε περιόδους κρίσης και γενικευμένης οικονομικής αστάθειας, ύφεσης, πληθωρισμού ή γενικότερα σε συνθήκες αβεβαιότητας, θεωρείται γενικά προτιμότερη η κατοχή πραγματικών αξιών, όπως είναι τα ακίνητα, αντί ρευστών διαθεσίμων χρηματικών στοιχείων. Υπό αυτήν την έννοια, σε περιόδους οικονομικής ανισορροπίας, η ιδιοκτησία προσφέρεται ως ο καλύτερος τρόπος αντιστάθμισης του κινδύνου ή/και άμυνας του επενδυτικού κοινού.

Ακόμη, και για βιομηχανικούς σκοπούς το έδαφος θεωρείται ένα εξέχον παραγωγικός συντελεστής καθώς παράγει αξία και ο δικαιούχος του δικαιούται πρόσοδο ως επιστροφή του διατιθέμενου κεφαλαίου αγοράς. Μάλιστα, το έδαφος ως παραγωγικός συντελεστής, συνδέεται με όλους τους τομείς παραγωγής. Σήμερα, οι ανάγκες του κοινωνικού συνόλου απαιτούν τη σωστή χωροθέτηση των λειτουργιών του αστικού χώρου καθώς επίσης και την αύξηση των κοινόχρηστων και κοινωφελών χώρων. Σε κάθε περίπτωση, η παραγωγή αστικού χώρου ακολουθεί τους κανόνες της μορφολογίας, τις απαιτήσεις του σχεδιασμού, τις τεχνολογικές δυνατότητες καθώς επίσης και τους κρατικούς περιορισμούς που θέτει η πολιτεία.

Ουσιαστικά, ως ακίνητο ορίζεται το ιδεατό ή πραγματικό τμήμα του χώρου, που τεκμηριώνει αυτοτελές ή εξ αδιαιρέτου ιδιοκτησιακό δικαίωμα. Ως εκ τούτου, το ακίνητο αποτελεί ένα περιουσιακό δικαίωμα που απεικονίζει το συμβατικό δικαίωμα της ιδιοκτησίας. Μάλιστα, ο σαφής νομικός ορισμός του Ακινήτου περιλαμβάνεται στο άρθρο 948 του Αστικού Κώδικα, βάσει του οποίου το ακίνητο είναι το έδαφος αλλά και τα συστατικά μέρη αυτού (Ζεντελής, 2001). Στο πλαίσιο αυτό, η αξία των ακινήτων δύναται να προσδιοριστεί από τους κάτωθι παράγοντες που δημιουργούν ικανότητα προσόδου:

- Η χρησιμότητα: αποτελεί την ικανότητα του Ακινήτου να ικανοποιεί στο παρόν (παρούσα αξία) ή στο μέλλον (μελλοντική αξία) τις διαμορφούμενες ανάγκες των ιδιοκτητών ή των χρηστών και υπό μορφή άμεσης εξυπηρέτησης

ή υπό μορφή ροής μετρητού. Μάλιστα, η χρησιμότητα του μεγέθους, του σχεδίου, των εγκαταστάσεων και άλλες μορφές χρησιμότητας έχουν μεγάλη επίδραση στην αξία του Ακινήτου.

- Η σπανιότητα: αποτελεί τον καθορισμό σχέση ζήτησης – προσφοράς. Μάλιστα με σταθερή ζήτηση η σπανιότητα προσφοράς αυξάνει την αξία της, της οποίας η τιμή καθορίζεται από τον συνδυασμό της σπανιότητας με τη χρησιμότητα.
- Επιθυμία για κάλυψη αναγκών: Πρόκειται για ανάγκες αντικειμενικές ή και υποκειμενικές
- Αγοραστική δύναμη: αποτελεί την ιδιότητα που δημιουργεί ανάπτυξη επιθυμιών και κυρίως συμμετοχή στη διαμόρφωση της αγοράς ακινήτων.

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η αγορά ακινήτων διαφέρει από τις υπόλοιπες αγορές διότι οι τιμές των ακινήτων είναι γνωστές κατά κανόνα μόνο στους συμβαλλόμενους στοιχείο που δημιουργεί δυσκολία στην προσέγγιση των αγοραίων αξιών. Ακόμη, για να πραγματοποιηθεί μια αγορά ακινήτου πρέπει να είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, γεγονός που δε συμβαίνει σε όλες τις αγορές αγαθών. Στο πλαίσιο αυτό, η αγορά ακινήτων σήμερα γίνεται για κάλυψη κυρίως των προσωπικών οικονομικών οφελών, των προσωπικών αναγκών ή και των δύο μαζί. Επιπροσθέτως, πρέπει να επισημανθεί πως η απόφαση για αγορά ακινήτων επηρεάζεται από τους κάτωθι παράγοντες:

- Η διάρκεια ζωής του ακινήτου
- Η τιμή αγοράς και η ροή θυσιών κατά τη διάρκεια εκμετάλλευσης ή ζωής του
- Οι ωφέλειες αλλά και η ροή αυτών

Εντούτοις, πρέπει να τονισθεί πως η ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων και η ταυτόχρονη επιρροή της εκάστοτε εθνικής οικονομίας από αυτήν, οδήγησε διάφορα κέρδη στην επιβολή δημοσιονομικών μέτρων καθώς και μέτρων πολιτικής γης. Κύριος στόχος των θεσμικών μέτρων ήταν πάντοτε η αντιμετώπιση της υπεραξίας ή η συγκράτηση της αύξησης των τιμών ή ο περιορισμός της ζήτησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### 1.1. ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η στέγαση, πέρα από μια αδιαμφισβήτητα κοινωνική αξία, αποτελεί επιπλέον ένα σημαντικό τμήμα για την οικονομία. Είναι σαφές πως οι ιδιοκτήτες κατοικιών αποτελούν παράλληλα και επενδυτές που έχουν επενδύσει μέρος της περιουσίας τους στα ακίνητα. Μάλιστα, οι επενδύσεις είναι ιδιαίτερος υψηλές ενώ παράλληλα η χρηματοδότηση των συγκεκριμένων επενδύσεων δύναται να επιτευχθεί και με τραπεζικό δανεισμό. Ακόμη, πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η ανάπτυξη των επενδύσεων σε ακίνητα ενέχει θετική επίδραση γενικότερα στον κατασκευαστικό κλάδο, αλλά και στην απασχόληση, καθώς αυξάνονται οι θέσεις εργασίας μέσω της κατασκευαστικής βιομηχανίας, αλλά παράλληλα αυξάνει και τον κύκλο εργασιών στο χρηματοπιστωτικό τομέα .

Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί πως η αγορά ακινήτων έχει διέλθει και από κρίσεις, με πρόσφατο το παράδειγμα του 2007 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Συγκεκριμένα, τα χαμηλά επιτόκια που διατηρούσε η κεντρική τράπεζα, προσέλκυαν επενδυτές που σε συνδυασμό με την πιστωτική επέκταση στα στεγαστικά δάνεια, «φούσκωσαν» την αγορά ακινήτων, δημιουργώντας μια κρίση στο χρηματοπιστωτικό τομέα (Suarez, 2009).

Στις μέρες μας, στην Ευρωπαϊκή Ένωση υπάρχουν περισσότερα από 224 εκατομμύρια κατοικιών, ενώ η αποτελεσματική ανάδειξη της σημασίας των έγκειται στον προσδιορισμό τις αξίας των κατοικιών σε σχέση με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Στην κατεύθυνση αυτήν, η μεταβολή του πληθυσμού θα είναι ένας από τους βασικούς παράγοντες στον τομέα αύξησης της ζήτησης για στέγαση. . Μάλιστα, σύμφωνα με τις προβλέψεις αναμένεται η αύξηση του χρόνου ζωής των ευρωπαίων πολιτών, μέχρι το 2050 .

Σε κάθε περίπτωση, η μεγαλύτερη αύξηση του αριθμού των κατοικιών έχει σημειωθεί στην Ιρλανδία (58%), στην Ισπανία (29 %) και στην Κύπρο (27 %). Γίνεται αντιληπτό ότι σε αυτές τις χώρες έχει πραγματοποιηθεί μια έκρηξη στον τομέα της στέγαση. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, η Πορτογαλία παρουσιάζει αύξηση 16% στον αριθμό των κατοικιών, ενώ κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου στην Πολωνία η αύξηση αγγίζει το 12%. Στο πλαίσιο από πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η μεγαλύτερη αύξηση στον αριθμό των κατοικιών παρατηρήθηκε μετά

τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Μάλιστα, ο μεγαλύτερος αριθμός των ακινήτων στην Ευρώπη χτίστηκαν μεταξύ 1946 και 1980.

Στον παρακάτω, πίνακα καταγράφεται η εξέλιξη των κατοικιών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο διαχρονικά. Τα ποσά αντικατοπτρίζουν σε ποσότητα χιλιάδων τον αριθμό των κατοικιών διαχρονικά την περίοδο 1997 και 2006, ενώ στην τρίτη στήλη παρουσιάζεται η ποσοστιαία μεταβολή. Όπως γίνεται αντιληπτό, είναι σαφές πως διαχρονικά έχει σημειωθεί αύξηση του αριθμού των κατοικιών σε ευρωπαϊκό επίπεδο (Suarez, 2009).

	1997	2006	Variation 1997–2006 (%)
Germany	37,050	39,740	7
France	28,267	29,133	3
Italy	26,406	26,548	1
UK	24,721	26,194	6
Spain	19,122	24,678	29
Poland	11,613	12,987	12
Romania	7,837	8,231	5
Netherlands	6,441	6,912	7
Portugal	4,760	5,520	16
Greece	5,116	5,329	4
Belgium	n.a.	4,903	
Czech Republic	n.a.	4,516	
Sweden	4,260	4,436	4
Hungary	4,005	4,238	6
Bulgaria	n.a.	3,729	
Austria	3,610	3,727	3
Finland	2,416	2,669	10
Denmark	2,479	2,645	7
Slovakia	n.a.	1,955	
Republic of Ireland	1,144	1,805	5
Lithuania	1,278	1,307	2
Latvia	n.a.	1,004	
Slovenia	690	805	17
Estonia	620	638	3
Cyprus	268	341	27
Luxembourg	114	125	10
EU-27 without Malta		224,115	
Ukraine	18,784	19,132	2
Turkey	n.a.	16,236	
Switzerland	3,472	3,792	9
Serbia	n.a.	3,023	
Norway	1,885	2,055	9
Iceland	n.a.	120	

*Note:* The latest data for Finland, Luxembourg, Slovenia, UK, Iceland, Norway and Ukraine are from 2005. The latest data for Austria, France, Greece and Turkey are from the year 2000.

*Source:* European Mortgage Federation (2007) *Hypostat 2006* (November).

Πάντως, η παραγωγή των νέων κατοικιών μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας ως μεταβλητές τις οικοδομικές άδειες. Ουσιαστικά, οι οικοδομικές άδειες

περιλαμβάνουν τις άδειες έναρξης ανέγερσης νέων κατοικιών καθώς και τις άδειες για αποπερατωμένες κατοικίες.

Ακόμη, ένα μέτρο αξιολόγησης της αγοράς ακινήτων είναι οι συναλλαγές κατοικιών. Στο πλαίσιο αυτό, ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών σπιτιού (είτε η αγορά κατοικίας, είτε η πώληση) τουλάχιστον στις δεκατρείς χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, ανήλθαν στα 5,8 εκατ. ευρώ το 2006, ήτοι 11,4% περισσότερο από το 2001. Μάλιστα, βάσει των στοιχείων γίνεται αντιληπτό ότι η μεγαλύτερη – ισχυρότερη αγορά είναι αυτή του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς για το έτος 2006 αντιπροσώπευε το 30% των συνολικών συναλλαγών στις κατοικίες. Μετά το Ηνωμένο Βασίλειο, ακολουθεί η Ισπανία και έπονται η Γαλλία και η Ιταλία.

Τα παραπάνω δεδομένα, απεικονίζονται γραφικά στον κάτωθι πίνακα, όπου γίνεται ευθέως αντιληπτό και διαγραμματικά πως η αγορά ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο συγκεντρώνει το μεγαλύτερο ποσοστό κινήσεων αγοροπωλησιών (Suarez, 2009).

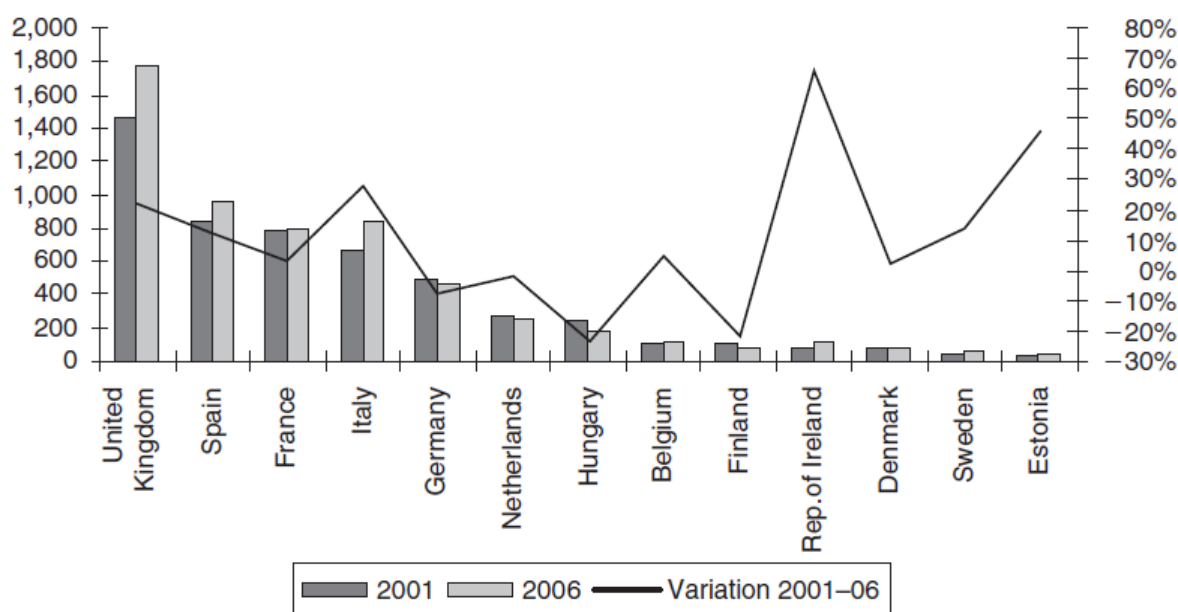


Figure 1.15 Housing transactions, selected EU-27 countries, 2001 and 2006 (000s (lhs) and variations (rhs))

Σε κάθε περίπτωση, η μελέτη του κλάδου ακινήτων και των αγοροπωλησιών δεν πρέπει να γίνεται αποκομμένη, αλλά εν αντιθέσει οφείλει να λαμβάνει υπόψη τα διάφορα κόστη που επηρεάζουν τον όγκο συναλλαγών. Στην κατεύθυνση αυτήν, είναι σαφές πως η διενέργεια συναλλαγών κοστίζει κατά τη διαδικασία αγοράς ή πώλησης ενός ακινήτου, διότι δύναται να περιλαμβάνονται και φόροι, δικαστικές αμοιβές,



αμοιβές του πράκτορα της κτηματομεσιτικής εταιρείας και τα διάφορα έξοδα εγγραφής. Βάσει μελέτης, γίνεται αντιληπτό ότι το Βέλγιο είναι η χώρα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών που μάλιστα ανέρχεται στο ύψος των 17,8% της τιμής του υπό διαπραγμάτευση ακινήτου. Στην Ιταλία τα κόστη αγοροπωλησίας ανέρχονται στο 17%, ενώ στη Γαλλία τα κόστη αντιστοιχούν στο 16,3%,

Στον παρακάτω πίνακα, γίνεται η συγκριτική αξιολόγηση των εξόδων που συνεπάγεται η αγοροπωλησία ακινήτων. Ακόμη, παρατηρείται η διάρθρωση των εξόδων, υπό την έννοια ότι δίνονται τα ποσοστά των αμοιβών πράκτορα, της φορολογίας και των λοιπών εξόδων που ουσιαστικά συνδιαμορφώνουν τα συνολικά έξοδα.

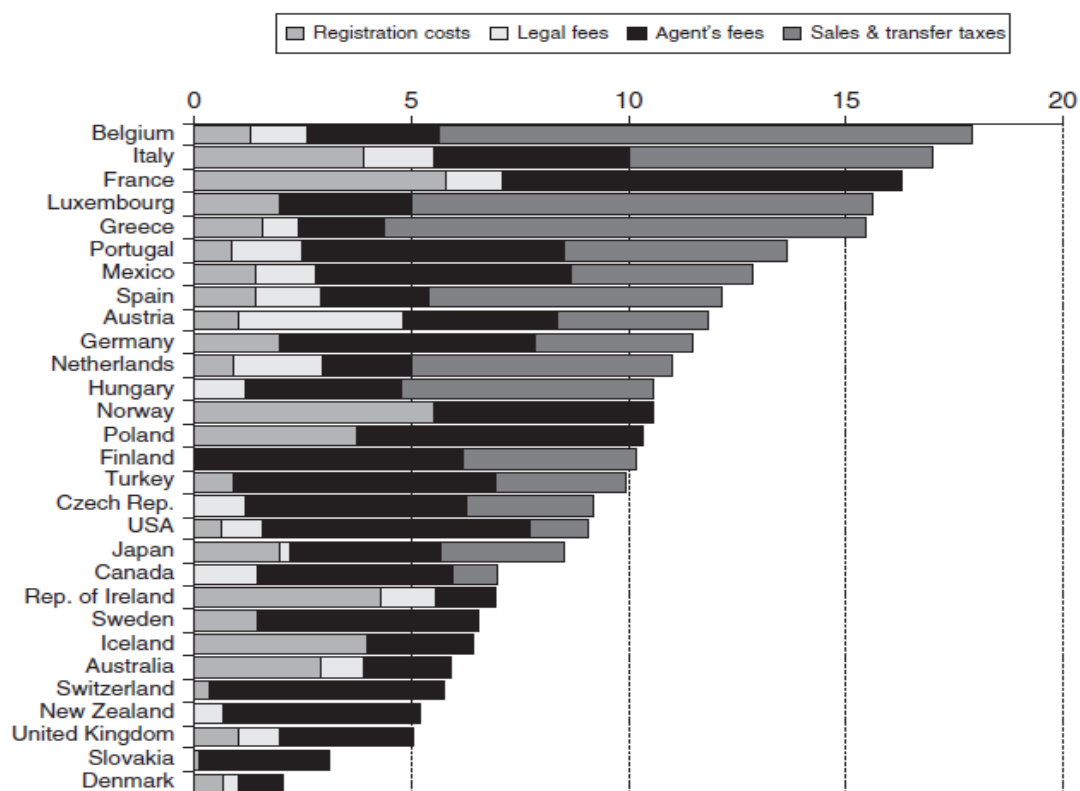


Figure 1.20 Transaction costs, selected countries, 2007 (percentage of the total value of the property)

Source: [www.globalpropertyguide.com](http://www.globalpropertyguide.com) (accessed 28 December 2007).

## 1.2.ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Όσον αφορά τις πολιτικές για στέγαση στην Ευρώπη, γίνεται σαφές πως πριν το 1945 δεν υπήρχε συγκεκριμένο πλαίσιο λειτουργίας. Ωστόσο, από το 1945 και μετά, συγκεκριμένες πολιτικές άρχισαν να εμφανίζονται, αρχικά με γνώμονα την προσπάθεια ανοικοδόμησης των πόλεων που είχαν καταστραφεί κατά τη διάρκεια του Β' Παγκοσμίου Πολέμου.

Στο πλαίσιο αυτό, οι πολιτικές στέγασης επιδιώκουν συνήθως ένα κοινό στόχο δηλαδή να βοηθήσουν τους πολίτες να αποκτήσουν πρόσβαση σε ένα αξιοπρεπές σπίτι. Μάλιστα δύναται να γίνει διάκριση μεταξύ εκείνων των πολιτικών που εφαρμόζονται άμεσα από την κυβέρνηση - όπως η κοινωνική στέγαση - και εκείνων που προκαλούνται από την ιδιωτική δραστηριότητα.

Τα μέτρα που προορίζονται ώστε να υπάρξουν κίνητρα για ανάπτυξη ιδιωτικών πρωτοβουλιών στην επιθυμητή κατεύθυνση μπορεί να έχουν τη μορφή μιας σειράς μέσων:

- τα φορολογικά πλεονεκτήματα
- την βελτίωση της διαφάνειας και της ενημέρωσης
- τις επιδοτήσεις

Ως εκ τούτου, οι φορολογικές ελαφρύνσεις και οι επιδοτήσεις δύναται να στοχεύουν στους παραγωγούς των κατοικιών που πωλούνται καθώς και στους ιδιοκτήτες των κατοικιών που ενοικιάζονται. Άλλωστε, είναι σαφές πως στο πλαίσιο αυτό διαδόθηκε ιδιαίτερος η αγορά των στεγαστικών δανείων, παρέχοντας πιστωτική διευκόλυνση στους εν δυνάμει αγοραστές των κατοικιών.

Οι γενικές τάσεις που επικρατούν στην Ευρώπη για τη στέγαση ποικίλουν σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των χωρών. Είναι σαφές πως οι δυτικές χώρες έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά, οικονομικά, κοινωνικά, πολιτικά και πολιτιστικά από τις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης.

Σε γενικές γραμμές, οι πολιτικές στέγασης στη Δυτική Ευρώπη - και κυρίως στη Βόρεια Ευρώπη - δύναται να διαχωριστούν στα κάτωθι στάδια:

- Στάδιο «αξιοποίησης» αμέσως μετά το 1945, όταν η έμφαση δόθηκε στην ανοικοδόμηση μετά την καταστροφή του παγκοσμίου πολέμου. Η έμφαση δίνεται κυρίως στις επιδοτήσεις και τα δημόσια οικονομικά - μάλιστα υπάρχουν μεγάλες επιδοτήσεις μέσω δημόσιων οικονομικών και κυρίως αφορά στην παροχή κοινωνικής στέγασης.

- Στο δεύτερο στάδιο «αυξανόμενη πολυμορφία», διήρκησε μέχρι το 1970, και αφορούσε κυρίως στην βελτίωση της ποιότητας της ιδιωτικής ιδιοκτησίας
- Στο τρίτο στάδιο, που ξεκίνησε μετά το 1970 είχε ως χαρακτηριστικό τη μείωση των δημόσιων αγαθών, αρχικά λόγω γενικευμένης οικονομικής ύφεσης και αργότερα λόγω πολιτικής φιλοσοφίας.

Στο πλαίσιο αυτό, υπήρξε μια στροφή στις πολιτικές, καθώς πλέον οι κυβερνητικές πολιτικές συνδυάζουν τις επιδοτήσεις για τους ανθρώπους με διαφορετικές αναλογίες έτσι ώστε να διαμορφώσουν το ποσοστό της ιδιοκατοίκησης. Είναι σαφές πως το ποσοστό της ιδιοκατοίκησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση αυξήθηκε από 57% το 1980 σε 65% το 2004. Όπως διαφαίνεται η αναλογία στις ιδιοκατοικούμενες κατοικίες έχει αυξηθεί σε όλες τις χώρες που περιλαμβάνονται στην ανάλυση (Suarez, 2009).

### **1.3.ΕΜΠΟΡΙΟ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

Από οικονομική άποψη, η αστική ακίνητη περιουσία δύναται να ταξινομηθεί ως εξής:

- Ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα: Πρόκειται για περιουσιακά στοιχεία που θα μπορούσαν να είναι αντικείμενο αγοροπωλησίας αλλά στην πραγματικότητα χρησιμοποιούνται για ίδια χρήση
- Εμπορική ακίνητη περιουσία: Πρόκειται για ακίνητα που προέρχονται από εταιρείες αλλά κι επαγγελματικούς φορείς ενώ συνήθως αφορούν ορισμένο μέγεθος επενδύσεων
- Ειδική ακίνητη περιουσία: Περιλαμβάνει όλα τα άλλα είδη ιδιοκτησίας, που συνήθως χαρακτηρίζονται από χαμηλό κύκλο εργασιών, όπως είναι οι εκκλησίες, τα δημόσια κτίρια ή εγκαταστάσεις κ.ο.κ.. Αυτές περιλαμβάνουν όλα τα άλλα είδη - συνήθως ιδιοκτησίας

Πάντως, η εμπορική ακίνητη περιουσία περιλαμβάνει πολλά διαφορετικά στοιχεία του ενεργητικού. Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται τα γραφεία, τα βιομηχανικά εργοστάσια όπως επίσης τα ξενοδοχεία, τους χώρους στάθμευσης κ.α. Σε κάθε περίπτωση, η εμπορική ακίνητη περιουσία αποτελεί μέρος της αγοράς κατοικίας και διαμορφώνει τις επενδυτικές προοπτικές για τους θεσμικούς επενδυτές.

Στο πλαίσιο αυτό, τα τελευταία χρόνια, και ειδικά μετά την ένταση της κρίσης στο δεύτερο εξάμηνο του 2007 και στις αρχές του 2008, υπήρξε έντονος ο φόβος επιβράδυνσης των επιπέδων δραστηριότητας των εμπορικών ακινήτων. Μάλιστα,

δεδομένης της μακροπρόθεσμης φύσης της επένδυσης, είναι σαφές πως τα ακίνητα αγοράζονται και πωλούνται πολλές φορές μέχρι την οικονομική τους απαξίωση. Στο πλαίσιο αυτό, για την πραγμάτωση της επένδυσης λογίζεται η απόδοση επί των ακινήτων, δηλαδή η άμεση κερδοφορία που προέρχεται από μια ιδιοκτησία και υπολογίζεται από το λόγο των καθαρών εσόδων προς την αξία του ακινήτου. Ως καθαρά έσοδα θεωρούνται τα καθαρά εισοδήματα ενοικίου μείον τα έξοδα στα οποία υποβλήθηκε ένας ιδιοκτήτης (Suarez, 2009).

Όσον αφορά τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και τις αγορές εμπορικών ακινήτων πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως τα αποθέματα ακινήτων καταμετρώνται βάσει του εμβαδόν ή της αξίας της επένδυσης. Στο πλαίσιο αυτό, για το έτος 2006, η Ευρώπη ήταν η ήπειρος με τη δεύτερη μεγαλύτερη ακίνητη περιουσία μετά τη Βόρεια Αμερική. Η Ασία βρίσκεται στην τρίτη θέση ενώ μεταξύ των 13 μεγαλύτερων αγορών στον κόσμο, υπάρχουν 5 Ευρωπαϊκές Χώρες: η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Ιταλία και οι Κάτω Χώρες. Στο προσεχές μέλλον προβλέπεται ανάλογη αύξηση στις αγορές ακινήτων που υπάρχουν στη Βραζιλία, τη Ρωσία, την Ινδία και την Κίνα.

Για το έτος 2007 οι ευρωπαϊκές αγορές που αποτελούν τις «Big Three» δηλαδή το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γερμανία και Γαλλία, συνέχισαν να κυριαρχούν στην αγορά ευρωπαϊκών επενδύσεων. Μάλιστα, στη Γαλλία, ο όγκος πωλήσεων αυξήθηκε κατά 25 % ,στη Γερμανία σημειώθηκε 6 % αύξηση ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώθηκε μείωση κατά 22%. Πάντως, υπήρχαν και άλλες αγορές που κατέγραψαν αύξηση όπως η Ισπανία (54%), οι Κάτω Χώρες (23%) και το Βέλγιο (6%).

Μάλιστα, ένας από τους παράγοντες που συνέβαλλαν στην ανάπτυξη της ακίνητης περιουσίας πριν από το 2006, ήταν η ανάπτυξη της ιδιωτικής ιδιοκτησίας. Μάλιστα, η εξέλιξη αυτή έδωσε στους επενδυτές πρόσβαση σε εξειδικευμένη διαχείριση ακινήτων, παρέχοντας παράλληλα στους επενδυτές την ευκαιρία να συμμετάσχουν στην ανάπτυξη μεγάλων έργων που σχετίζονται με τα ακίνητα. Εν αντιθέσει, το αμέσως επόμενο έτος, ήτοι το 2007, λόγω της εκτεταμένης μείωσης της ρευστότητας που παρατηρήθηκε στην αγορά και της γενικευμένης οικονομικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, σημειώθηκε μείωση των επενδύσεων στην ακίνητη περιουσία.

Όσον αφορά τις τιμές των ακινήτων, μετά το 1994, η τιμή ενοικίασης γραφείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση αυξήθηκε σταθερά. Μάλιστα, η αύξηση διήρκησε μέχρι το τρίτο τρίμηνο του 2001 όπου σημειώθηκε ιστορικό υψηλό.

Από το τέταρτο τρίμηνο του 2001 έως το 2004, οι τιμές ενοικίασης μειώθηκαν, ενώ και πάλι μετά την πάροδο του 2004 μέχρι και το πρώτο τρίμηνο του 2007, τα ενοίκια αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό μεταξύ 2% και 7,2%.

Μάλιστα, στο τέλος του 2006 οι πόλεις με τα αυξημένα ενοίκια ήταν το Λονδίνο (London West με € 1.500 ανά τ.μ. το έτος), η Μόσχα (με € 913 ανά τ.μ. το έτος), το Παρίσι (€ 730 ανά τ.μ. το έτος) και το Δουβλίνο (€ 646 ανά τ.μ. το έτος).

Από την άλλη μεριά, οι πόλεις με τα ενοίκια κάτω από € 250 ανά τ.μ. το έτος ήταν το Βερολίνο και η Βιέννη (€ 246 ανά τ.μ. το έτος), η Λισαβόνα, η Λυών και η Πράγα (€ 240 ευρώ ανά τ.μ. το έτος), ενώ στην τελευταία θέση ήταν Βουδαπέστη (€ 222 ανά τ.μ. το έτος).

Πάντως, οι τέσσερις πρωτεύουσες με τη μεγαλύτερη διακύμανση των τιμών μίσθωσης σε όλη την Ε. Ε. για την περίοδο 2005 και 2006 ήταν το Όσλο, το Λονδίνο, η Μαδρίτη και το Δουβλίνο, πρωτεύουσες που σημείωσαν μεταβλητότητα μεγαλύτερη από 26 %. Εν αντιθέσει το Μιλάνο, το Βερολίνο και η Βουδαπέστη δεν παρουσίασαν ουσιαστικές μεταβολές.

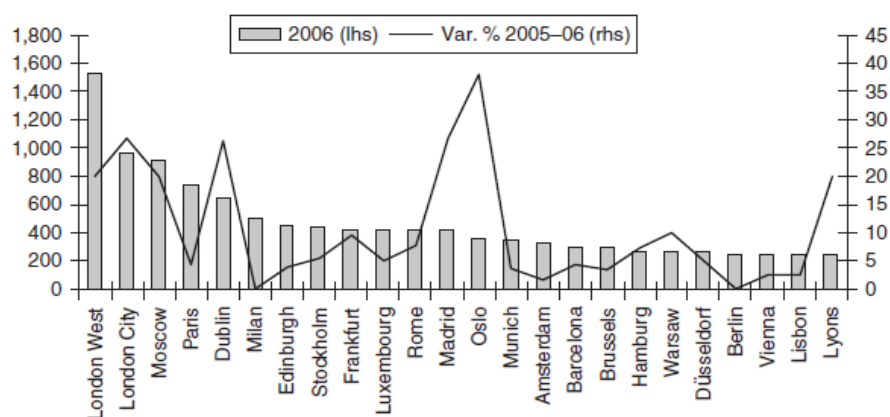


Figure 2.13 Rents in main European cities, 2006 (euros per m<sup>2</sup> and annual variation)

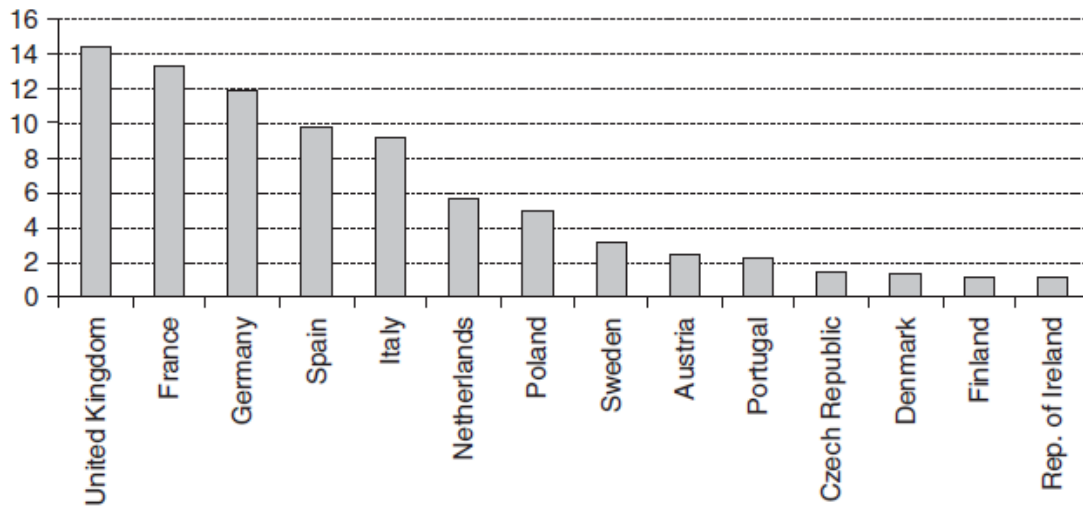
Source: Jones Lang LaSalle (2006) *European Office Property Clock* (4Q): 3.

#### **1.4.ΕΞΕΛΙΞΗ, ΟΓΚΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ**

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο κύριος όγκος των επενδύσεων στον τομέα των ακινήτων γίνεται με την αγορά γραφείων. Μάλιστα, η συγκεκριμένη αγορά για το έτος 2006 αντιπροσώπευσε το 50% του συνολικού όγκου αγοροπωλησιών, δηλαδή 7% υψηλότερα σε σχέση με το προγενέστερο έτος 2005.

Σε κάθε περίπτωση, γίνεται αντιληπτό ότι σε πόλεις όπως το Λονδίνο, το Παρίσι, τις Βρυξέλλες ή το Λουξεμβούργο, παρατηρείται περισσότερο από το 80 % των επενδύσεων ακινήτων στον συγκεκριμένο τομέα. Αντίθετα, στο Βερολίνο, τη Βαρκελώνη, την Κολωνία και τη Λυών, ο συγκεκριμένος τομέας συγκεντρώνει λιγότερο από 50% των επενδυτικών κινήσεων σε αγορές γραφείων. Τέλος, η Μόσχα ενώ το 2005 είχε 6% στην αγορά γραφείων – σε σύνολο επενδύσεων ακινήτων – το 2006 σημειώθηκε αύξηση και το ποσοστό άγγιξε το 30% των συνολικών επενδύσεων. Το 2005 το Διεθνές Συμβούλιο Εμπορικών Κέντρων (ICSC) δημοσίευσε ένα πανευρωπαϊκό πρότυπο για την ταξινόμηση των εμπορικών κέντρων. Σύμφωνα με αυτό το πρότυπο, ένα εμπορικό κέντρο είναι «λιανικής πώλησης όταν σχεδιάζεται, κατασκευάζεται και διοικείται ως ενιαία οντότητα, η οποία περιλαμβάνει μονάδες σε «κοινόχρηστες» περιοχές, θέτοντας ελάχιστη επιφάνεια (τ.μ.) εκμίσθωσης.

Μάλιστα, το συγκεκριμένο νέο πρότυπο ταξινομεί τα εμπορικά κέντρα σε διάφορους τύπους οι οποίοι με τη σειρά τους χωρίζονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες: τις παραδοσιακές και εξειδικευμένες. Ουσιαστικά, η πρώτη αποτελεί ένα σύστημα για όλες τις χρήσεις, η οποία μπορεί να είναι είτε για κλειστούς είτε για υπαίθριους χώρους, ενώ η δεύτερη περιλαμβάνει συγκεκριμένο σκοπό κατασκευής και αφορά συστήματα λιανικής πώλησης που είναι συνήθως υπαίθρια. Πάντως, και οι δύο κατηγορίες δύναται να ταξινομηθούν και βάσει άλλων κριτηρίων, όπως το μέγεθος, η δομή κ.α.. Στον παρακάτω πίνακα, διαφαίνεται η αυξημένη επένδυση σε τέτοιου είδους ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στον τομέα των εμπορικών κέντρων ακολουθούν η Γαλλία, η Γερμανία, η Ισπανία και η Ιταλία (Suarez, 2009).



*Figure 2.24 Shopping centre stock, Europe, 2006 (millions m<sup>2</sup> GLA)*  
*Source: Spanish Association of Shopping Centres.*

Η ανάπτυξη εμπορικών κέντρων σημειώθηκε με σταθερά βήματα από το 1980 και έπειτα. Μάλιστα, για το έτος 2006, περίπου 9 εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα από νέα εμπορικά κέντρα δομήθηκαν. Μάλιστα, τα τελευταία χρόνια σημειώθηκε μια απότομη αύξηση των εμπορικών κέντρων στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, τη Ρωσία και την Πολωνία (Suarez, 2009).

Πάντως, σε γενικές γραμμές όσον αφορά τα εμπορικά κέντρα, για την περίοδο 2006-7 η Ισπανία είναι επικεφαλής της κατάταξης με περισσότερα από 2 εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα υπό κατασκευή. Μάλιστα, για την περίοδο 2007-8 η Ρωσία είχε περισσότερα από 4 εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα υπό κατασκευή. Η Τουρκία και η Ιταλία είχαν περίπου 2,2 εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα και ακολούθησαν η Πολωνία, η Ισπανία και η Γερμανία.

Από την άλλη πλευρά, οι τιμές ενοικίασης ποικίλουν από χώρα σε χώρα. Συγκεκριμένα, το Ηνωμένο Βασίλειο αποτελεί την ευρωπαϊκή χώρα με τα υψηλότερα ενοίκια στα εμπορικά κέντρα. Μάλιστα, για το 2006 τα ενοίκια κυμαινόντουσαν μεταξύ 2.500 – 2.800 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως. Μετά το Ηνωμένο Βασίλειο, στη δεύτερη και στην Τρίτη θέση έρχονται η Γαλλία και η Δημοκρατία της Ιρλανδίας με 1.500 – 1.800 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως. Ακολουθεί το Βέλγιο με 1000 – 1100 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως. Πάντως, στις χώρες με τα χαμηλότερα ενοίκια σε εμπορικά κέντρα συγκαταλέγεται η Τουρκία με ενοίκιο 600 – 700 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως, η Πολωνία και η Τσεχική Δημοκρατία με 400 – 600 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως. Παρακάτω δίνεται ο

πίνακας με τις τιμές ενοικίων ανά τετραγωνικό μέτρο ετησίως και αφορά εμπορικά κέντρα στην Ευρώπη (Suarez, 2009).

	Prime rent (€/m <sup>2</sup> /year)
United Kingdom	2,500–2,800
France	1,500–1,800
Republic of Ireland	1,500–1,800
Belgium	1,000–1,100
Portugal	800–900
Finland	800–900
Spain	700–850
Italy	650–750
Hungary	600–1,000
Poland	600–1,000
Turkey	600–700
Netherlands	600–700
Sweden	550–750
Germany	550–650
Denmark	450–550
Czech Republic	400–600

*Source: Cushman and Wakefield (2006) European Pipeltne for 2006/2007 (April): 3.*

Ως προς την αγορά επενδύσεων, γίνεται σαφές πως η επένδυση στα εμπορικά κέντρα είναι μία πολύ ισχυρή επένδυση και ακολουθεί αύξουσα πορεία. Συγκεκριμένα, το 2006 ο συνολικός όγκος στην Ευρώπη που αφορά τις επενδυτικές συναλλαγές σε εμπορικά κέντρα ανήλθε στα 26 δισεκατομμύρια ευρώ. Στο πλαίσιο αυτό, το Ηνωμένο Βασίλειο είχε τη μεγαλύτερη και πιο ενεργή αγορά για πολλά χρόνια, αλλά παρά το γεγονός αυτό, ο όγκος συναλλαγών για το ίδιο έτος στο Ηνωμένο Βασίλειο έπεσε από 11 δισεκατομμύρια ευρώ το 2005 σε 8 δισεκατομμύρια ευρώ το 2006. Γίνεται σαφές πως η μείωση επενδύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι ένα αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών στα περιουσιακά στοιχεία, η οποία μάλιστα ευνόησε την αύξηση των επενδύσεων σε άλλες εθνικές αγορές. Συγκεκριμένα, η Γερμανία είναι μια χώρα που ευνοήθηκε από αυτές τις αλλαγές καθώς το επίπεδο επενδύσεων του 2006 ( 4,2 δις ευρώ) ήταν διπλάσιο από το προηγούμενο έτος. Πρέπει ακόμη να τονισθεί πως οι επενδυτές στο πλαίσιο αυτό οι επενδυτές στράφηκαν προς την Ανατολική Ευρώπη. Πάντως, στις χώρες με υψηλούς ρυθμούς



αύξησης του κεφαλαίου στη Δυτική Ευρώπη συμπεριλαμβάνονται η Δημοκρατία της Ιρλανδίας και η Ισπανία(Suarez, 2009).

Στην κατεύθυνση αυτήν, επισημαίνεται πως οι διασυνοριακές επενδύσεις σε εμπορικά κέντρα είναι επίσης σε άνοδο. Στην περίοδο 1999 – 2004, οι διασυνοριακές αγορές αντιπροσώπευαν το 68% του συνόλου των επενδύσεων σε εμπορικά κέντρα στην Ευρώπη. Μάλιστα, στις περιπτώσεις της Πολωνίας, της Ελλάδας, της Τσεχικής Δημοκρατίας, της Ιταλίας, της Πορτογαλίας και της Φιλανδίας περίπου το 90% του κεφαλαίου που επενδύεται σε εμπορικά κέντρα προέρχεται από το εξωτερικό της χώρας. Από την άλλη πλευρά, στις Κάτω Χώρες, τη Δανία, τη Γαλλία, τη Γερμανία και τη Δημοκρατία της Ιρλανδίας τα ξένα κεφάλαια, σε αντίθεση, αντιπροσωπεύουν λιγότερο από το 40% του συνολικού ποσού που επενδύεται. Στο πλαίσιο αυτό, οι διασυνοριακές επενδύσεις ανήλθαν στο 60% για το 2006.

Ως προς τις αποδόσεις, από το 2002 οι αποδόσεις σε εμπορικά κέντρα μειώνονται συνεχώς ιδιαιτέρως στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως είναι η Πολωνία με απόδοση 5,25% ή η Τσεχική Δημοκρατία με απόδοση 5%. Πάντως, και οι πιο ώριμες αγορές της Δυτικής Ευρώπης, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Ιταλία και η Ελβετία, επηρεάστηκαν επίσης από τις μεταβολές και οι αποδόσεις τους ανήλθαν μεταξύ 4 – 5 %. Στην κατεύθυνση αυτήν, γίνεται σαφές ότι το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσίασε ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά αποδόσεων στην Ευρώπη(Suarez, 2009).

Ως προς την εξέλιξη της βιομηχανία, πρέπει να τονισθεί πως η βιομηχανική και υλικοτεχνική πορεία που ακολούθησε η Ευρώπη, είναι παρόμοια με την πορεία άλλων τομέων. Συγκεκριμένα, χαρακτηρίζεται από άφθονη ρευστότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και έχει αντίκτυπο τόσο στις τιμές, όσο και στο κέρδος. Στο πλαίσιο αυτό, η αύξηση της οικονομικής ολοκλήρωσης έχει οδηγήσει τις επιχειρήσεις προς την Ευρώπη, όπου αναπτύσσεται η απόδοση ενοικίων. Πάντως, οι βιομηχανικές και υλικοτεχνικές αγορές επηρεάζεται από την οικονομική δραστηριότητα σε κάθε γεωγραφική περιοχή, καθώς επίσης και από διπλανές περιοχές. Στο πλαίσιο αυτό, η πόλη με την μεγαλύτερη βιομηχανική διαθεσιμότητα είναι η Γλασκόβη στη Σκωτία, ακολουθεί η Αμβέρσα στο Βέλγιο και η Βιέννη στην Αυστρία. Μάλιστα, σε κάθε πόλη, τα ποσοστά κενών θέσεων τείνουν να είναι χαμηλότερα σε κεντρικές περιοχές της πόλης, όπου η προσφορά είναι πιο

περιορισμένη, δεδομένου ότι πολλές διαθέσιμες βιομηχανικές μονάδες μετατρέπονται σε κατοικίες, καταστήματα, γραφεία ή σε χώρους αναψυχής (Suarez, 2009).

Ακόμη, επισημαίνεται πως η κατασκευαστική δραστηριότητα είναι έντονη στην Κεντρική και Βόρεια Αγγλία (Birmingham και Manchester), στη Νότια Γαλλία (Μασσαλία), στην Ισπανία (Μαδρίτη και Βαλένθια) και στην Πολωνία (Βαρσοβία), και σε μικρότερο βαθμό, στην Τσεχία (Πράγα) και τη Ρουμανία (Βουκουρέστι). Μάλιστα, η ισπανική αγορά έχει διατηρήσει ένα αρκετά υψηλό επίπεδο νέων βιομηχανικών εγκαταστάσεων τα τελευταία χρόνια, και το 2006 προστέθηκαν 100,000 τετραγωνικά μέτρα υλικοτεχνικής υποδομής. Επιπροσθέτως, ιδιαίτερος υψηλή είναι η ζήτηση στο τμήμα της αποθήκης στην Κεντρική Ευρώπη, τη βόρεια Γαλλία και την Ισπανία. Ακόμη, η ζήτηση για άλλα βιομηχανικά κτίρια παραμένει ισχυρή στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Ισπανία, την Ελλάδα και το Λουξεμβούργο. Υπό την έννοια αυτή, το 2006 αυξήθηκαν οι ενοικιάσεις και στη Γαλλία σε αναδυόμενες περιοχές, όπως η Μπορντό έχουν υπερβεί τη ζήτηση άλλων περιοχών. Στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, το 2006 ήταν μια θετική χρονιά, ιδιαίτερος στις χώρες όπως την Τσεχική Δημοκρατία και την Πολωνία, με την ζήτηση να αυξάνεται το 2006 ακόμη και 50% παραπάνω από εκείνη του 2005 ενώ σε αντίθεση στην Ουγγαρία το επίπεδο ζήτησης μειώθηκε το 2006 σε σχέση με έτος βάσης το 2005 (Suarez, 2009).

## **1.5.ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ**

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, ο όγκος των επενδύσεων και των τιμών στην ευρωπαϊκή πραγματικότητα αυξήθηκαν σημαντικά. Στο πλαίσιο αυτό, σημειώθηκαν θετικές αποδόσεις στον κλάδο ακινήτων και χαμηλή συσχέτιση μεταξύ μετοχών και εισοδήματος από επενδύσεις. Ακόμη, είναι σαφές πως η προσβασιμότητα στην αγορά είναι αυξημένη με αποτέλεσμα να ενθαρρύνονται οι επενδυτές να αναλάβουν επενδυτική δράση σε μορφές ακίνητης περιουσίας.

Ένας παράγοντας που τροφοδότησε τις επενδύσεις σε ακίνητα ήταν οι χαμηλές αποδόσεις των μετοχών μεταξύ του 1999 και του 2003, με αποτέλεσμα πολλοί επενδυτές να στραφούν σε επενδύσεις στην ακίνητη περιουσία με σκοπό την αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων. Μεταξύ 1997 και 2006, η μέση ετήσια απόδοση μιας επένδυσης στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν 6,1 % , ενώ οι άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα διαμορφώθηκαν στο 13.6 % για το ίδιο έτος (Suarez, 2009).

Στην κατεύθυνση της αύξησης της επένδυσης σε ακίνητα, συντελεί το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια υπήρξε αύξηση των πληροφοριών στις πραγματικές συναλλαγές ακινήτων με σκοπό την αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, μέσω της μείωσης της ασύμμετρης πληροφόρησης και της ενίσχυσης της διαφάνειας επί των συναλλαγών. Δηλαδή, η αύξηση των πληροφοριών είχε ως αποτέλεσμα την τόνωση της επένδυσης από μεσίτες, διαχειριστές και επαγγελματίες (Suarez, 2009).

Η απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητα, εξαρτάται από το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνεται και ουσιαστικά αποτελεί το χρηματικό αντίτιμο που λαμβάνει ο αγοραστής που κατέχει το περιουσιακό στοιχείο, ως αντιστάθμισμα των χρημάτων που δέσμευσε για την αγορά του.

Γίνεται σαφές πως οι επενδυτές μπορούν να λάβουν θέση σε άμεσες επενδύσεις στην αγορά ακινήτων ή να κάνουν χρήση παράγωγων προϊόντων για αντιστάθμιση. Τα προϊόντα αυτά διαπραγματεύονται σε ενεργές αγορές τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και στις ΗΠΑ. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των επενδυτικών ακινήτων είναι η χαμηλή τους ρευστότητα καθώς η ιδιοκτησία δεν είναι εύκολα εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο, σε αντίθεση με τις μετοχές ή τα ομόλογα (Suarez, 2009).

Ακόμη, σημειώνεται ότι οι αποδόσεις των ακινήτων είναι πολύ λιγότερο ευμετάβλητες από τις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων. Μάλιστα, από το 1976 έως το 2006, ο Δείκτης FTSE είχε μια αστάθεια του 14,7% και η μεταβλητότητα των επενδύσεων σε ακίνητα στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν πολύ χαμηλότερο του 8,7%. Ακόμη, στα χαρακτηριστικά τους συμπεριλαμβάνεται το γεγονός ότι οι μετοχές αποτιμώνται καθημερινά και έχουν πιο διαφανή τρόπο εκτίμησης της αξίας, ενώ όσον αφορά τα ακίνητα, αυτά αποτιμώνται λιγότερο συχνά και οι εκτιμήσεις είναι λιγότερο ακριβείς κυρίως λόγω του μεγάλου αριθμού ιδιωτικών συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα κάθε μέρα (Suarez, 2009).

Επιπροσθέτως, μια συνέπεια των επενδύσεων σε ακίνητα είναι το βάρος της διαχείρισης που απαιτείται για τη λειτουργία του ακινήτου και τις συνήθεις δαπάνες που προκύπτουν από την μίσθωση, τη συντήρηση ή τη διατήρηση των ιδιοτήτων. Δηλαδή, η επένδυση σε ακίνητα σχετίζεται με την αύξηση του έμμεσου κόστους, από δραστηριότητες που σχετίζονται με την κατοχή ενός ακινήτου. Μάλιστα, η διατήρηση ενός ακινήτου απαιτεί την πρόσληψη προσωπικού για την εκτέλεση των εργασιών που απαιτούνται με σκοπό τη διατήρηση του περιουσιακού στοιχείου (Suarez, 2009).

Σημειώνεται πως οι άμεσες επενδύσεις ακινήτων συνδέονται με υψηλό κόστος συναλλαγών, τόσο για τον αγοραστή, όσο και για τον πωλητή, καθώς επίσης και με

υψηλές διοικητικές και διαχειριστικές δραστηριότητες που συνεπάγονται αύξηση του κόστους. Εκτός από διαφορετικούς φόρους, η αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς συνήθως συνεπάγεται νομικές δαπάνες και έξοδα μεσιτείας (Suarez, 2009).

Πάντως, επισημαίνεται πως οι επενδύσεις σε ακίνητα δύναται να προσφέρουν εξαιρετικές ευκαιρίες μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ως αποτέλεσμα της ικανότητας δημιουργίας εισοδήματος και της χαμηλότερης μεταβλητότητας των τιμών. Αυτό επιτρέπει στους επενδυτές να αξιοποιήσουν αυτές τις αποδόσεις πιο συχνά και πιο έντονα από ό, τι σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ουσιαστικά, το παραπάνω χαρακτηριστικό αποτελεί πλεονέκτημα σε σχέση με τα χαρακτηριστικά που έχουν άλλα στοιχεία του ενεργητικού και ως εκ τούτου γίνεται σαφές ότι πρέπει να γίνει χρηματοδότηση αυτών των στοιχείων με υψηλότερο ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων (Suarez, 2009).

Στην κατεύθυνση αυτήν, τα οφέλη της χρήσης του χρέους (χρηματοδότηση επένδυσης μέσω δανεισμού) ενισχύεται από τη φορολογική έκπτωση των τόκων που καταβάλλονται για τα δάνεια. Ένα άλλο φορολογικό πλεονέκτημα είναι ότι η αξία ενός ακινήτου υπόκεινται σε αποσβέσεις κάθε χρόνο, γεγονός που υποδηλώνει την απαξίωση – φθορά του με την πάροδο του χρόνου. Ουσιαστικά, αυτή η μείωση της αξίας μπορεί επίσης να καταγραφεί ως ένα επιπλέον κίνητρο δεδομένου ότι οι αποσβέσεις εκπίπτουν από την φορολογία και ως εκ τούτου μειώνεται το φορολογητέο κέρδος των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μειώνουν τη φορολόγησή τους. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές δύναται να αυξήσουν το φορολογητέο κέρδος τους από την πώληση του ακινήτου, αλλά παράλληλα να έχουν και μια ευνοϊκή επίδραση στη συνολική αποδοτικότητα των κεφαλαίων τους (Suarez, 2009).

Στην κατεύθυνση αυτήν, επισημαίνεται ότι τα τελευταία χρόνια έχει ειπωθεί ότι η αγορά ακινήτων έχει μεγάλες δυνατότητες κεφαλαιοποίησης, με την έννοια ότι πολλοί επενδυτές επιλέγουν την ακίνητη περιουσία ώστε τελικά να αποκτήσουν μια πρόσβαση στο χρηματιστήριο. Μάλιστα από το 2001 η IPD έχει δημοσιεύσει ένα πανευρωπαϊκό δείκτη αναφοράς για τη δραστηριότητα επιχειρήσεων του κλάδου. Υπάρχουν, επίσης, οι δείκτες αναφοράς από πηγές σε άλλες χώρες, όπως ο NCREIF (Εθνικό Συμβούλιο Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία ) στις ΗΠΑ, καθώς επίσης και δείκτες από επίσημες υπηρεσίες στην Αυστραλία και τη Νέα Ζηλανδία. Σε κάθε περίπτωση γίνεται σαφές πως οι δείκτες που έχουν αναπτυχθεί και δίνουν στοιχεία

κερδοφορίας και αποδόσεων των ακινήτων έχουν ενισχύσει σημαντικά τη διαφάνεια της αγοράς(Suarez, 2009).

Πάντως, ως προς την επένδυση σε ακίνητα, γίνεται σαφές πως τα επενδυτικά κεφάλαια δύναται να διαφέρουν μεταξύ τους ανάλογα με το προφίλ του επενδυτή που τα επιλέγει. Στο πλαίσιο αυτό, κεφάλαια που απευθύνονται στο ευρύ κοινό υπόκεινται σε αυστηρούς όρους παρακολούθησης από κάποιον κυβερνητικό οργανισμό, ενώ εκείνα τα επενδυτικά κεφάλαια που απευθύνονται σε μια ιδιωτικά ελεγχόμενη ομάδα επιχειρήσεων δεν υπόκεινται σε κάποια δημόσια παρακολούθηση και αποτελούν ιδιωτικά ίδια κεφάλαια. Είναι σαφές, πως με την αύξηση της επένδυσης σε ακίνητα αυξήθηκαν και αναπτύχθηκαν τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας τα οποία διακρίνονται βάσει της διάρκειας ζωής, του όγκου κεφαλαίου που επενδύουν σε ορισμένες κατηγορίες και βάσει του επιπέδου κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Στο πλαίσιο αυτό γίνεται σαφές, ότι τα κύρια κεφάλαια επενδύονται σε χαμηλού κινδύνου στοιχεία ενεργητικού και έχουν σχετικά χαμηλή οικονομική δύναμη. Μάλιστα, οι επενδύσεις αυτού του τύπου στοχεύουν σε αποδόσεις περίξ του 11,5%. Ωστόσο, υπάρχουν και ευκαιριακές επενδύσεις σε ακίνητα που χαρακτηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου, υψηλά επίπεδα μόχλευσης και υψηλές αποδόσεις. Η επιλογή του είδους της επένδυσης εξαρτάται σε κάθε περίπτωση από τη στρατηγική που ακολουθεί ο κάθε επενδυτής. Τέλος, επισημαίνεται ότι τα διάφορα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων για ακίνητη περιουσία έχουν το δικό τους όνομα, τη δική τους νομική υπόσταση και σε κάθε χώρα που αναπτύσσονται αντιμετωπίζονται διαφορετικά, καθώς υπόκεινται σε διαφορετική φορολογία και σε διαφορετικούς όρους διαφάνειας (Suarez, 2009).

## 1.6. ΠΕΔΙΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΓΙΑ ΑΚΙΝΗΤΑ

Οι μεσίτες των ακινήτων είναι οι μεσάζοντες πωλήσεις μεταξύ των αγοραστών και των πωλητών στις αγορές που αφορούν στα εμπορικά και τα κατοικήσιμα κτίρια.

Οι δραστηριότητες των εταιρειών παροχής υπηρεσιών ακινήτων μπορούν να διακριθούν σε δύο κύριες κατηγορίες (Yavas, 1994) :

- Στις κτηματομεσιτικές, οι οποίες αναλαμβάνουν τις ακόλουθες 4 βασικές δραστηριότητες :
  - Παροχή πληροφοριών για την αγορά.
  - Ρόλο παράγοντα συναλλαγών στην εξεύρεση ενοικιαστών και στη ρύθμιση της ενοικίασης.
  - Ρόλο παράγοντα συναλλαγών στην αγορά και την πώληση των ακινήτων.
  - Αποτίμηση της γης και των κτιρίων.
- Σε εκείνες που συνδέονται με πολλές άλλες λειτουργίες παροχής υπηρεσιών ακινήτων, όπως είναι οι ακόλουθες :
  - Παροχή συμβουλών σχετικά με τα έργα πεδίου εφαρμογής και των αγορών.
  - Μεσολάβηση μεταξύ των ιδιοκτητών και της οικονομικής κοινότητας.
  - Διαχείριση ακίνητης περιουσίας και συναφών υπηρεσιών.
  - Μεσολάβηση μεταξύ των ιδιοκτητών και άλλων επαγγελματιών ακινήτων.
  - Λειτουργία ως διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων ακινήτων.

Προκειμένου να επεξεργαστούν τις 4 βασικές λειτουργίες διαμεσολάβησης, πρέπει να εφαρμόσουν τις παρακάτω ενέργειες (Ball, 2006) :

- Παρέχουν πληροφορίες για την αγορά στους πωλητές και τους αγοραστές, και ειδικά όσον αφορά στις ιδιότητες, τα χαρακτηριστικά και την τιμή των ακινήτων.
- Συμπεριφέρονται σαν πράκτορες συναλλαγών για τους ιδιοκτήτες που επιθυμούν να πουλήσουν ή να αγοράσουν κάποια ακίνητη περιουσία. Συνήθως, βέβαια, οι μεσίτες ενεργούν συχνότερο για μέρος των πωλητών, και όχι τόσο των αγοραστών.

- Ο ρόλος τους είναι ενεργός και στις συναλλαγές ενοικίασης όπου συχνά βρίσκουν ενοικιαστές για κάποιο κτίριο.
- Αναλαμβάνουν αποτιμήσεις των ακινήτων. Η αποτίμηση μπορεί να είναι η αρχική εκτίμηση της τιμής της αγοράς για έναν πιθανό πωλητή της ιδιοκτησίας. Εναλλακτικά, μπορεί να είναι μια εκτίμηση που απαιτείται από έναν πάροχο υποθήκης, ή ακόμα η πραγματική βάση των τιμών στις οποίες κλείνεται μια συμφωνία.
- Παρέχουν συμβουλές σχετικά με τα σχέδια των ακινήτων και τις αγορές, στους πελάτες των άλλων υπηρεσιών που παρέχονται από την ίδια εταιρεία ή σε τρίτους που ενδιαφέρονται για τις αγορές των ακινήτων. Στην τελευταία κατηγορία ανήκουν, για παράδειγμα, οι μεγάλοι επενδυτές και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- Πραγματοποιούν την έρευνα σχετικά με τις αγορές αλλά και τις υπόλοιπες πτυχές των ακινήτων.
- Διαχειρίζονται τα ακίνητα και τις συναφείς υπηρεσίες που αναλαμβάνονται από περισσότερες επιχειρήσεις, κυρίως εκ μέρους των ιδιοκτητών των ακινήτων.
- Ενέχουν τους ενδιάμεσους ρόλους ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και των χρηματοδοτών.
- Αναλαμβάνουν τη μεσολάβηση μεταξύ των ιδιοκτητών και των άλλων επαγγελματιών που ασχολούνται με τα ακίνητα.
- Διαχειρίζονται τα επενδυτικά κεφάλαια που προέρχονται είτε από εταιρείες είτε από ιδιώτες επενδυτές

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### 2.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΟΡΑΣ REAL ESTATE

Αγορά, σημαίνει ένα σύνολο θεσμών, σχέσεων και κανόνων που καθιστούν δυνατή τη συναλλαγή, δηλαδή την ανταλλαγή μέσω χρήματος. Η αγορά, είναι σαφές πως δεν έχει συγκεκριμένη θέση, αλλά εξασφαλίζει την επάρκεια των αγοραστών και των πωλητών και η λειτουργία της οδηγεί στη διαμόρφωση των τιμών αγοράς. Ένα από τα είδη αγορών που υπάρχουν είναι και η αγορά Ακινήτων. Οι συναλλαγές που αφορούν τη γη είναι περιοδικές, υπό την έννοια ότι δεν υπάρχει συνέχεια των συναλλαγών, όπως συμβαίνει με πολλά άλλα αγαθά συνεχούς συναλλακτικής ροής (Ζεντέλης, 2001).

Ουσιαστικά, η συνολική αγορά Ακινήτων, βασίζεται στην προσπάθεια που καταβάλουν οι ιδιοκτήτες να προσαρμόσουν την ιδιοκτησία τους στις απαιτήσεις της ανταγωνιστικής ζήτησης. Ως εκ τούτου, λόγω του χαρακτηριστικού της σπανιότητας που διακρίνει την αγορά ακινήτων, οδηγούμαστε στον προσδιορισμό της τιμής βάσει του υπάρχοντος ανταγωνισμού που επικρατεί στην αγορά.

Ακόμη, είναι σαφές πως η αγορά Ακινήτων περικλείει ένα ευρύ φάσμα, δηλαδή ακίνητα κάθε είδους. Στο πλαίσιο διάκρισης της αγοράς ανάλογα με τις επιτρεπόμενες χρήσεις – εκτός του αγροτικού και δασικού είδους – η αγορά δύναται να διακριθεί στις κάτωθι κατηγορίες (Ζεντέλης, 2001) :

- Αγορά που εξυπηρετεί την οικιστική χρήση
- Αγορά που εξυπηρετεί την εμπορική χρήση
- Αγορά που εξυπηρετεί τη βιομηχανική χρήση
- Αγορά που εξυπηρετεί τις ειδικές χρήσεις Ακινήτων

Ως προς τη δομή της αγοράς, η αγορά Ακινήτων, δύναται να διαχωριστεί σε δύο κυρίαρχους τύπους, ήτοι σε αγορά «τέλειου ανταγωνισμού» καθώς και σε αγορά «μονοπωλιακή». Στην τέλεια ανταγωνιστική αγορά υπάρχουν πολλοί αγοραστές και πωλητές ομοιογενών προϊόντων με πλήρη πληροφόρηση, ενώ παράλληλα έχουν τη δυνατότητα εξόδου και εισόδου χωρίς εμπόδια. Εν αντιθέσει, σε μια μονοπωλιακή αγορά, οι πωλητές μπορούν να διαφοροποιήσουν τα προϊόντα τους λόγω ορισμένων διαφορών που υπάρχουν σε αυτά ή λόγω ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης. Ουσιαστικά, η αγορά Ακινήτων διαφέρει από μια ιδανική αγορά τέλεια ανταγωνιστική κυρίως λόγω της φύσης των ακινήτων και των περιορισμών της



αγοράς. Πάντως, ο τομέας των κατασκευών λειτουργεί κυρίως υπό συνθήκες τέλειου ανταγωνισμού και αποτελεί έναν κύριο τομέα που συντελεί στη δημιουργία των Ακινήτων.

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να γίνει κατανοητό ότι ο τέλειος ανταγωνιστικός περιορίζεται και έτσι δημιουργούνται ατέλειες σε περιπτώσεις όπως αυτές που αναφέρονται κάτωθι (Ζεντέλης, 2001):

- Κρατικές Παρεμβάσεις
- Μονοπωλιακές καταστάσεις
- Εξωτερικές Οικονομίες
- Οικονομίες Μεγέθους

Η αγορά ακινήτων διέπεται από ορισμένα χαρακτηριστικά, ως εκ τούτου είναι σαφές ότι οι συναλλαγές εμπορευμάτων αλλά και υπηρεσιών στη συγκεκριμένη αγορά διακρίνονται βάσει του τύπου των κτηρίων, την τοποθεσία, τη μορφή των δικαιώματος ιδιοκτησίας κ α.. Στο πλαίσιο αυτό, ο νομικός κίνδυνος έγκειται κυρίως στο αν και κατά πόσο οι κυβερνήσεις δύναται να θέσουν περιορισμούς ως προς τα δικαιώματα ιδιοκτησίας ή ως προς τη διενέργεια συναλλαγών με αντικείμενο την ακίνητη ιδιοκτησία.

Σε κάθε περίπτωση, πρόκειται για ανταγωνιστικές αγορές καθώς σε αυτές μετέχει ένα πλήθος αγοραστών αλλά και προμηθευτών που σχετίζεται με την παροχή ενός διευρυμένου εύρους αγαθών, υπηρεσιών, πρώτων υλών, μετάλλων κα. . Ακόμη, επισημαίνεται πως η τεχνολογία αποτελεί μια σημαντική επιρροή σε αυτό το ανταγωνιστικό περιβάλλον, υπό την ευρεία έννοια καθώς ο τρόπος και οι μέθοδοι κατασκευής διαχρονικά εξελίσσονται και είναι σαφές πως ενυπάρχουν και διπλώματα ευρεσιτεχνίας για εξαιρετες και πρωτοπόρες κατασκευές. Πέραν της τεχνολογίας, η ύπαρξη δικαιωμάτων ιδιοκτησίας αποτελεί έναν βασικό παράγοντα που διατηρεί την αγορά ακινήτων σε ανταγωνιστικά επίπεδα. Επιπροσθέτως, η ύπαρξη οικονομικής αναπτυξιακής πολιτικής, δεδομένης της ιδιοκτησίας σε ένα ευρύ φάσμα ιδιοκτητών αλλά και οργανισμών, δημιουργεί πραγματική ανάπτυξη του τομέα των Ακινήτων, συμβάλλοντας κυρίως στην ανάπτυξη των δραστηριοτήτων που εκτελούν οι κατασκευαστικές εταιρείες. Ακόμη, ως προς τη διαφοροποίηση των αγορών ανά τον κόσμο, πρέπει να τονισθεί πως δεν παρατηρείται το μονοπωλιακό στοιχείο, καθώς τα εμπόδια εισόδου στην αγορά είναι κοινά για όλους και αποτελούν κυρίως

νομοθετικές προεκτάσεις που το κράτος επιβάλλει και αποτελούν κοινά νομικά πλαίσια ανά τον κόσμο. Πάντως, ορισμένοι περιορισμοί – όπως οι πολεοδομικοί – δύναται να δημιουργήσουν πρόβλημα σε μια συγκεκριμένη αγορά ακινήτων και ως εκ τούτου αποτελούν σαφή παράγοντα μελέτης από τις κατασκευαστικές εταιρείες (Ball, 2006).

Δεδομένου, ότι ο βαθμός συγκέντρωσης της αγοράς ακινήτων είναι χαμηλός, δύναται να επισημανθούν οι τομείς δράσεις. Στο πλαίσιο αυτό, η αγορά ακινήτων εκτείνεται από την απλή οικοδομική ιδιόκτητη κατοικία, την ανάπτυξη ακίνητων περιουσιών, την ανάπτυξη κτηματομεσιτικών εταιρειών, τις κατασκευαστικές εταιρείες, τις εταιρίες επένδυσης ακινήτων, τα ενυπόθηκα δάνεια αλλά και επιμέρους διαδικασίας όπως ο σχεδιασμός, η αρχιτεκτονική, η μηχανική αλλά και το εμπράγματο δίκαιο. Συνεπώς, όχι μόνον υπάρχει μεγάλη ποικιλία υπηρεσιών, αλλά παράλληλα διαφαίνεται και μια αναντιστοιχία μεταξύ των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που συγκεντρώνουν μεμονωμένα οι χώρες.

Δηλαδή, για ένα φαινομενικά ίδιο προϊόν, υπάρχουν διάφορα είδη παραγωγών αλλά και ποικίλες αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται. Στο πλαίσιο αυτό, οι περισσότερες οικίες είναι μαζικής παραγωγής από εξειδικευμένους κατασκευαστές και προγραμματιστές. Υπό αυτήν την έννοια δημιουργείται μια γενική αγορά δυνητικών αγοραστών σε όλα το φάσμα της ποιότητας, από τα σχετικά φθηνά μέχρι τα πολυτελή και ακριβά είδη ιδιοκτησίας. Ενώ οι περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες ακολουθούν την παραπάνω διαδικασία ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων, σε κάποιες χώρες δεν υπάρχει βιομηχανία κατασκευής οικιών. Πάντως, αναπόφευκτα, οι άνθρωποι κατανοούν την ευρεία λειτουργία των αγορών από την εμπειρία που λαμβάνουν μέσω αυτών. Υπό αυτήν την έννοια, στην αγορά ακινήτων ο πελάτης είναι πιο ενημερωμένος καθώς επιλέγει ανάμεσα σε διάφορες ποιότητες αυτό που πραγματικά μεγιστοποιεί τη χρησιμότητά του (Ball, 2006).

## **2.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

Η αγορά ακινήτων καθώς και κατασκευαστικών επιχειρήσεων επηρεάζεται σαφώς από το είδος των προϊόντων που παράγονται και πωλούνται. Στο πλαίσιο αυτό, ο τεχνικός χαρακτήρας μέσω του οποίου πραγματώνεται η διαδικασία και προστίθεται αξία σε ένα ακίνητο, αποτελεί καθοριστικό παράγοντα. Ως εκ τούτου, η αγορά

ακινήτων έχει συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που μάλιστα αποτελούν δομικά στοιχεία για τη μελέτη του κλάδου.

Κύριο χαρακτηριστικά είναι η μακροζωία και τα έξοδα που συνδέονται με την αγορά ακινήτου. Υπό την έννοια αυτήν, τα ακίνητα αποτελούν μια μεγάλη και ταυτόχρονα πολύτιμη επένδυση που πραγματοποιείται για μεγάλο χρονικό διάστημα. Άλλωστε, η φύση των ακινήτων διαρκεί μεγάλο χρονικό διάστημα και σε συνδυασμό με την μη αντιστρεψιμότητα τέτοιου είδους επενδύσεων θέτουν τα ακίνητα ως μια σημαντική δέσμευση για τον αγοραστή. Συνεπώς, μια επένδυση σε ακίνητα αξίζει μόνον όταν επιβραβεύεται για τη μακροχρόνια δέσμευσή σου, άλλωστε σε πολλές των περιπτώσεων δίνονται κίνητρα χρηματοδότησης μέσω δανεισμού.

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως οι οικονομικές επιπτώσεις των ακινήτων είναι ιδιαίτερες σημαντικές. Στο πλαίσιο αυτό, η αγορά ακινήτων ή η αξία των ακινήτων εκφράζεται σε ποσοστό ΑΕΠ μιας χώρας, ενώ σε πολλές των περιπτώσεων παρουσιάζεται ολόκληρος ο κλάδος που καταδεικνύει τη δραστηριότητα όλων των συναφών επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου είναι σαφές πως χιλιάδες άνθρωποι δραστηριοποιούνται στην κατασκευή και τη συντήρηση, την αγορά, την πώληση και τη χρηματοδότηση και σε άλλες υπηρεσίες συνδεδεμένες με την αγορά ακινήτου. Μάλιστα, υπάρχουν σαφείς τραπεζικές προεκτάσεις καθώς τα επενδυτικά κεφάλαια απορροφώνται, επεκτείνονται τα βραχυπρόθεσμα δάνεια και διαπραγματεύονται πολλά χρηματοπιστωτικά μέσα (Ball, 2006).

### **2.3. ΧΡΗΣΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ – ΕΤΕΡΟΓΕΝΕΙΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΩΝ**

Η ετερογένεια αποτελεί ιδιαίτερο στοιχείο του κατασκευαστικού κλάδου και καταδεικνύει τη διαφοροποίηση μεταξύ των τελικών κατασκευών. Η κατανόηση της ετερογένειας σχετίζεται με τρία χαρακτηριστικά: τα φυσικά χαρακτηριστικά, την τοποθεσία και τις πληροφορίες. Πρόκειται για προσδιοριστικούς παράγοντες που ενέχουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάλυση. Συγκεκριμένα:

- **Φυσικά χαρακτηριστικά:** Είναι ευρέως γνωστό πως λίγα κτίρια είναι πανομοιότυπα. Ως εκ τούτου, τα κτίρια διαφέρουν συνήθως κατά τη χρήση, το μέγεθος, το ύψος και πολλά άλλα χαρακτηριστικά. Άλλωστε, δεν υπάρχει τυποποίηση στον τομέα των κατασκευών καθώς σε όποιες προσπάθειες έγιναν, οι προτιμήσεις των αγοραστών συνιστούν εναντίον της. Μάλιστα, δεδομένης της μεγάλης ποικιλίας, είναι σαφές πως η εξειδίκευση σχετίζεται

με την υλοποίηση της καλύτερης αγοροπωλησίας, υπό την έννοια ότι λόγω αρχής οι αγοραστές και οι πωλητές αναζητούν τη συμφωνία συναλλαγής στο πλαίσιο ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος. Δηλαδή, δεδομένου ότι τα ακίνητα είναι μεταξύ τους υποκατάστατα, συμβαίνουν συναλλαγές μέχρις ότου οι τιμές τους να διαφέρουν μόνο λόγω διαφορών στις χαρακτηριστικές ιδιότητες όπως το μέγεθος, η ηλικία, η τοποθεσία κ.λπ.. Συνεπώς, η διαφορά στην τιμή μεταξύ των ακινήτων οφείλεται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά που τα ακίνητα φέρουν.

- Τοποθεσία: Η τοποθεσία διαφοροποιεί τα τμήματα της αγοράς ακινήτων, υπό την έννοια ότι εισάγει τη σπουδαιότητα της γεωγραφικής θέσης. Στο πλαίσιο αυτό, η γεωγραφική θέση αποτελεί μια διαδικασία παραγωγής θεωρώντας πως η γεωγραφική θέση είναι αυτή που κάνει τα ακίνητα χρήσιμα. Μάλιστα, μέσα σε κάθε συγκεκριμένη περιοχή τα ακίνητα ανταγωνίζονται μεταξύ τους με κοντινά υποκατάστατα, ενώ η απόσταση μεταξύ τους διευρύνει το βαθμό που το ένα είναι υποκατάστατο του άλλου. Είναι σαφές πως η χωρική διαφοροποίηση, μεταβάλλει πολλά χαρακτηριστικά των ακινήτων αλλά και των συνδεδεμένων με αυτών βιομηχανικών κατασκευών. Στην κατεύθυνση αυτή, οι κατασκευαστές δημιουργούν νέα κτήρια σε συγκεκριμένες θέσεις κατά την υπόδειξη του αγοραστή με αποτέλεσμα η διαδικασία της παραγωγής και της διανομής να είναι ταυτόχρονη, ενώ σε απλά αγαθά γίνεται ευθέως αντιληπτή η διαφοροποίηση διότι πρώτα παράγονται τα αγαθά και εν συνεχεία υπεισέρχονται στο στάδιο της διανομής μέχρις ότου φτάσουν στον τελικό καταναλωτή. Ως εκ τούτου, οι κατασκευαστές οφείλουν να δημιουργούν – κατασκευάζουν νέα κτήρια σε συγκεκριμένες θέσεις και κατά συνέπεια οι προοριζόμενοι επενδυτικοί πόροι συγκεντρώνονται και χρησιμοποιούνται εκεί. Ακόμη, υπάρχει μεγάλη απαίτηση για εξειδίκευση, καθώς η εξειδίκευση δίδει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε κτηρίου. Μάλιστα, όταν υπάρχει μεγάλη χωρική διαφοροποίηση, η ζήτηση δύναται να δράσει άμεσα ως ένα εμπόδιο στην εξειδίκευση. Ως εκ τούτου, για να πετύχουν τις δραστηριότητές τους οι ειδικοί οφείλουν να δρουν σε διαφορετικές περιοχές έκαστος ή καλύτερα σε απομακρυσμένες περιοχές ώστε να υπάρχει το στοιχείο της χωροταξικής διαφοροποίησης. Οπότε, οι νέες εταιρείες πρέπει είτε να αναζητήσουν νέες τοποθεσίες ώστε να υπάρχει χωροταξική εξειδίκευση, αλλά

αυτό συνεπάγεται τεράστιο οικονομικό κόστος και μεγάλη επένδυση, είτε να παραμείνουν στην αγορά αποδεχόμενοι ότι άλλος είναι ο κυρίαρχος και ως εκ τούτου να δράσουν ως μια μικρή επιχείρηση του κλάδου, συμψηφίζοντας τα οφέλη της απομάκρυνσης ή της παραμονής με το αντίστοιχο κόστος.

- Πληροφορίες: Οι πληροφορίες για μια επιχείρηση του κατασκευαστικού κλάδου ενέχει εξέχουσα σημασία στη διαμόρφωση της στρατηγικής της. Η πληροφόρηση κυρίως αφορά τις προτιμήσεις των αγοραστών καθώς και τις επερχόμενες τάσεις στην αγορά ακινήτων. Πάντως, εντός της αγοράς ακινήτων οι πληροφορίες αυτές συνεπάγονται υψηλό κόστος. Αν και η ικανότητα συγκέντρωσης, επεξεργασίας και ανάλυσης πληροφοριών αυξήθηκε σε μεγάλο βαθμό με την πάροδο του χρόνου, δεν μπόρεσαν να εξαλείψουν εντελώς τα εμπόδια που θέτει η τοπική πληροφορία στους κατασκευαστές, μολονότι τα μείωσαν επιτυχώς. Μάλιστα, η ύπαρξη πληροφοριών συνέβαλε στην ανάπτυξη κατασκευαστικών εταιρειών σε όλον τον κόσμο, παρέχοντας τη δυνατότητα απόκτησης τοπικής γνώσης. Ωστόσο, σε κάθε περίπτωση η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη μεταξύ των μερών της διαπραγμάτευσης, υπό την έννοια ότι ένα μέρος της διαπραγμάτευσης γνωρίζει κάτι παραπάνω είτε για το οικοδόμημα είτε για την περιοχή που όμως δεν έχει κανένα κίνητρο να αποκαλύψει. Πάντως, η έλλειψη πληροφοριών δύναται να επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις για την οργάνωση των δραστηριοτήτων.

Σε κάθε περίπτωση, μια αγορά είναι ανταγωνιστική υπό δύο έννοιες, υπό την έννοια του «ελάχιστου κόστους» μέσω ελαχιστοποίησης των πόρων που απαιτούνται για την επίτευξη ενός δεδομένου αποτελέσματος καθώς και υπό την έννοια της «βέλτιστης και ορθολογικής» διαχείρισης των πόρων, δηλαδή της κατάλληλης κατανομής εντός της παραγωγικής διαδικασίας. Στον καθορισμό των ανωτέρω κυρίαρχο ρόλο ενέχει ο καθορισμός της τιμής.

Ως προς τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, επισημαίνεται πως τα οικονομικά δικαιώματα ιδιοκτησίας διαφέρουν από τα νόμιμα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Ως νόμιμα δικαιώματα ιδιοκτησίας νοούνται τα δικαιώματα τα οποία εφαρμόζονται από τα δικαστήρια, ενώ τα περιουσιακά δικαιώματα σχετίζονται άμεσα με την ικανότητα

ενός ατόμου να καταναλώσει ένα προϊόν ή μια υπηρεσία συμπεριλαμβανομένων των παρεπόμενων υπηρεσιών που έχει το προϊόν.

Πάντως, η έννοια των οικονομικών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας συνδέεται με το κόστος των συναλλαγών επειδή υπάρχουν δαπάνες που συνδέονται με τη μεταφορά, τη σύλληψη και την προστασία δικαιωμάτων. Στην ακίνητη, μάλιστα, περιουσία, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας είναι αυτά που χρησιμοποιούνται κυρίως μέσω της διαδικασίας ελέγχου των ενοικίων, των διεθνών συγκρίσεων αλλά και των ζωνών χρήσης γης.

#### **2.4. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ**

Είναι σαφές πως οι οργανισμοί στην αγορά ακινήτων και στην κατασκευή αποτελούν αγορές που συνδέονται και σχετίζονται μεταξύ τους. Μάλιστα, τα δίκτυα που δημιουργούνται μπορούν να θεωρηθούν ως μια θεσμική μορφή υπό την έννοια ότι διέπονται από κοινούς κανόνες και πρακτικές. Στην κατεύθυνση αυτήν τρεις αλληλένδετες διαστάσεις των τύπων του δικτύου έχουν ιδιαίτερη σημασία κατά την εξέταση των ακινήτων και των κατασκευών. Συγκεκριμένα, η δημιουργία δικτύων (Ball, 2006):

- Ενδιάμεσοι ή από κοινού οι πάροχοι υπηρεσιών: πρόκειται για συνεργασία των προμηθευτών ώστε να κατασκευάσουν από κοινού κτηριακά έργα
- Δίκτυα που βασίζονται στην αγορά: Πρόκειται για συγκεκριμένη δομή που κατασκευάζει ορισμένες ιδιοκτησίες που έχουν το δικό τους ξεχωριστό τρόπο λειτουργίας και κυρίως αποτελούνται από μορφές ιδιοκατοίκησης, ενοικίασης ή μίσθωσης διαφόρων εμπορικών ακινήτων.
- Δίκτυα ανά χώρα: δεδομένου ότι κάθε χώρα έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, είναι σαφές ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να συνεργαστούν ώστε από κοινού να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας και εν τέλει κερδοφορία.

## 2.5. ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΙΜΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Όσον αφορά τη ζήτηση των ακινήτων, μπορεί να διατυπωθεί ότι η πρόσθετη αύξηση του εδάφους, πέραν ορισμένου σημείου δεν αποφέρει αναλογική αύξηση της ωφέλειας. Ουσιαστικά, η ζήτηση αντιπροσωπεύει αυτό που οι αγοραστές επιθυμούν η προτιμούν να αγοράσουν. Και στην περίπτωση της ζήτησης ακινήτων, παρατηρείται αρνητική κλίση στην καμπύλη ζήτησης και ως εκ τούτου επιβεβαιώνεται ο νόμος της ζήτησης. Ακόμη, πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η ζήτηση εξαρτάται κυρίως από τη θέση, από την οριακή παραγωγικότητα του εδάφους και από άλλους παράγοντες.

Από την άλλη μεριά, η προσφορά αντιπροσωπεύει την ποσότητα ακινήτων που οι ιδιοκτήτες επιθυμούν να πωλήσουν μια δεδομένη χρονική στιγμή και σε όλες τις δυνατές τιμές. Η προσφορά είναι σχετικά σταθερή και όπως κάθε καμπύλη προσφοράς έχει θετική κλίση.

Οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση είναι οι κάτωθι (Ζεντέλης, 2001):

- Αλλαγές πληθυσμού
- Χρήση εδάφους και συντελεστών παραγωγής
- Χρήση εδάφους και ανάπτυξη μεταφορών
- Χρήση εδάφους για οικιστικές λειτουργίες
- Ύπαρξη υποκατάστατων αγαθών
- Προτιμήσεις αγοραστών
- Θέση Ακινήτου
- Τιμή προσφερόμενων ακινήτων
- Οριακή παραγωγικότητα γης
- Προβλέψεις εξέλιξης
- Φόροι
- Πληθωρισμός
- Οικονομικές Διακυμάνσεις
- Τιμές Άλλων αγαθών
- Κατανομή εισοδήματος και προσδοκιών
- Ύψος πραγματοποιημένου εισοδήματος
- Πυραμίδα ηλικιών
- Υγεία
- Αριθμός παιδιών ανά κατοικία

➤ Διαφήμιση

Από την άλλη μεριά, οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά ακινήτων, συνίστανται στους κάτωθι:

- Τεχνολογία
- Περιορισμοί Ζήτησης
- Οικονομική Κατάσταση
- Στάση Κυβέρνησης
- Στόχοι Πωλητών
- Προβλέψεις
- Εναλλακτικές δυνατότητες
- Τιμή προσφερόμενου Ακινήτου
- Κόστος αστικής γης
- Τιμές υλικών
- Τιμή εργασίας
- Επιτόκιο κεφαλαίου
- Επιτόκιο επιστροφής ακινήτου
- Τιμές υπόλοιπων αγαθών



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### 3.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί ένα εξαιρετικά χρήσιμο εργαλείο που αποσκοπεί στην ενδελεχή μελέτη και παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας εταιρίας, οι οποίες αναρτώνται δημοσίως ανά τακτά χρονικά διαστήματα από την ίδια την εταιρία. Στην πραγματικότητα, είναι δεδομένα οικονομικού περιεχομένου που αφορούν στην ετήσια απόδοση της εταιρία, ενώ η δημοσίευσή του είναι υποχρεωτική. Η λεπτομερής εξέταση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να οδηγήσει σε ποικίλα χρήσιμα συμπεράσματα, ενώ παράλληλα, μπορούν αν υπολογιστούν στοιχεία που σχετίζονται άμεσα με την αποδοτικότητα μιας εταιρίας, την βιωσιμότητά της, την κεφαλαιακή διάρθρωση, την ρευστότητα και την χρηματιστηριακή αποτίμησή της. Στο πλαίσιο αυτό, είναι δυνατός ο εντοπισμός των θετικών και αρνητικών πτυχών της μελετώμενης εταιρίας, όπως, επίσης, και τα σημεία εκείνα που η εταιρία υστερεί ή πλεονεκτεί συγκριτικά με τις υπόλοιπες. Με αυτόν τον τρόπο, είναι δυνατός ένας έλεγχος της πορείας της εταιρείας, με στόχο την άρση των ενδεχόμενων προβλημάτων της και περαιτέρω βελτίωση των ήδη επιτυχημένων τομέων της (Λαζαρίδης, 2010).

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν μέρος της λογιστικής πληροφόρησης υπό την έννοια ότι ενέχουν σημαντικό ρόλο και επηρεάζουν άμεσα την λήψη αποφάσεων σε επιχειρηματικό επίπεδο. Άλλωστε η ιστορική πληροφόρηση αποτελεί την αφετηρία της ανάλυσης για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών. Με την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών λογιστικών καταστάσεων ο ρόλος της λογιστικής, τουλάχιστον από τεχνικής άποψης τελειώνει και από αυτό το σημείο και μετά η λογιστική έρχεται να παίξει ένα άλλο πιο σπουδαίο ρόλο αυτόν ο οποίος έχει να κάνει με την διερεύνηση, την ερμηνεία και στην συνέχεια με την αξιολόγηση αυτών των οικονομικών καταστάσεων. Ανάλογα με τις επιδιώξεις και το ενδιαφέρον των αναλυτών, οι οποίοι μπορεί να είναι μέτοχοι, πιστωτές, κρατικές υπηρεσίες, χρηματιστές κ.α., το είδος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης που απαιτείται διαφοροποιείται. Έτσι μπορούν να ακολουθούνται διάφοροι μέθοδοι ανάλυσης και να δίνεται κάθε φορά έμφαση σε ορισμένα στοιχεία ανάλογα με τον επιδιωκόμενο σκοπό (Λαζαρίδης, 2010).

Ουσιαστικά, οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν μια δομημένη οικονομική παρουσίαση της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και των συναλλαγών που έχουν αναληφθεί από αυτήν. Η επιδίωξη των οικονομικών καταστάσεων έγκειται στην δυνατότητα τους να παρέχουν πληροφορίες οι οποίες είναι σχετικές με την οικονομική θέση, την απόδοση και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης, που είναι χρήσιμες σε μια ευρεία ομάδα χρηστών προκειμένου με την αξιοποίηση τους να λαμβάνουν εγκαίρως και καταλλήλως τις απαραίτητες αποφάσεις. Οι αποφάσεις εμπίπτουν στον εντοπισμό των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της εταιρείας, σημάδια που ενέχουν βαρύνοντα ρόλο για την πληροφόρηση στις εσωτερικές και τις εξωτερικές ομάδες της επιχείρησης. Οι εσωτερικές ομάδες αποτελούνται από τα διοικητικά στελέχη, τα οποία χρειάζονται αυτή την έγκυρη πληροφόρηση για την διαδικασία λήψης αποφάσεων, αλλά και από τους εργαζομένους. Ενώ οι εξωτερικές ομάδες απαρτίζονται από όλους τους ενδιαφερόμενους επενδυτές αλλά και τις πάσης φύσεως ομάδες που σχετίζονται με την εταιρία και επιθυμούν έγκυρη ενημέρωση (Λαζαρίδης, 2010).

Όσον αφορά την υποχρέωση ή μη της σύνταξης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων αυτή καθορίζεται ρητά από την φορολογική νομοθεσία και πιο συγκεκριμένα από τον Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (ΚΒΣ) και έμμεσα από την εμπορική νομοθεσία για ορισμένες μορφές εταιριών. Γενικά, υποχρεωτική είναι η δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες και όταν η επιχείρηση τηρεί υποχρεωτικά τρίτης (Γ') κατηγορίας βιβλία (όπως π.χ. η ανώνυμες εταιρίες Α.Ε. ) και οι άλλες επιχειρήσεις ( Ο.Ε ή Ε.Ε ), όταν το ύψος των ετήσιων ακαθάριστων εσόδων της προηγούμενης διαχειριστικής χρήσης υπερβαίνει τα 1.500.000 ευρώ.

Η ροή πόρων (κεφάλαια, εργασία, φυσικοί πόροι), η αξιοποίηση τους, η πώληση αγαθών, ο προσδιορισμός του επιχειρηματικού αποτελέσματος και η διανομή καταγράφονται στα βιβλία της επιχείρησης και αποτελούν πολύτιμα στοιχεία για κάθε ενδιαφερόμενο. Ιδιαίτερη αξία αποκτούν οι ανακεφαλαιωτικές καταστάσεις όλων των οικονομικών δεδομένων και μεταβολών, διότι επιτρέπουν την ταχύτερη και ασφαλέστερη αξιολόγηση των επιχειρήσεων μέσω της τυποποίησης και ποσοτικοποίησης των οικονομικών τους στοιχείων.

Η αποτίμηση μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας προεξοφλημένες ταμειακές ροές με βάση την αποτίμηση των κρατικών ομολόγων περιλαμβάνει την εφαρμογή μιας

διαδικασίας όπου αξιολογούνται οι μετοχές και οι κρατικοί τίτλοι χρεών της εταιρείας. Παρόλο που μια τέτοια αποτίμηση φαίνεται ένα εύκολο εγχείρημα, πολλές φορές εμπλέκονται και άλλοι παράγοντες οι οποίοι δυσκολεύουν το έργο αυτό και πρέπει να αναλυθούν. Στους παράγοντες αυτούς συγκαταλέγονται μεταξύ άλλων οι ακόλουθοι : το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC, το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς, ο συντελεστής βήτα κ.α.

➤ Αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων

Η αποτίμηση των εταιρειών με τη χρήση προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποτελεί μια επέκταση της αποτίμησης των κρατικών ομολόγων.

Η αξία ενός κρατικού ομόλογου (VGB) είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που υπόσχονται στο ομόλογο (CF<sub>gb</sub>), αξιοποιώντας το λεγόμενο «επιτόκιο μηδενικού κινδύνου» (R<sub>F</sub>) (Fernandez, 2012).

Η αξία ενός κρατικού ομόλογου υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο :

$$\text{Αξία κρατικού ομόλογου} = VGB = PV ( CF_{gb} ; RF ) \quad ( 1 )$$

Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου αποτελεί την απαιτούμενη απόδοση των κρατικών ομολόγων.

Επέκταση της αποτίμησης των κρατικών ομολόγων για την αποτίμηση των εταιρειών.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων ασχολείται με την αποτίμηση του οικονομικού χρέους, καθώς και των μετοχών. Προκειμένου να υπολογιστεί η αποτίμηση του χρέους αυτού και των μετοχών, αξιολογείται η εξίσωση (1).

- Αποτίμηση του χρέους.

Το χρέος της επιχείρησης αποτελεί πολλά τμήματα του Βιβλίου 2, τα οποία περιλαμβάνουν ποσότητες που λαμβάνουν οι κάτοχοι σε συγκεκριμένες ημερομηνίες. Οι ποσότητες που υπόσχονται μέσω του χρέους ονομάζονται ταμειακές ροές χρέους (CFD), ενώ είναι ουσιαστικά πληρωμές τόκων και αποπληρωμές χρέους (Fernandez, 2012).

$$CFD = \text{τόκοι} + \text{χρέος} \quad ( 2 )$$

Εφόσον οι ταμειακές ροές του χρέους που υποσχέθηκε η εταιρεία είναι συνήθως πιο ριψοκίνδυνες από τις ταμειακές ροές που υπόσχονται τα κρατικά ομόλογα, η

απαιτούμενη απόδοση για το χρέος είναι συνήθως υψηλότερη από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

$$\text{Απαραίτητη επιστροφή στο χρέος} = Kd = RF + RPD \text{ (Ασφάλιστρα κινδύνου του χρέους)} \quad (3)$$

Το ασφάλιστρο κινδύνου του χρέους (RPD) εξαρτάται από την αντίληψη του κινδύνου για το χρέος από κάθε επενδυτή, δηλαδή από τις προσδοκίες του να πάρει λιγότερα χρήματα από ό,τι υπόσχονται οι ταμειακές ροές χρέους (Fernandez, 2012).

Εφαρμόζοντας την εξίσωση (1) για το χρέος της εταιρείας, οδηγούμαστε στη σχέση (4) :

$$\text{Αξία του χρέους} = D = PV(CFD ; Kd) \quad (4)$$

- Αποτίμηση των μετοχών.

Η μετοχή μιας εταιρείας ορίζεται ως εκείνο το κομμάτι χαρτί που, σε αντίθεση με το χρέος, δε διαθέτει ημερομηνίες, ούτε τα ποσά εκείνα που θα λάβει ο κάθε ιδιοκτήτης, δηλαδή ο μέτοχος. Αρχικά, πρέπει να εκτιμηθούν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές για του ιδιοκτήτες των μετοχών της εταιρείας τα επόμενα χρόνια, οι οποίες αποκαλούνται και ως Ταμειακές Ροές Ιδίων Κεφαλαίων (ECF) (Fernandez, 2012).

Ένας αρκετά συνήθης τρόπος εκτίμησης των ταμειακών ροών ιδίων κεφαλαίων είναι να ξεκινήσει κανείς από τους αναμενόμενους Ισολογισμούς. Η εξίσωση (5) αποτελεί τη βασική λογιστική ταυτότητα, όπου τα περιουσιακά στοιχεία είναι ίσα με τις υποχρεώσεις και τις επενδύσεις (Fernandez, 2012).

$$\text{Μετρητά} + WCR + NFA = N + Ebn \quad (5)$$

Η εξίσωση (6) είναι η ετήσια μεταβολή της εξίσωσης (5). Η αύξηση των μετρητών της εταιρείας πριν δώσει οτιδήποτε προς τους μετόχους, θα πρέπει να διαιρεθεί στις Επενδυτικές Ταμειακές Ροές και στην αύξηση των μετρητών, όπως αποφασίστηκε από τους διαχειριστές. Έτσι, η σχέση (6) περιγράφεται ως εξής :

$$ECF + \Delta Cash + \Delta WCR + \Delta NFA = \Delta N + \Delta Ebn \quad (6)$$

Εάν η αύξηση της λογιστικής αξίας της καθαρής θέσης οφείλεται αποκλειστικά στα κέρδη ύστερα από τους φόρους του έτους, τότε ισχύει η ακόλουθη σχέση :

$$ECF = PAT - \Delta WCR - \Delta NFA + \Delta N - \Delta cash \quad (7)$$

Δεδομένου ότι οι αναμενόμενες ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων (ECF) είναι πιο επικίνδυνες από ό,τι οι ταμειακές ροές που υπόσχονται τα κρατικά ομόλογα (CFgb), και, επιπλέον, είναι πιο επικίνδυνες από ό,τι είναι οι ταμειακές ροές που υπόσχεται το χρέος της εταιρείας (CFD), η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια (μετοχές) (Ke) είναι υψηλότερη από το επιτόκιο ελεύθερου κινδύνου (RF) και από την απαιτούμενη επιστροφή του χρέους (Kd). Τα παραπάνω μπορούν να συνοψιστούν στην ακόλουθη εξίσωση :

$$Ke = RF + RPs_n \text{ (μετοχές ασφάλιστρο κινδύνου)} \quad (8)$$

Το λεγόμενο ασφάλιστρο κινδύνου εξαρτάται από τον εκτιμώμενο κίνδυνο των αναμενόμενων ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων. Προφανώς, αυτή η παράμετρος εξαρτάται από τις προσδοκίες που έχει ο εκάστοτε επενδυτής. Εφαρμόζοντας την εξίσωση (1) στην καθαρή θέση, προκύπτει η σχέση (9) ως εξής :

$$\text{Αξία των μετοχών (equity value)} = E = PV (ECF; Ke). \quad (9)$$

Με την εφαρμογή, λοιπόν, όλων των παραπάνω εξισώσεων, δηλαδή των σχέσεων (2) έως και (9), είναι δυνατή η αποτίμηση της αξίας οποιασδήποτε εταιρείας (Fernandez, 2012).

- Η πρώτη επιπλοκή που μπορεί να εμφανιστεί είναι ο συντελεστής συστημικού κινδύνου (βήτα) και το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς.

Συνίσταται ο υπολογισμός των μετοχών ασφάλιστρου κινδύνου (RPs), από την ακόλουθη σχέση :

$$RPs = \Delta MRP \quad (10)$$

Το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς (MRP) αποτελεί το «ασφάλιστρο κινδύνου μετοχών», το οποίο εφαρμόζεται σε ολόκληρη την αγορά, ή σε ένα χαρτοφυλάκιο με τις μετοχές των περισσότερων από τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στις χρηματιστηριακές αγορές. Το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς είναι η απάντηση στην ακόλουθη ερώτηση : « Γνωρίζοντας πως τα χρήματά σας επενδύονται σε μακροχρόνια κρατικά ομόλογα και θα σας αποδώσουν μια επιστροφή του σχεδόν σίγουρη, ποια επιπρόσθετη επιστροφή θα χρειαζόσασταν για να πραγματοποιήσετε μια άλλη επένδυση ( σε ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές των περισσότερων από τις εταιρείες που διαπραγματεύονται τις μετοχές τους στις χρηματαγορές) προκειμένου να νιώθετε αποζημιωμένος για τον επιπρόσθετο κίνδυνο που αναλαμβάνετε» (Fernandez, 2012)

Το 2012 περίπου το 75% του MRP που χρησιμοποιείται για την αγορά των ΗΠΑ, βρισκόταν στην περιοχή μεταξύ του 4% και του 6,5%.

Το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς ονομάζεται διαφορετικά και «ασφάλιστρο ιδίων κεφαλαίων» , «ασφάλιστρο κινδύνου καθαρής θέσης» , «ασφάλιστρο της αγοράς» και «ασφάλιστρο κινδύνου».

#### ➤ **Συντελεστής Βήτα και CAMP**

Το βήτα είναι ένα μέτρο μέτρησης του συστημικού κινδύνου (κινδύνου της αγοράς) και αφορά την SML Market (Γραμμή αγοράς Αξιόγραφων). Δηλαδή, είναι ένας συντελεστής κινδύνου της μετοχής – χαρτοφυλακίου, υπό την έννοια ότι μελετά το σχετικό κίνδυνο συγκριτικά με το χαρτοφυλάκιο αγοράς για όλες τις μετοχές. Πρακτικά το βήτα δεν έχει όρια και μπορεί να πάρει οποιαδήποτε τιμή. Ωστόσο, αυτό που έχει σημασία στη μελέτη του βήτα είναι ορισμένες κριτικές τιμές και συγκεκριμένα (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009):

Όταν το  $\beta=1$ , τότε το χαρτοφυλάκιο έχει το ίδιο κίνδυνο με την αγορά και χαρακτηρίζεται ως ουδέτερο

Όταν το  $\beta>1$  τότε οι μετοχές κινούνται πιο επικίνδυνα από ότι η αγορά και τα αξιόγραφα με βήτα μεγαλύτερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως επιθετικά, καθώς οι μεταβολές στην απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά 1% θα επιφέρουν μεγαλύτερες μεταβολές στις αποδόσεις των αξιόγραφων αυτών.

Τέλος, όταν το  $\beta<1$ , τότε οι μετοχές είναι αμυντικές και κινούνται λιγότερο επικίνδυνα από την αγορά, δηλαδή έχουν μικρότερη ευαισθησία στις μεταβολές των αποδόσεων του δείκτη της αγοράς.

Σε κάθε περίπτωση πρέπει να τονισθεί πως ο συντελεστής βήτα μετράται σε κλίμακα αναλογίας, δηλαδή ένας συντελεστής βήτα ίσος με δύο σημαίνει ότι είναι διπλάσιος από ενός συντελεστή βήτα ίσου με ένα και ομοίως ένας συντελεστής βήτα ίσος με 0,5 είναι ο μισός του συντελεστή βήτα ίσου με 1.

Όπως έχει γίνει ήδη αντιληπτό, ο βήτα είναι μια ειδική παράμετρος για την κάθε εταιρεία. Έτσι, σύμφωνα με την παραπάνω θεωρία, όταν ο βήτα είναι ίσος με 0, εκείνος αντιστοιχεί σε κρατικά ομόλογα και δεν υπάρχει κίνδυνος, ενώ όταν ο βήτα είναι ίσος με 1, εκείνος αντιστοιχεί σε μια επένδυση με κίνδυνο παρόμοιο με εκείνο της αγοράς. Περίπου το 80% των βήτα που χρησιμοποιούνται στις αποτιμήσεις, βρίσκονται στο διάστημα ανάμεσα στο 0,7 και 1,5. Ένα βήτα της τάξεως του 0,7 ή ακόμα χαμηλότερος, θα μπορούσε να εφαρμοστεί σε επιχειρήσεις με εξαιρετικά προβλέψιμες ταμειακές ροές ίδιων κεφαλαίων. Σε αυτές συγκαταλέγονται ηλεκτρικές εταιρείας και άλλες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας που εδρεύουν σε χώρες με προσδοκίες πολύ λίγων εκπλήξεων και λογικών διαχειριστών. Από την άλλη πλευρά, ένα βήτα του 1,5 ή ακόμα υψηλότερος, θα μπορούσε να αξιοποιηθεί σε νέες επιχειρήσεις όπου υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με την αποδοχή τους από την αγορά των προϊόντων, ή ακόμα σε εταιρείες όπου οι διευθυντές τους δε διαθέτουν αρκετά κοινή λογική (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Ένα χρεόγραφο με  $B=0$  είναι το Risk Free χρεόγραφο. Εντούτοις, το γεγονός ότι ένα χρεόγραφο έχει  $\beta=0$  δε σημαίνει αυτόματα ότι είναι Risk Free.

Η γραμμή αγοράς αξιόγραφων (SML) δίνει:  $E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f)b_i$

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων μπορεί να εξαχθεί ακόμη και εάν δεν υπάρχει το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο. Υπό την έννοια αυτήν μεταξύ των εφικτών χαρτοφυλακίων είναι πιθανόν να υπάρχουν και κάποια χαρτοφυλάκια των οποίων οι αποδόσεις να μη συσχετίζονται με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Τα χαρτοφυλάκια αυτά έχουν  $\beta = 0$ .

Μάλιστα τα χαρτοφυλάκια αυτά δεν έχουν συστηματικό κίνδυνο ( $\beta=0$ ) αλλά μπορούν να έχουν μη συστηματικό κίνδυνο. Σε κάθε περίπτωση το χαρτοφυλάκιο αυτό δεν επηρεάζει την γραμμή κεφαλαιαγοράς CML, αλλά επιτρέπει τη δημιουργία μιας νέας αγοράς αξιόγραφου SML η οποία θα έχει μορφή:

$$E(R_i) = E(R_z) + (E(R_m) - E(R_z)) * b_i,$$

Όπου  $E(R_z)$  η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου με μηδενικό συντελεστή βήτα. Μάλιστα το υπόδειγμα λέγεται υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων με μηδενικό συντελεστή βήτα.

Πρέπει να τονισθεί πως αρνητικό συντελεστή βήτα έχουν τα προϊόντα που κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου – διαφοροποιούν τον κίνδυνο. Τέτοιου είδους είναι τα εμπορεύματα, οι πρώτες ύλες, ο χρυσός κ.α.

Ακόμη, δεδομένου ότι τα προϊόντα με αρνητικό βήτα επιλέγονται για λόγους διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, μπορούμε να πούμε ότι και διάφορες μορφές ETF έχουν αρνητικό βήτα ή και μετοχές από αναδυόμενες αγορές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για διαφοροποίηση καθώς εμφανίζουν αρνητικό βήτα, συγκριτικά με μια ανεπτυγμένη αγορά στην οποία επενδύουμε κατά κύριο λόγο (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Σε κάθε περίπτωση για να κάνω επιλογή μιας επένδυσης πρέπει να κάνω μια σύγκριση μεταξύ των διαθέσιμων εναλλακτικών επιλογών. Στο πλαίσιο αυτό, για τη σύγκριση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου δημιουργώ ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς (benchmark portfolio) το οποίο θα είναι πλήρως διαφοροποιημένο και επομένως θα εμπεριέχει μόνο το συστηματικό κίνδυνο. Το χαρτοφυλάκιο αναφοράς δημιουργείται βάσει του CAMP και εκ κατασκευής εμπεριέχει τον ίδιο συστηματικό κίνδυνο με



αυτό του χαρτοφυλακίου μας, δηλαδή  $\beta = -1$ . Η απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς είναι γνωστή ως κανονική απόδοση. Εάν το χαρτοφυλάκιο μας εμπεριείχε και μη συστηματικό κίνδυνο, τότε η απόδοσή του θα διέφερε από την απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Η διαφορά αυτή στην απόδοση είναι μια μη κανονική απόδοση (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Σύμφωνα με το CAMP η κανονική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς με συστηματικό κίνδυνο ίσο με το συστηματικό κίνδυνο του χρεογράφου μας θα είναι ίση με:

$$E(R_p) = R_f + (E(R_m) - R_f) * B(p) \text{ δηλαδή}$$

$$E(R_p) = R_f + (E(R_m) - R_f) * (-1) \text{ , άρα αναμένουμε η απόδοση να είναι χαμηλότερη}$$

Πράγματι, αν συμβολίσουμε με  $(A_{Rp})$  τη μη κανονική απόδοση του χαρτοφυλακίου μας, με  $(RR_p)$  την πραγματοποιηθείσα απόδοση του χαρτοφυλακίου μας και με  $E(R_p)$  την αναμενόμενη απόδοση, (δηλαδή την κανονική απόδοση) που θα έπρεπε να είχε το χαρτοφυλάκιο μας αναλόγως του συστηματικού του κινδύνου (δηλαδή της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αναφοράς (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Στο πλαίσιο αυτό επισημαίνεται η θεωρία του αρμπιτράζ. Γίνεται σαφές πως δύναται οι επενδυτές να δανείζονται με διαφορετικό επιτόκιο από αυτό με το οποίο δανείζουν. Είναι σαφές πως μια υπόθεση του CAMP είναι οι επενδυτές να δανείζουν και να δανείζονται καταβάλλοντας και εισπράττοντας αντιστοίχως την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Όμως, δεν είναι δυνατόν οι επενδυτές να μπορούν να δανείζονται απεριόριστα ποσά καταβάλλοντας μόνο ως αμοιβή την απόδοση του στοιχείου χωρίς κίνδυνο, καθώς είναι σαφές πως οι περισσότεροι επενδυτές δανείζονται μόνον αν καταβάλλουν υψηλότερα επιτόκιο από τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων. Συνεπώς, ένας επενδυτής μπορεί να αποκομίσει risk free profit εάν δανείζεται με  $R_b$  που είναι μεγαλύτερο του  $R_f$ . Τότε δημιουργείται μια νέα γραμμή που διέρχεται από το  $R_b$  και δείχνει πως ένας επενδυτής μπορεί να δανεισθεί απεριόριστα καταβάλλοντας  $R_b$  (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Σε προέκταση αυτής της θεωρίας με δυνατότητα δανεισμού – δανειοδότησης γίνεται σαφές πως υπάρχει μια θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που βασίζεται

στο νόμο της μιας τιμής, ο οποίος ορίζει ότι δύο αγαθά που είναι ίδια δεν μπορούν να πουληθούν σε διαφορετικές τιμές.

Δηλαδή, μπορεί να υπάρχουν δύο χαρτοφυλάκια με διαφορετικές αποδόσεις αλλά τον ίδιο κίνδυνο, τότε οι αρμπιτραζερς θα αγοράσουν το χαρτοφυλάκιο με τη μεγαλύτερη απόδοση και θα χρηματοδοτούν την αγορά αυτή με ανοιχτή πώληση ίσης ποσότητας του χαρτοφυλακίου με τη μικρότερη απόδοση. Η στρατηγική αυτή των ταυτόχρονων αγοραπωλησιών δεν απαιτεί την ανάληψη κινδύνου ή τη χρήση κάποιου κεφαλαίου και μάλιστα παρέχει εγγυημένα κέρδη.

Πάντως, αυτή η πολιτική θα επιφέρει αύξηση της τιμής (συνεπώς μείωση της απόδοσης) του χαρτοφυλακίου με τη μεγαλύτερη απόδοση και μείωση της τιμής (και συνεπώς αύξησης της απόδοσης) του χαρτοφυλακίου με τη μικρότερη απόδοση. Η διαδικασία αυτή της εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (Αρμπιτράζ) θα συνεχιστεί μέχρις ότου οι αποδόσεις των δύο χρεογράφων εξισωθούν (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Τέλος, επισημαίνεται ότι αν και το βήτα μπορεί να αποτελέσει ένα μέτρο σύγκρισης της απόδοσης μεταξύ αξιόγραφων, ωστόσο σε κάθε περίπτωση δεν πρέπει να αποτελεί το μοναδικό μέτρο επιλογής – αξιολόγησης των μετοχών.

Δηλαδή, η μέτρηση του βήτα ενέχει και αρνητικά στοιχεία καθώς οι συντελεστές βήτα δύναται να αλλάζουν ανάλογα με την κατάσταση της εταιρείας και υπό την έννοια αυτήν μεταβάλλονται στο χρόνο. Ακόμη, μεγάλο ρόλο ενέχουν τα ιστορικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται κατά την εκτίμηση του βήτα. Δηλαδή, για την εκτίμηση του βήτα έγινε η υπόθεση ότι ο ιστορικός συντελεστής που εκτιμήθηκε από τα στοιχεία του παρελθόντος, θα προσεγγίζει τον συντελεστή βήτα του αξιόγραφου που θα ισχύει στο μέλλον, υπόθεση που όμως δεν ισχύει καθώς οι εκτιμήσεις του συντελεστή βήτα μεταβάλλονται αναλόγως του αριθμού των παρατηρήσεων που χρησιμοποιούνται και αναλόγως του δείκτη της αγοράς που χρησιμοποιείται. Τέλος, επισημαίνεται ότι ο συντελεστής βήτα αποτελεί συντελεστής μέτρησης του συστηματικού κινδύνου δηλαδή του κινδύνου της αγοράς και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης με άλλη χώρα (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Στο πλαίσιο αυτό, μετοχές από αναδυόμενες αγορές που επιλέγονται για αντιστάθμιση κινδύνου τείνουν να εμφανίζουν αρνητικό βήτα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν εκτίθενται σε άλλες μορφές κινδύνου (political risk, country risk, credit risk κ.λπ..)

Ακόμη, μετοχές εταιρειών ή επενδύσεων που σχετίζονται με τεχνολογικές επενδύσεις έχουν υψηλότερο βήτα. Πρόκειται για εταιρείες που έχουν υψηλή μόχλευση και συνήθως δεν δίνουν μερίσματα καθώς παρακρατούν τα κέρδη για συνέχιση των επενδύσεων. Ουσιαστικά, αναμένουν σε μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα ταχεία ανάπτυξη καθώς διαθέτουν τεχνογνωσία και επενδύουν στην καινοτομία.

Η εφεύρεση του βήτα και η αξιοποίησή του στην εξίσωση (8), οδηγεί σε μια νέα σχέση, την (11), η οποία είναι η εξής (Fernandez, 2012):

$$K_e = R_F + \beta MRP \quad (11)$$

- Μια δεύτερη επιπλοκή που εμφανίζεται είναι η ελεύθερη ταμειακή ροή και η WACC. Περιλαμβάνει την «εφεύρεση» μιας νέας ταμειακής ροής, της ελεύθερης ταμειακής ροής (FCF), η οποία είναι η υποθετική ταμειακή ροή των ίδιων κεφαλαίων (ECF), στην περίπτωση όπου η εταιρεία δεν έχει κανένα απολύτως χρέος.

Συγκεκριμένα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι ίσες με το ECF, εάν το χρέος (N) = 0 :

$$FCF = ECF, \text{ αν } (N) = 0 \quad (12)$$

Ακολούθως, οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι ίσες με το ECF, όταν ισχύουν οι παρακάτω 3 ρυθμίσεις :

- Δεν υπάρχει καμία μεταβολή, δηλαδή καμία αύξηση ή μείωση, του χρέους.
- Δεν υπάρχουν πληρωμές τόκων.
- Οι φόροι είναι υψηλότεροι, επειδή δεν υπάρχουν επιτόκια.

Η σχέση μεταξύ του FCF και του ECF είναι η ακόλουθη (Fernandez, 2012) :

$$FCF = ECF - \Delta N + Int(1-T) \quad (13)$$

Επιπροσθέτως, οι ελεύθερες ταμειακές ροές μπορούν να υπολογιστούν συνδυάζοντας τις εξισώσεις ( 7 ) και ( 12 ), και δημιουργώντας, με αυτόν τον τρόπο, την εξίσωση (14) :

$$FCF = PAT_u - \Delta WCR - \Delta NFA - \Delta cash \quad ( 14 )$$

Ο όρος  $PAT_u$  αναφέρεται στα κέρδη που κτώνται ύστερα από τους φόρους από τη μόχλευμένη εταιρεία. Ο δείκτης «u» προέρχεται από το «unlevered» και σημαίνει χωρίς μόχλευση.

Προκειμένου, λοιπόν, να αποτιμηθεί μια εταιρεία με βάση τις ελεύθερες ταμειακές ροές, πρέπει να πάρουμε το  $(E + D)$  υπολογίζοντας την παρούσα αξία του FCF για έναν άγνωστο ρυθμό  $K?$ . Έτσι, χρησιμοποιείται ο τύπος ( 15 ) :

$$E + D = PV (FCF; K?) = PV (ECF; Ke) + PV (CFd; Kd) \quad ( 15 )$$

Το  $K?$  ονομάζεται WACC, δηλαδή σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου, και υπολογίζεται από την ακόλουθη σχέση :

$$WACC = [EKe + D Kd (1 - T)] / (E + D) \quad ( 16 )$$

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί πως η παράμετρος « E » που εμφανίζεται στην εξίσωση ( 16 ) είναι το ίδιο « E » που εμφανίζεται στην εξίσωση ( 9 ) και αποτελεί την αξία των μετοχών, δηλαδή την αξία των ίδιων κεφαλαίων ( E ) που λαμβάνεται κατά την αποτίμηση. Με αυτόν τον τρόπο, μπορεί να προκύψει η σχέση (Fernandez, 2012) ( 17 ) :

$$E + D = PV (FCF; WACC) \quad ( 17 )$$

1. Τρίτη επιπλοκή αποτελεί η ταμειακή ροή κεφαλαίων και η  $WACC_{BT}$ . Περιλαμβάνει την «εφεύρεση» μιας νέας ταμειακής ροής, της CCF , η οποία είναι το άθροισμα της ταμειακής ροής καθαρής θέσης (ECF) και των ταμειακών ροών του χρέους (CFd) (Fernandez, 2012).

$$CCF = ECF + CFd \quad ( 18 )$$

Η σχέση που συνδέει τις CCF και FCF είναι η ακόλουθη :

$$CCF = FCF + Int T \quad ( 19 )$$

Εάν είναι επιθυμητή εκτίμηση της εταιρείας με τη χρήση του CCF , θα έπρεπε να παρθεί το  $(E + D)$ , να υπολογιστεί η παρούσα αξία του με ένα άγνωστο ποσοστό  $K?$ . Αυτό το άγνωστο ποσοστό  $K?$  μπορεί να επιτευχθεί ως εξής :

$$E + D = PV(CCF; K?) = PV(ECF; Ke) + PV(CFd; Kd) = PV(FCF; WACC) \quad (20)$$

Το  $K$ ; ονομάζεται σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου προ φόρων, συμβολίζεται με το  $WACC_{BT}$ , και δίδεται από την ακόλουθη σχέση (Fernandez, 2012):

$$WACC_{BT} = (Ke + D Kd) / (E + D) \quad (21)$$

Τέλος, ισχύει η εξής σχέση :

$$E + D = PV(CCF; WACCBT) \quad (22)$$

Στην παρούσα εργασία θα εξεταστούν και θα αναλυθούν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις δύο αντιπροσωπευτικών εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου και συγκεκριμένα, οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών ΑΒΑΞ και ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως και η δύο εταιρείες έχουν αναπτύξει ιδιαίτερος τη διεθνοποίησή τους, ενώ παράλληλα ο όγκος εργασιών τους σε Ευρωπαϊκό επίπεδο κρίνεται καθ' όλα θετικός. Στο πλαίσιο αυτής της ανάλυσης, η αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων των δύο εταιρειών δύναται να προσφέρει χρήσιμα συμπεράσματα τόσο για τον κατασκευαστικό κλάδο σε εγχώριο, όσο και συνολικά για την πορεία των κατασκευών στην Ευρώπη.

### 3.2. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Η εταιρεία «Ελλάκτωρ» αποτελεί μια εταιρεία κωλώσω που δραστηριοποιείται πέραν από τους τομείς ενέργειας, παραχωρήσεων, διαχείρισης αποθεμάτων, ανάπτυξης ακινήτων και στον τομέα των κατασκευών. Μάλιστα, στον συγκεκριμένα τομέα η θυγατρική ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. αποτελεί μια κερδοφόρα επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε παγκόσμιο βεληγκεές. Μάλιστα, όσον αφορά τη διεθνοποίησή της πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως οι επεκτάσεις, οι συνεργασίες καθώς και οι άμεσες επενδύσεις της συγκεκριμένης επιχείρησης χαρακτηρίζονται ως οικονομικά προσοδοφόρες. Στο πλαίσιο αυτό, η υπό μελέτη εταιρεία έχει επεκτείνει τη δράση της στα Βαλκάνια, τη λοιπή Ευρώπη καθώς και τη Μέση Ανατολή. Στην κατεύθυνση αυτήν, κύριος μακροπρόθεσμος στόχος της εταιρείας είναι τόσο η

γεωγραφική επέκταση, όσο κυρίως η καθιέρωση του Ομίλου στη Νοτιανατολική Ευρώπη και στη Μέση Ανατολή.

Στις βασικές δραστηριότητες της εταιρείας εντάσσεται η παροχή ενός ολοκληρωμένου πλαισίου υπηρεσιών που περιλαμβάνουν τόσο δραστηριότητες και κατασκευή έργων υποδομής από την ανάπτυξη, την κατασκευή, τη λειτουργία ως και τη διαχείρισή τους.

Παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών που καλύπτουν όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων στα έργα υποδομής περιλαμβάνοντας την ανάπτυξη, κατασκευή, λειτουργία και διαχείρισή τους. Μάλιστα, στα σημαντικότερα στοιχεία της συγκεκριμένης εταιρείας εντάσσεται η διεθνοποίηση του ομίλου καθώς επεκτείνει τη δράση του σε περισσότερες από 20 χώρες, έχοντας ως έδρα την Ελλάδα και διατηρώντας εμπειρία 60 και πλέον ετών. Συγκεκριμένα, στο τελευταίο έτος της υπό μελέτη περιόδου, το έτος 2013, ο όμιλος σημείωσε 1,2 δις ευρώ κύκλο εργασιών, ενώ όσον αφορά το χρηματιστήριο, δεδομένης της κατάστασης στη χρηματιστηριακή αγορά, η εταιρεία διαθέτει μεγάλη κεφαλαιοποίηση (αριθμός μετοχών χ τιμή μετοχής) και ανήκει στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE Large Cap. Ακόμη, πρέπει να τονισθεί πως για το 2012 η υπό μελέτη εταιρεία ήταν εντεταγμένη στην 46<sup>η</sup> θέση στη λίστα των "Ευρωπαϊκών Κατασκευαστικών Δυνάμεων" της Deloitte, ενώ με στοιχεία του 2013 η εταιρεία ανήλθε στην 146<sup>η</sup> θέση παγκοσμίως στη λίστα ENR των 250 μεγαλύτερων παγκοσμίως εργοληπτικών εταιρειών.

### **3.3. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΒΑΞ J & P**

Ο Όμιλος ΑΒΑΞ J&P αποτελεί έναν καθόλα ισχυρό κατασκευαστικό κλάδο τόσο στην Ελλάδα, όσο και σε γενικότερα ευρωπαϊκό επίπεδο. Εισήχθη στο ελληνικό χρηματιστήριο από το 1994, ενώ παράλληλα το χαρτοφυλάκιο έργων του περιλαμβάνει μία τεράστια γκάμα από δημόσια έργα τόσο σε εγχώριο, όσο και σε διεθνές επίπεδο. Ο υπό μελέτη όμιλος περιλαμβάνει εταιρείες με εργοληπτικές δραστηριότητες, ενώ παράλληλα έχει επεκτείνει τη δράση του και στις εταιρείες που αγοράς ακινήτων (Real Estate).

Ως προς το Real Estate, ο όμιλος ΑΒΑΞ δίνει έμφαση στην παροχή έργων ποιότητας που σχετίζονται με τον τομέα της αστικής και παραθεριστικής κατοικίας καθώς και λοιπά έργα που αφορούν κατασκευή γραφείων, καταστημάτων, ενώ παράλληλα προσφέρουν και υπηρεσίες παροχής επενδυτικών συμβουλών στην αγορά ακινήτων.

Ακόμη, πρέπει να επισημανθεί πως ο Όμιλος J&P ΑΒΑΞ είναι ένας από τους ισχυρότερους κατασκευαστικούς ομίλους στην Ελλάδα, ο οποίος εισήχθη στο χρηματιστήριο το 1994. Παράλληλα, αποτελεί τον κατασκευαστή καθόλα σημαντικών δημοσίων έργων που έχουν γίνει στη χώρα μας, ενώ σήμερα ο όμιλος αυτός απαρτίζεται από 17 θυγατρικές εταιρείες τόσο στην εγχώρια, όσο και στη διεθνή αγορά.

#### **3.4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**

Η μελέτη των αριθμοδεικτών αποτελεί ένα σημαντικό στάδιο για την αξιολόγηση της μελετώμενης εταιρίας. Υπάρχουν διάφοροι αριθμοδείκτες που εξετάζουν διάφορες λειτουργίες και τρόπους δράσης της εταιρίας όπως αριθμοδείκτες ρευστότητας, αριθμοδείκτες δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας βραχυπρόθεσμων λειτουργικών δραστηριοτήτων, αριθμοδείκτες μέτρησης της κεφαλαιακής δομής, αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, αριθμοδείκτες αποτίμησης. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες εκφράζουν τις σχέσεις μεταξύ δυο μεγεθών ή ομάδων μεγεθών της επιχείρησης κατά τρόπο ώστε να εξυπηρετείται η συναγωγή συμπερασμάτων για τα δομικά χαρακτηριστικά της και τις διαμορφούμενες τάσεις των μεγεθών της. Η μελέτη και αξιολόγηση των αριθμοδεικτών δεν γίνεται πλέον μόνο βασισμένη σε κάποια πλατφόρμα (π.χ. για να είναι «καλή» η εταιρία ο Χ αριθμοδείκτης πρέπει να κυμαίνεται περί το 10 κτλ.) αλλά βασίζεται στην σύγκριση των αριθμοδεικτών της μελετώμενης εταιρίας με τον σταθμισμένο μέσο όρο του κλάδου ή με τους αριθμοδείκτες της πρωτοπόρου εταιρίας στον κλάδο που αποτελεί και βασικό ανταγωνιστή.

Η χρήση των αριθμοδεικτών βοηθά αναλυτικά και παραστατικά στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Οι αριθμοδείκτες είναι μια απλή σχέση ενός στοιχείου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης ως προς ένα άλλο στοιχεία και εκφράζεται με απλή μαθηματική μορφή. Οι αριθμοδείκτες καθιερώθηκαν λόγω της ανάγκης να γίνεται αμέσως αντιληπτή η πραγματική αξία και σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών. Ο υπολογισμός των διαφόρων αριθμοδεικτών αποτελεί μια μέθοδο αναλύσεως, η οποία παρέχει σαφείς ενδείξεις για την πορεία της μελετώμενης εταιρίας. Το βασικό πλεονέκτημα των δεικτών, πέρα από την ευκολία υπολογισμού τους, είναι ότι επιτρέπουν συγκρίσεις ανεξάρτητα από το μέγεθος των επιμέρους επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να μπορούν να χρησιμοποιηθούν για ανάλυση διαστρωματικών και διαχρονικών δεδομένων.

Πάντως πρέπει να αποσαφηνιστεί πως ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν μπορεί να μας δώσει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης της επιχείρησης, αν δεν συγκριθεί με άλλους αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες ή αν δεν συσχετιστεί με τον μέσο αριθμοδείκτη του κλάδου ή των βασικών ανταγωνιστών.

### **3.5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ**

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν μέρος της λογιστικής πληροφόρησης υπό την έννοια ότι ενέχουν σημαντικό ρόλο και επηρεάζουν άμεσα την λήψη αποφάσεων σε επιχειρηματικό επίπεδο. Άλλωστε η ιστορική πληροφόρηση αποτελεί την αφετηρία της ανάλυσης για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών. Με την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών λογιστικών καταστάσεων ο ρόλος της λογιστικής, τουλάχιστον από τεχνικής άποψης τελειώνει και από αυτό το σημείο και μετά η λογιστική έρχεται να παίξει ένα άλλο πιο σπουδαίο ρόλο αυτόν ο οποίος έχει να κάνει με την διερεύνηση, την ερμηνεία και στην συνέχεια με την αξιολόγηση αυτών των οικονομικών καταστάσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας δύναται να επιτευχθεί μέσω μελέτης των αριθμοδεικτών της εταιρείας (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).

Υπό αυτήν την έννοια, η μελέτη των αριθμοδεικτών αποτελεί ένα σημαντικό στάδιο για την αξιολόγηση της μελετώμενης εταιρίας. Υπάρχουν διάφοροι αριθμοδείκτες που εξετάζουν διάφορες λειτουργίες και τρόπους δράσης της εταιρίας όπως αριθμοδείκτες ρευστότητας, αριθμοδείκτες δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας βραχυπρόθεσμων λειτουργικών δραστηριοτήτων, αριθμοδείκτες μέτρησης της κεφαλαιακής δομής, αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, αριθμοδείκτες αποτίμησης. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες εκφράζουν τις σχέσεις μεταξύ δυο μεγεθών ή ομάδων μεγεθών της επιχείρησης κατά τρόπο ώστε να εξυπηρετείται η συναγωγή συμπερασμάτων για τα δομικά χαρακτηριστικά της και τις διαμορφούμενες τάσεις των μεγεθών της (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).



## I. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η ρευστότητα, αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της καθώς αυτές γίνονται οφειλόμενες. Ως εκ τούτου, γίνεται αντιληπτό ότι με ιδιαίτερη έμφαση εξετάζεται η σχέση μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η ρευστότητα μπορεί να οριστεί ως η ικανότητα μετατροπής των περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά ή απόκτησης μετρητών.

### ➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας:

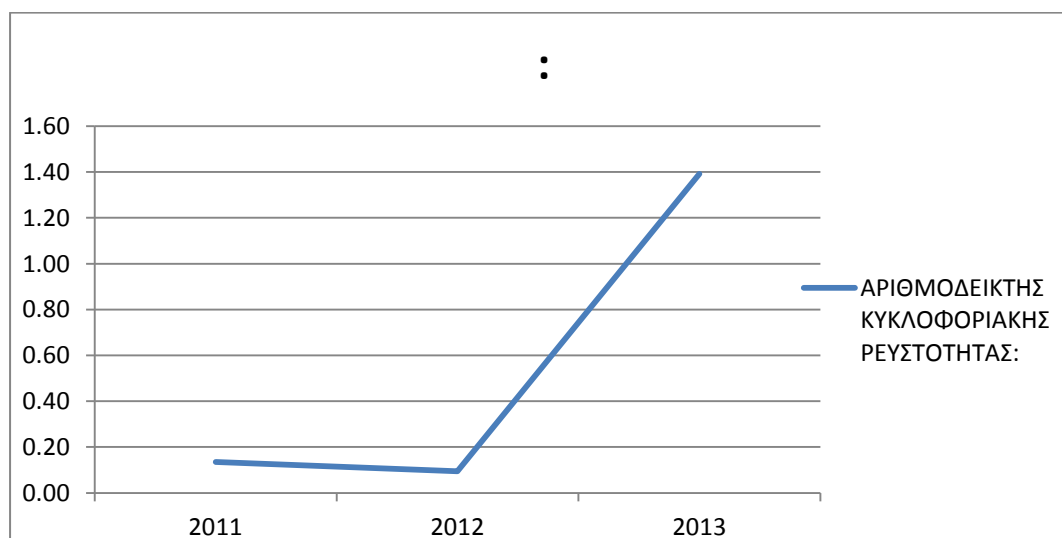
Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας δίνεται από τον τύπο:

Κυκλοφοριακή Ρευστότητα = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

#### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ:	
2011	0,13
2012	0,09
2013	1,39

#### Διάγραμμα Μεταβολών

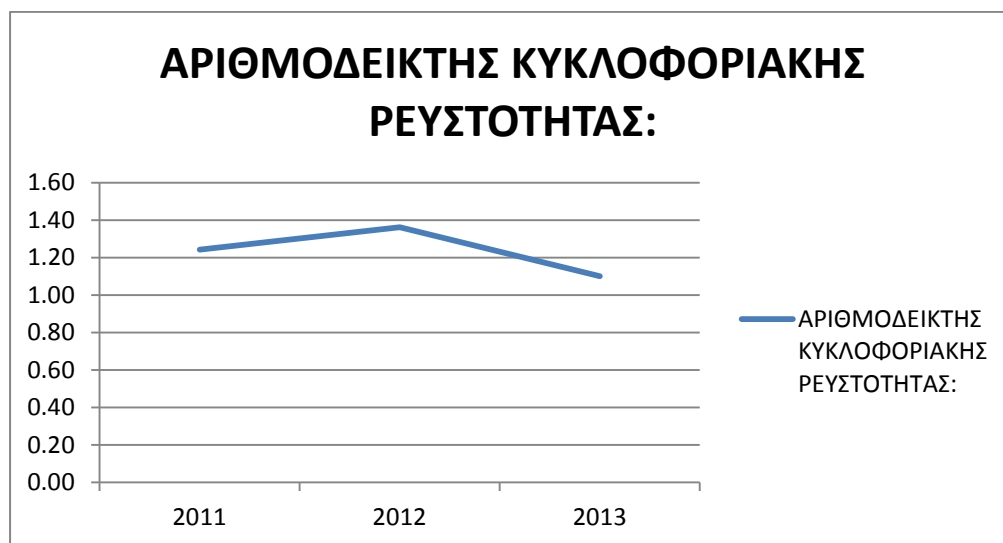


## Β) Εταιρεία Άβαξ J&P

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ:

2011	1,24
2012	1,36
2013	1,10

### Διάγραμμα Μεταβολών



Είναι σαφές πως όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης τόσο πιο αποδοτική είναι η αξιοποίηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού, καθώς καταδεικνύει την ύπαρξη της απαιτούμενης ρευστότητας για την πληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Στην περίπτωση της εταιρείας «Ελλάκτωρ» πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η αύξηση αυτή που σημειώνει ο δείκτης ρευστότητας αποτυπώνει τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αλλά το γεγονός ότι τα δύο πρώτα έτη έχει μηδαμινή κυκλοφοριακή ρευστότητα αποτελεί πρόβλημα για την ορθή οικονομική λειτουργία της επιχείρησης.

Από την άλλη μεριά, όσον αφορά την εταιρεία Άβαξ, γίνεται αντιληπτό ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό μελέτη περιόδου έχει επαρκή ρευστοποιήσιμα στοιχεία ώστε να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες της υποχρεώσεις. Είναι σαφές, πως η εταιρεία Άβαξ και στα τρία έτη της μελέτης παρουσιάζει άμεση ρευστότητα μεγαλύτερη της μονάδας γεγονός που υποδηλώνει ότι η χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης και ο προγραμματισμός των οικονομικών είναι ορθός, δεδομένου ότι το κυκλοφορούν ξεπερνά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και ως εκ τούτου δεν

κινδυνεύει η βιωσιμότητα της συγκεκριμένης επιχείρησης λόγω αδυναμίας πληρωμής υποχρεώσεων.

➤ **Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας:**

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας, ο οποίος επιτυγχάνει αυστηρότερο έλεγχο της ρευστότητας περιέχοντας εκείνα τα στοιχεία που χαρακτηρίζονται ως άμεσα ρευστοποιήσιμα, δίνεται από τον ακόλουθο τύπο :

Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας = (Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμα Υποχρεώσεις

**A) Εταιρεία Ελλάκτωρ**

<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ Α:</b>	
2011	0,13
2012	0,09
2013	1,39

**Διάγραμμα Μεταβολών**



**B) Εταιρεία Άβαξ J&P**

<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ Α:</b>	
2011	1,22
2012	1,34
2013	1,09

## Διάγραμμα Μεταβολής



Ομοίως, και στην περίπτωση υπολογισμού του αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας, ενός δείκτη που αποτελεί ένα πιο αυστηρό μέτρο μέτρησης του βαθμού ρευστότητας, παρατηρείται πως η υπό μελέτη εταιρεία είναι σε θέση να αξιοποιήσει αποτελεσματικά τους διαθέσιμους πόρους της ώστε να εκπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες της υποχρεώσεις.

Βάσει των παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι η εταιρεία «Ελλάκτωρ» δεν έχει επαρκή κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία για να καλύψει τις τρέχουσες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και καθ' όλη τη διάρκεια των ετών 2011 και 2012. Εν αντιθέσει, για την επιχείρηση Αβαξ J P παρατηρείται πως κατά την μελετώμενη περίοδο ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Ωστόσο, πρέπει να τονισθεί πως ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι οριακά μεγαλύτερος της μονάδας, τουλάχιστον για το οικονομικό έτος 2013, και ως εκ τούτου η εταιρεία έχει περιθώρια περαιτέρω βελτίωσης του δείκτη ρευστότητας, καθώς η εταιρεία οφείλει να είναι σε θέση να διαθέτει τους απαραίτητους χρηματοδοτικούς πόρους όχι μόνο για την απλή διεκπεραίωση των προϋπολογισμένων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αλλά επίσης για να καλύπτει έκτακτες υποχρεώσεις – ζημίες ή και για να εκμεταλλεύεται επενδυτικές ευκαιρίες. Ακόμη, ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας, δηλαδή η ρευστότητα χωρίς τον υπολογισμό των αποθεμάτων, είναι οριακά μικρότερος από το δείκτη κυκλοφοριακή ρευστότητας για την εταιρεία J P Αβαξ και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα αποθέματα αποτελούν ένα πολύ μικρό μέρος των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Πάντως, πρέπει να επισημανθεί πως η εταιρεία Ελλάκτωρ δε διαθέτει καθόλου αποθέματα σύμφωνα με τις ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις και ως εκ τούτου γίνεται αντιληπτή η ταύτιση των δεικτών κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας.

## II. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας βραχυπρόθεσμων λειτουργικών δραστηριοτήτων

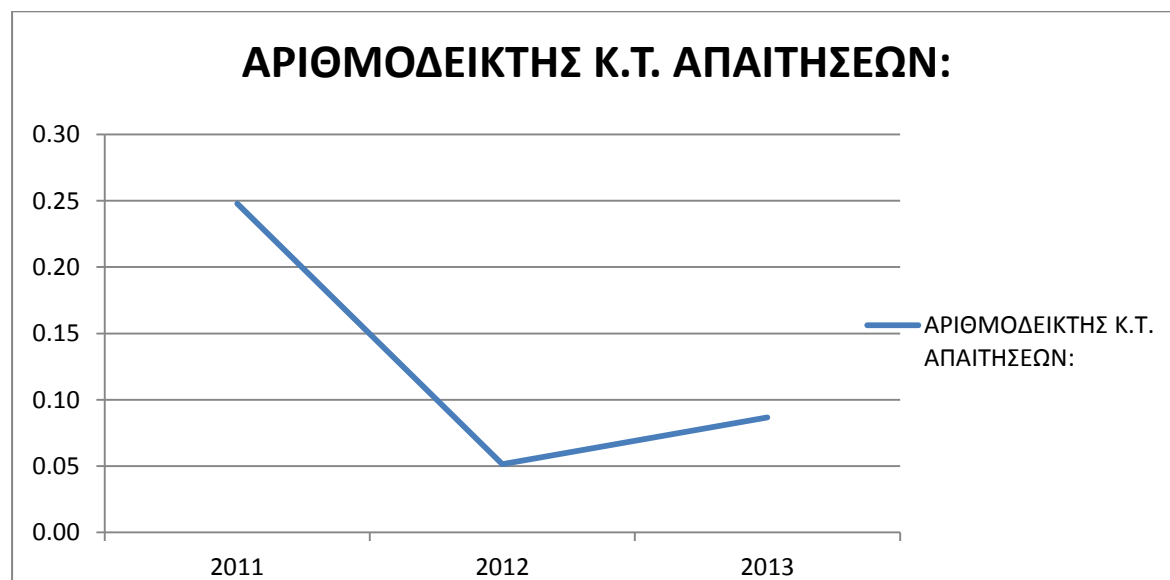
### ➤ Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων :

Αριθμοδείκτης Κ.Τ. απαιτήσεων = Πιστωτικές Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Απαιτήσεων

#### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ Κ.Τ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ:</b>	
2011	0,25
2012	0,05
2013	0,09

#### Διάγραμμα Μεταβολής



#### B) Εταιρεία Άβαξ J P

<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ Κ.Τ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ:</b>	
2011	2,89
2012	0,93
2013	0,73

## Διάγραμμα Μεταβολής



### ➤ Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων δίνεται από τη σχέση:

$M. \text{ Διαρ. Εισπρ. Απαιτ.} = 365 / K.T. \text{ απαιτήσεων}$

#### Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ:</b>	
2011	1472,096542
2012	7083,567839
2013	4208,505025

### Διάγραμμα Μεταβολής



### Β) Εταιρεία Άβαξ J P

<b>ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ:</b>	
2011	126,4417783
2012	390,7284045
2013	497,6611296

### Διάγραμμα Μεταβολής



Η ανάλυση του παραπάνω αριθμοδείκτη καταδεικνύει ότι η εταιρεία Ελλάκτωρ παραχωρεί υψηλό περιθώριο πίστωσης στους πελάτες της, υπό την έννοια αφενός ότι η κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης είναι μικρή και αφετέρου λόγω του ότι η μέση διάρκεια είσπραξης είναι ιδιαίτερος υψηλή. Στην κατεύθυνση αυτήν, σε μια διαδικασία αύξησης της ρευστότητας και δημιουργίας εσωτερικών πόρων μέσω μείωσης της παρεχόμενης πίστωσης, η εταιρεία δύναται να διαχειριστεί περισσότερο ορθολογικά τα κυκλοφορούντα περιουσιακά της στοιχεία, χωρίς να επωμίζεται κόστος κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η απόφαση για την πιστωτική πολιτική πρέπει να συνδέεται και με την πιστωτική πολιτική που ακολουθούν βασικές ανταγωνίστριες εταιρίες.

Πάντως, η εταιρεία Αβαξ, διαθέτει καλύτερη πολιτική παροχής πίστωσης και ως εκ τούτου είσπραξης των απαιτήσεων της, καθώς τόσο η κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων είναι μεγαλύτερη από εκείνη της εταιρείας Ελλάκτωρ, όσο και η μέση διάρκεια είσπραξης είναι μικρότερη, παρά το έτος 2013, που λόγω έλλειψης ρευστότητας έχει ως επακόλουθο την καθυστέρηση είσπραξης των οφειλών.

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων**

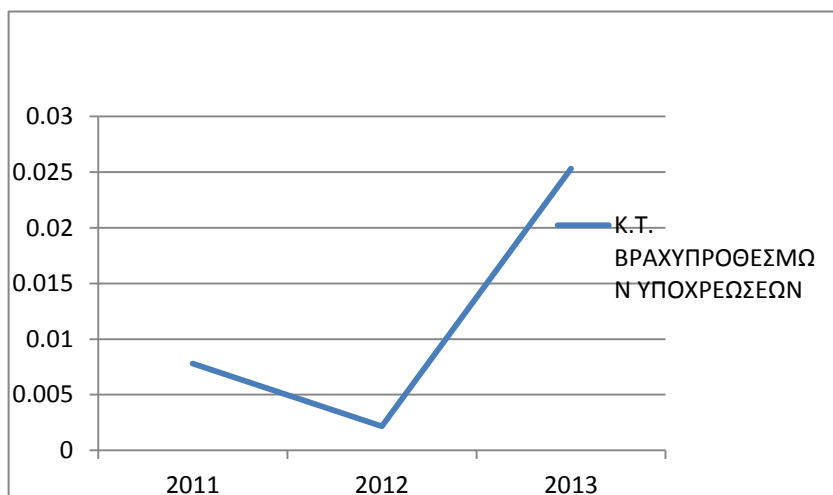
Κ.Τ. πληρωτέων λογαριασμών = Κόστος Πωληθέντων / Προμηθευτές

**Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ**

<b>Κ.Τ. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	
2011	0,007794425
2012	0,002154519
2013	0,025308406



### Διάγραμμα Μεταβολής



### Β) Εταιρεία Αβαξ J P

<b>Κ.Τ. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	
2011	1,033594372
2012	0,720171894
2013	0,497723262

### Διάγραμμα Μεταβολής



Ακόμη με βάση τον προηγούμενο δείκτη έχουμε την δυνατότητα να αντλήσουμε ένα επιπρόσθετο, σημαντικό στοιχείο, για τον αριθμό των ημερών για τις οποίες οι αγορές παραμένουν οφειλόμενες. Πρόκειται για την ταχύτητα με την οποία πληρώνονται οι προμηθευτές της εκάστοτε επιχείρησης. Ως εκ τούτου, γίνεται σαφές, τόσο από τα

απόλυτα μεγέθη, όσο και από τα διαγράμματα που παρουσιάζονται, γίνεται αντιληπτό πως η εταιρεία Άβαξ J P σημειώνει μεγαλύτερη ταχύτητα πληρωμής των υποχρεώσεων της σχετικά με την εταιρεία Ελλάκτωρ.

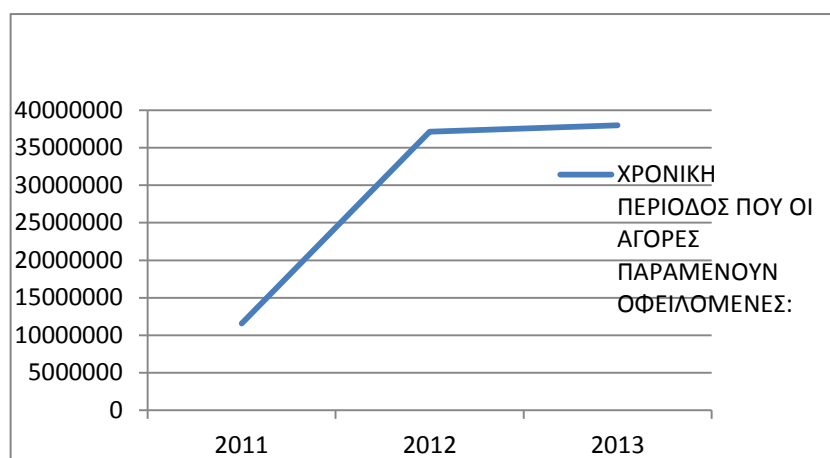
Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως κάθε εταιρεία πρέπει να κατανέμει τόσο το χρόνο πληρωμής υποχρεώσεων, όσο και τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων βάσει του ταμειακού κύκλου της επιχείρησης. Όπου ταμειακός κύκλος νοείται η μετατροπή χρήμα – πράγμα – χρήμα.

Χρονική περίοδος που οι αγορές παραμένουν οφειλόμενες : 365 / Κ.Τ. πληρωτέων

#### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΟΥ ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΕΣ:</b>	
2011	11568104,55
2012	37129210,29
2013	37981139,31

#### Διάγραμμα Μεταβολής



#### B) Εταιρεία Άβαξ J P

<b>ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΟΥ ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΝ ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΕΣ:</b>	
2011	16544,78257
2012	27037,35031
2013	32807,62864

## Διάγραμμα Μεταβολής



Ο παραπάνω αριθμοδείκτης καταδεικνύει την κυκλοφοριακή ταχύτητα των πληρωτέων λογαριασμών καθώς και τον αριθμό των ημερών που οι αγορές παραμένουν οφειλόμενες. Δεδομένης της έλλειψης ρευστότητας στην αγορά, είναι λογικό η επιχείρηση να ζητά πίστωση από τους πελάτες, ωστόσο για να μην υπάρχει χάσμα μεταξύ πιστώσεων που ζητά η εταιρεία και πιστώσεων που παραχωρεί η εταιρεία στους πελάτες και προς την κατεύθυνση εξομάλυνσης του ταμειακού κύκλου προτείνεται είτε να μειωθεί η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είτε να αυξηθεί η χρονική διάρκεια για την οποία οι αγορές παραμένουν οφειλόμενες.

Βάσει των δύο παραπάνω διαγραμμάτων παρατηρείται ότι η εταιρεία Άβαξ εκπληρώνει της υποχρεώσεις της σε σχετικά συντομότερο χρόνο, καθ' όλη η διάρκεια της μελετώμενης περιόδου, από τον χρόνο που επιλέγει η εταιρεία Ελλάκτωρ.

### III. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Η κεφαλαιακή δομή αναφέρεται στις πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης. Η χρηματοδότηση μπορεί να προέρχεται από τα σχετικά διαρκή ίδια κεφάλαια μέχρι τις μεγαλύτερου κινδύνου και πρόσκαιρες βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης

#### ➤ **Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων προς το Σύνολο των Κεφαλαίων**

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένα περιεκτικός αριθμοδείκτης που είναι διαθέσιμος για να μετρήσει τη σχέση του συνόλου των υποχρεώσεων, δηλαδή το σύνολο των

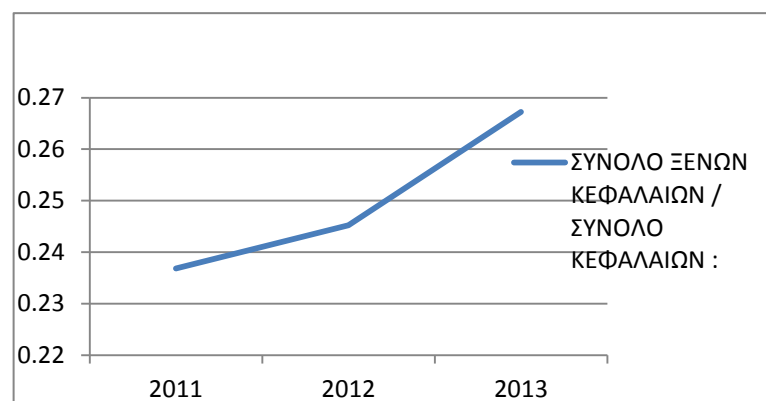
μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο των κεφαλαίων, δηλαδή το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης ονομάζεται και αριθμοδείκτης συνολικού δανεισμού και παρουσιάζεται από τη σχέση:

$$\text{EK} / \text{ΣΚ} = \text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Κεφαλαίων}$$

#### Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΣΥΝΟΛΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ / ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ :</b>	
2011	0,24
2012	0,25
2013	0,27

#### Διάγραμμα Μεταβολής



#### Β) Εταιρεία Άβαξ J P

<b>ΣΥΝΟΛΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ / ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ :</b>	
2011	0,59
2012	0,62
2013	0,69

## Διάγραμμα Μεταβολής



### ➤ Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

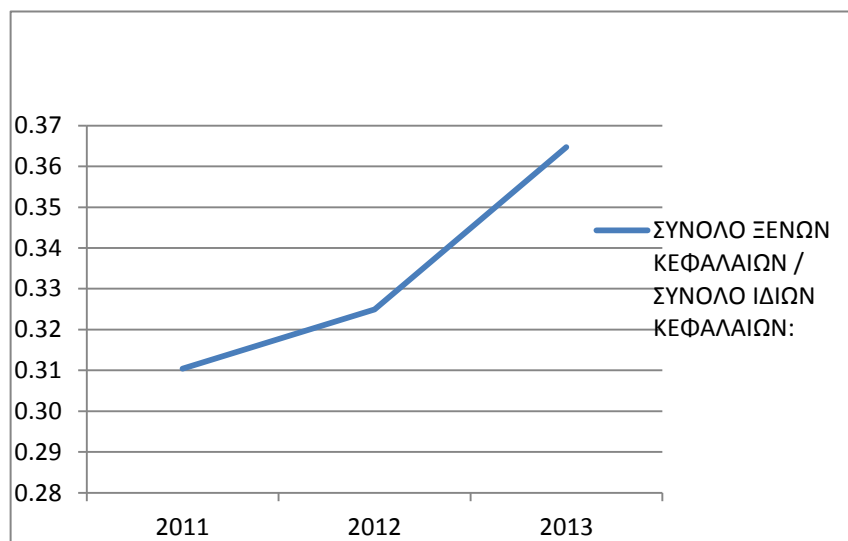
Μια ακόμη μέτρηση της σχέσης των ξένων κεφαλαίων προς πηγές κεφαλαίων είναι ο αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδίων κεφαλαίων και δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{ΞΚ} / \text{ΙΚ} = \text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}$$

### Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΣΥΝΟΛΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ / ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ:</b>	
2011	0,31
2012	0,32
2013	0,36

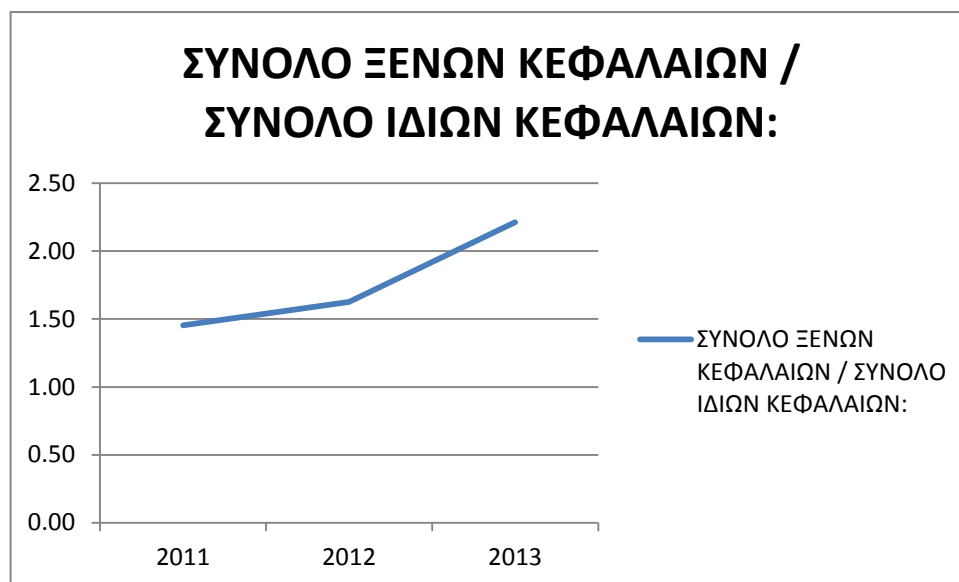
### Διάγραμμα Μεταβολής



### Β) Εταιρεία Άβαξ J P

ΣΥΝΟΛΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ / ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ:	
2011	1,45
2012	1,63
2013	2,21

### Διάγραμμα Μεταβολής



#### ➤ Μακροπρόθεσμα Ξένα Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια

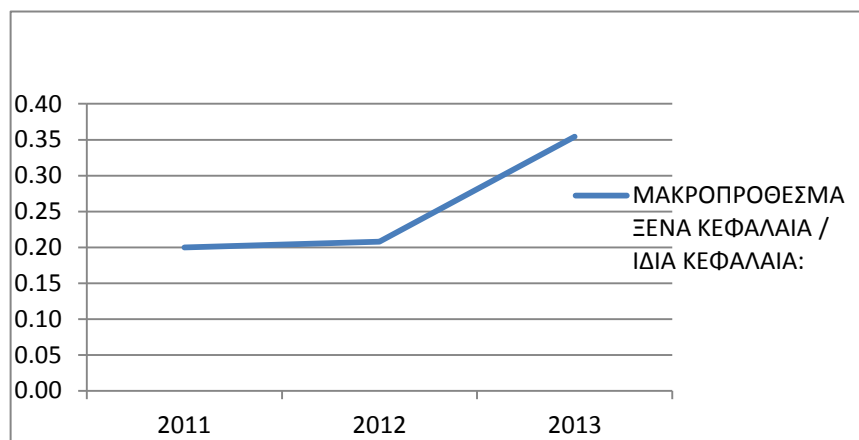
Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μελετά τη σχέση των μακροπροθέσμων ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια και δίνεται από την σχέση:

ΜΕΚ / ΙΚ = Μακροπρόθεσμα Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια

**Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ**

<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ:</b>	
2011	0,20
2012	0,21
2013	0,35

**Διάγραμμα Μεταβολής**



**Β) Εταιρεία Άβαξ J P**

<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ:</b>	
2011	0,68
2012	0,82
2013	1,05

## Διάγραμμα Μεταβολής



Η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων κατέχει καθόλα σημαντική θέση, διότι καταδεικνύει το βαθμό κατά τον οποίο η επιχείρηση είναι εκτεθειμένη σε εξωτερική χρηματοδότηση. Υπό αυτήν την έννοια, μπορεί η εξωτερική χρηματοδότηση να μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην προσπάθεια αναπτυξιακής πολιτικής ή πολιτικής εφαρμογής νέων επενδύσεων, ωστόσο γίνεται σαφές πως η μεγάλη έκθεση σε δανεισμό αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο της επιχείρησης.

Στο πλαίσιο αυτό, βάσει των ανωτέρω, γίνεται αντιληπτό πως η εταιρεία J P Άβαξ έχει μεγαλύτερη μόχλευση δανειακών κεφαλαίων. Αυτό αφενός μπορεί να οφείλεται στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις ή στην επένδυση κεφαλαίων σε έρευνα και ανάπτυξη, αλλά ιδιαιτέρως το έτος 2013 για την ίδια εταιρεία τα μακροπρόθεσμα κεφάλαιά της υπερβαίνουν έστω και κατ' ελάχιστο τα ίδια κεφάλαια της, γεγονός που σηματοδοτεί την έκθεση της εταιρείας σε πιστωτικό κίνδυνο. Είναι σαφές, πως σε περιόδους κερδοφορίας η επιχείρηση δεν θα έχει πρόβλημα στην κατεύθυνση εξυπηρέτησης του δανεισμού, όμως σε περιόδους που εμφανίζει ζημίες – όπως οι τελευταίες χρήσεις – εγείρεται το ερώτημα αν και κατά πόσο η υπό μελέτη επιχείρηση θα έχει τη δυνατότητα να ανταπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της και να χρηματοδοτεί τα δανειακά της κεφάλαια.

Πάντως, οι παραπάνω αριθμοδείκτες καταδεικνύουν πως τα ξένα κεφάλαια, αποτελούν ένα σχετικά χαμηλό μέρος των συνολικών κεφαλαίων της εταιρείας Ελλάκτωρ που κυμαίνεται στο 27% των συνολικών, σε αντίθεση με την εταιρεία Άβαξ, όπου ο ίδιος δείκτης ξένων προς συνολικών κεφαλαίων ανέρχεται στο 69%.



#### IV. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Στους δείκτες αυτούς συμπεριλαμβάνονται αφενός οι δείκτες απόδοσης απασχοληθέντων κεφαλαίων και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και αφ' ετέρου οι αριθμοδείκτες επενδύσεων ή αγοραίας αξίας ή αποτίμησης.

$$\text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{(\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων})}{\text{Πωλήσεις}}$$

##### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΜΙΚΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ:</b>		
2011	0,36	36%
2012	0,20	20%
2013	0,15	15%

##### Διάγραμμα Μεταβολής



##### B) Εταιρεία Άβαξ J P

<b>ΜΙΚΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ:</b>		
2011	0,12	12%
2012	0,10	10%
2013	0,03	3%

## Διάγραμμα Μεταβολής



Από τα παραπάνω διαγράμματα γίνεται αντιληπτό πως η εταιρεία Ελλάκτωρ έχει μεγαλύτερο μεικτό περιθώριο κέρδους και μάλιστα το 2013, παρά τη μείωση του κύκλου εργασιών το μεικτό περιθώριο κέρδους συγκρατήθηκε στο 15%. Εν αντιθέσει, όσον αφορά την εταιρεία Άβαξ πρέπει να τονισθεί με ιδιαίτερη έμφαση πως η μεικτή κερδοφορία που για το έτος 2013 ανέρχεται μόλις στο 3% αποτελεί ένα ελάχιστον ποσοστό που κρίνεται αδύνατο να καλύψει τα σταθερά και διοικητικά κόστη καθώς και τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη.

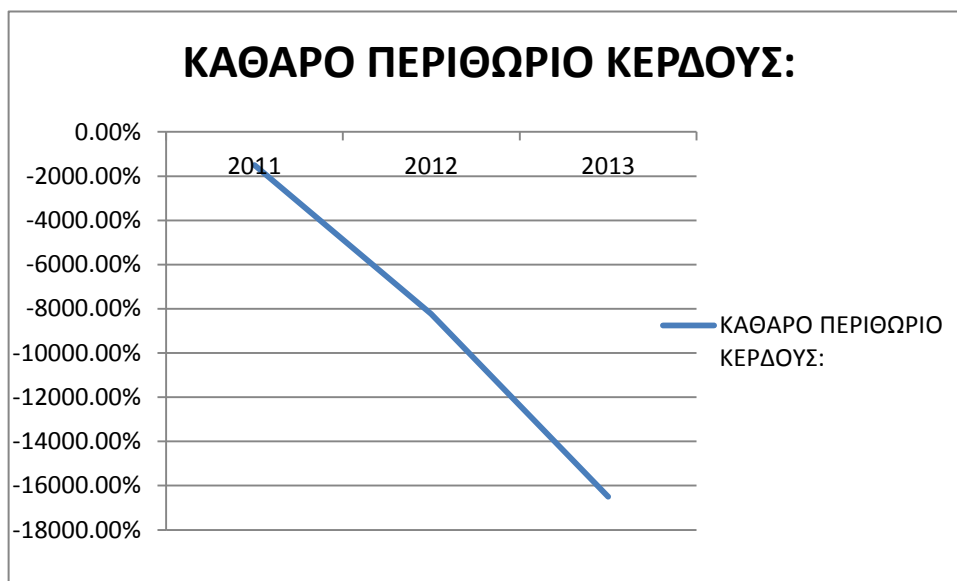
Υπό αυτήν την έννοια, η εταιρεία Άβαξ οφείλει να αναπροσαρμόσει την παραγωγική της διαδικασία μειώνοντας τα μεταβλητά κόστη, ώστε να δημιουργήσει ένα υψηλότερο πρωτογενές μεικτό περιθώριο κέρδους το οποίο θα έχει τη δυνατότητα να αντιπαραέλθει τόσο τη μείωση του κύκλου εργασιών, όσο και την κάλυψη των διοικητικών και σταθερών εξόδων της επιχείρησης.

➤ **Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρό Κέρδος / Πωλήσεις**

### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

<b>ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ:</b>		
2011	-14,9597	-1495,97%
2012	-82,3015	-8230,15%
2013	-164,9397	-16493,97%

### Διάγραμμα Μεταβολής



### Β) Εταιρεία Άβαξ J P

ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ:		
2011	-0,0021	-0,21%
2012	-0,0301	-3,01%
2013	-0,2136	-21,36%

### Διάγραμμα Μεταβολής



Είναι ιδιαίτερος αρνητικό, το ότι και οι δύο επιχειρήσεις σημειώνουν ζημίες στα αποτελέσματα της τελευταίας τριετίας. Αφενός, γίνεται αντιληπτή η ραγδαία μείωση της εγχώριας αγοράς ακινήτων, ωστόσο είναι σαφές πως και οι δύο επιχειρήσεις αποτελούν διεθνοποιημένες επιχειρήσεις με ευρωπαϊκές διεξόδους, γεγονός όμως που δεν εκμεταλλεύονται ορθά ώστε να σημειώσουν κερδοφορία στα αποτελέσματα χρήσης τους.

Υπό αυτήν την έννοια, είναι σαφές πως για την αύξηση των κερδών και δεδομένου του χαμηλού μικτού περιθωρίου κέρδους, οι μελετώμενες εταιρείες πρέπει να προβούν στην αναδιοργάνωση των λειτουργικών και διοικητικών εξόδων. ώστε να αυξήσουν την κερδοφορία τους.

#### ➤ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ROE ( ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ)

Ο αριθμοδείκτης αυτός υπολογίζει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και δίνεται από την σχέση:

$$ROE = \text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ} / \text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}$$

#### Α) Εταιρεία Ελλάκτωρ

ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE):		
2011	-0,01	-1,29%
2012	-0,02	-2,08%
2013	-0,04	-4,35%

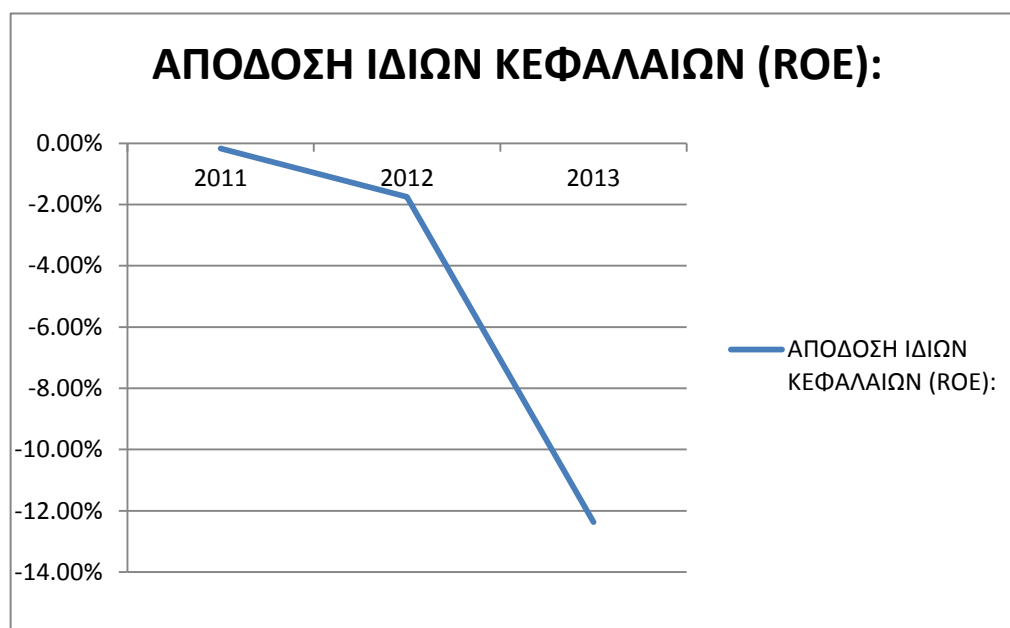
## Διάγραμμα Μεταβολής



## Β) Εταιρεία Άβαξ J P

ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (ROE):		
2011	0,00	-0,17%
2012	-0,02	-1,75%
2013	-0,12	-12,37%

## Διάγραμμα Μεταβολής



Τόσο η Ελλάκτωρ, όσο και η Άβαξ εμφανίζουν αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων, γεγονός ιδιαίτερος αρνητικό για τους μετόχους, καθώς υποδηλώνει ότι τα επενδυθέντα κεφάλαια δεν αποφέρουν κέρδη στους επενδυτές αλλά ζημίες. Υπό αυτήν την έννοια, οι επενδυτές οφείλουν να αναπροσαρμόσουν τις οικονομικές πολιτικές ώστε να βελτιώσουν την αποδοτικότητα των κεφαλαίων τους και σε κάθε περίπτωση να αυξήσουν το ROE πάνω από το κόστος κεφαλαίου, διότι μόνον τότε η καθαρά παρούσα αξία της επένδυσης θα είναι θετική.

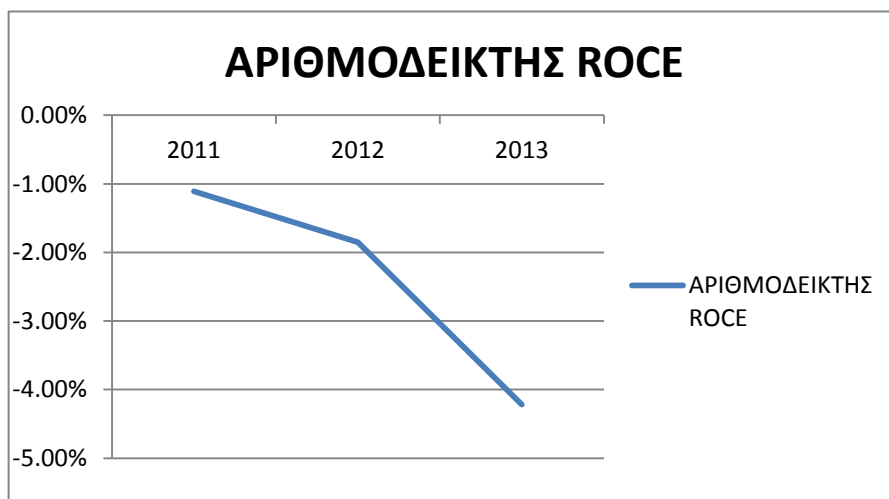
### ➤ Return on Capital Employed (ROCE)

Το return on capital employed (ROCE) είναι χρηματοοικονομικός δείκτης που μετράει την απόδοση των επενδύσεων μιας εταιρείας.

#### A) Εταιρεία Ελλάκτωρ

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ROCE	
2011	-1,11%
2012	-1,85%
2013	-4,22%

### Διάγραμμα Μεταβολής



### Β) Εταιρεία Άβαξ J P

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ROCE	
2011	-0,02%
2012	-0,97%
2013	-5,72%

### Διάγραμμα Μεταβολής



Ομοίως, γίνεται αντιληπτή η αρνητική αποδοτικότητα που πρέπει άμεσα να βελτιωθεί.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι αγορές ακινήτων, αποτελούν μια ιδιαίτερου τύπου αγορά που έχει ως αντικείμενο αγοροπωλησίας ακίνητα. Σε κάθε περίπτωση πρόκειται για αγορά στην οποία μετέχουν πολλές επιχειρήσεις που δρουν και αναπτύσσουν τη δραστηριότητά τους στον τομέα αυτό. Υπό αυτήν την έννοια, προμηθευτές πρώτων υλών, μεταλλικών υλών, κατασκευαστές, κτηματομεσίτες αλλά και τράπεζες παροχής στεγαστικής πίστης, αποτελούν μέλη ενός δυναμικού συστήματος.

Η αγορά ακινήτων έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κα επιδράσεις, καθώς η επένδυση στην ακίνητη περιουσία επιλέγεται από τους επενδυτές ως ένα μέσο ασφαλούς επένδυσης των κεφαλαίων. Στο πλαίσιο αυτό, η προηγηθείσα ανάλυση κατέδειξε αφενός τον ρόλο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των επιμέρους χωρών στη διαμόρφωση της πολιτικής γης. Ως εκ τούτου παρατηρείται η τάση για αύξηση της ιδιοκατοίκησης, καθώς παρατηρείται διαχρονική αύξηση του αριθμού των κατοικιών. Άλλωστε, είναι σαφές πως η περίοδος πριν το 2009, χαρακτηρίζονταν έντονα από την τάση των τραπεζών και των τραπεζικών στελεχών να χορηγούν δάνεια χωρίς όμως να λαμβάνουν τις απαραίτητες εγγυήσεις – εξασφαλίσεις, δημιουργώντας κατά καιρούς «φούσκα» στην αγορά ακινήτων.

Η οικονομική ανάλυση των κατασκευαστικών εταιρειών δύναται να επιτευχθεί μέσω ανάλυσης επιμέρους εταιρειών που απαρτίζουν τον κατασκευαστικό κλάδο. Τόσο σε εγχώριο, όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ραγδαία είναι η ανάπτυξη των εταιρειών «Ελλάκτωρ» καθώς και «Άβαξ ΡJ» και ως εκ τούτου η οικονομική μελέτη των κατασκευαστικών εταιρειών επιχειρήθηκε μέσω μελέτης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών. Στα ευρήματα της οικονομικής αξιολόγησης, συγκαταλέγεται αφενός η ορθή πολιτική ρευστότητας της εταιρείας «Άβαξ», η ορθή πολιτική χρηματοοικονομικής μόχλευσης της εταιρείας «Ελλάκτωρ» καθώς επίσης και το τεράστιο πρόβλημα που καλούνται να αντιμετωπίσουν αμφότερες οι εταιρείες μέσω βελτίωσης της αποδοτικότητάς τους.

Σε κάθε περίπτωση, η εξειδίκευση, σε συνδυασμό με την επιτυχή διεθνοποίηση και τα επιμέρους ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων δύναται να προσφέρουν σαφή διέξοδο από την αρνητική αποδοτικότητα, και παράλληλα να σημάνουν την άνοδο της αγοράς ακινήτων τόσο σε εγχώριο, όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ball, M. (2006). *Markets & Institutions in Real Estate & Construction*. Oxford: Blackwell Publishing
- Begg, D. (επιμ. Μίνογλου, Θ.). (2006). *Εισαγωγή στην οικονομική*, β' τόμος, 7<sup>η</sup> έκδοση. Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική
- Fernandez, B. (2012). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Fundamental relationships and unnecessary complications*. Social Science Research Network
- Suarez, J. (2009). *European Real Estate Markets*. Hampshire: Palgrave Macmillan
- Yavas, A. (1994). *Economics of brokerage : an overview*. *Journal of Real Estate literature*
- Βασιλείου, Δ. & Ηρειώτης, Ν. (2009). *Ανάλυση επενδύσεων και διαχείριση χαρτοφυλακίου*. Αθήνα: Rosili
- Ευθύμογλου, Π. & Λαζαρίδης, Ι. (2000), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Τεύχος Α'. Πειραιάς:
- Ευθύμογλου, Π. (1990). *Επιχειρησιακή στρατηγική*, Τόμος Α'. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ευθύμογλου
- Καρβούνης, Σ. (2000). *Οικονομοτεχνικές μελέτες: Μεθοδολογία – Τεχνικές – Θεωρία*. Αθήνα: Σταμούλη
- Κολλίντζας, Τ. (2002). *Το Νέο Διεθνές Περιβάλλον Επιτάσσει Ανοιχτές Ανταγωνιστικές Αγορές*, έκθεση IOBE
- Ζεντέλης, Π. (2001). *Real Estate: Αξία εκτίμησης, ανάπτυξη, επενδύσεις, διαχείριση*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπασωτηρίου
- Λαζαρίδης, Γ. & Παπαδόπουλος, Δ. (2010), *Επιχειρηματική ανάλυση και προσδιορισμός αξίας*. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- Παγγειός, Γ. (1993). *Θεωρία Κόστους*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη
- Χατζηδημητρίου, Ι. (2003). *Διεθνείς Επιχειρηματικές δραστηριότητες*. Θεσσαλονίκη: Ανικούλα
- ICAP (2010). *Real Estate*

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ:

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

[www.naftempriki.gr](http://www.naftempriki.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

<http://www.jp-avax.gr/>

<http://www.ellaktor.gr/>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### 1.1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- **Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας:**

Κυκλοφοριακή Ρευστότητα = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

- **Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας**

Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας = (Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμα Υποχρεώσεις

### 1.2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

- **Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων**

Κ.Τ. αποθεμάτων = Κόστος Πωληθέντων Προϊόντων / Μέσο Ύψος Αποθεμάτων

Όπου μέσο ύψος αποθεμάτων = (αποθέματα αρχής χρήσης + αποθέματα τέλους χρήσης)/2

- **Μέση Διάρκεια Παραμονής αποθεμάτων**

Δ.Π.Α. = 365 / Κ. Τ. αποθεμάτων

- **Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων :**

Αριθμοδείκτης Κ.Τ. απαιτήσεων = Πιστωτικές Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Απαιτήσεων

- **Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων**

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων δίνεται από τη σχέση:

Μ. Διαρ. Εισπρ. Απαιτ. = 365 / Κ.Τ. απαιτήσεων

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων**

Κ.Τ. πληρωτέων λογαριασμών = Κόστος Πωληθέντων / Προμηθευτές

Χρονική περίοδος που οι αγορές παραμένουν οφειλόμενες : 365 / Κ.Τ. πληρωτέων

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού υπολογίζεται ως

$K.T. \text{ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ} = \text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}$

### 1.3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ – ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

- **Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων προς το Σύνολο των Κεφαλαίων**

$ΕΚ / ΣΚ = \text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Κεφαλαίων}$

- **Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια**

Μια ακόμη μέτρηση της σχέσης των ξένων κεφαλαίων προς πηγές κεφαλαίων είναι ο αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδίων κεφαλαίων και δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$ΕΚ / ΙΚ = \text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}$

- **Μακροπρόθεσμα Ξένα Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μελετά τη σχέση των μακροπροθέσμων ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια και δίνεται από την σχέση:

$ΜΕΚ / ΙΚ = \text{Μακροπρόθεσμα Ξένα Κεφάλαια} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$

### 1.1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

- **Μικτό Περιθώριο Κέρδους = (Πωλήσεις – Κόστος Πωληθέντων) / Πωλήσεις**

- **Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρό Κέρδος / Πωλήσεις**

- **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ROA (ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ)**

$ROA = ROI = \text{Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

- **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ROE ( ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ)**

$ROE = (\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ} / \text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ})100\%$

- **Return on Capital Employed (ROCE)**

$ROCE = (\text{ΕΒΙΤ} / (\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ} - \text{ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΕΩΣΕΙΣ})) * 100\%$