

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Διπλωματική Εργασία

ΘΕΜΑ:

«Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων:
Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία»



ΜΟΥΡΤΖΟΥΚΟΥ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ ΠΕΛΑΓΙΑ

A.M. 0808M021

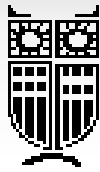
Επιβλέπων: Αντώνιος Ροβολής, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Λοιπά μέλη εξεταστικής επιτροπής:

Αναστάσιος Καραγάνης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κωνσταντίνος Λιάπης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Αθήνα, Δεκέμβριος 2011



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Διπλωματική Εργασία

ΘΕΜΑ:

«Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων:
Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία»

Μουρτζούκου Ελισσάβετ Πελαγία

A.M. 0808M021

Τριμελής εξεταστική επιτροπή:

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

Αθήνα, Δεκέμβριος 2011

Στην οικογένειά μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια ιδιαίτερη αγορά με σημαντική επίδραση στις μακροοικονομικές εξελίξεις και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η συστηματική παρακολούθηση και ανάλυση των εξελίξεων και των προοπτικών της αγοράς αυτής έχει, επομένως, πολύ μεγάλη σημασία για την πληρέστερη αξιολόγηση των μακροοικονομικών συνθηκών και προοπτικών της εγχώριας οικονομίας αλλά και των διεθνών αγορών.

Σε πολλές χώρες, η μεταβλητότητα που χαρακτηρίζει τις τιμές των ακινήτων θεωρείται ότι επιφέρει μακροοικονομικές ανισορροπίες στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτό αφορά, όχι μόνο την ανάπτυξη των αγορών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως οι χρηματιστηριακές αγορές, αλλά και την ανάπτυξη στις αγορές ακινήτων. Βασικό χαρακτηριστικό των αγορών αυτών αποτελεί η ραγδαία αύξηση των τιμών, συχνά υποκινούμενη από επεκτατικές νομισματικές πολιτικές ή από μεγάλες κεφαλαιακές εισροές, αύξηση την οποία ακολουθεί οξεία ύφεση, η οποία έχει καθοριστικές συνέπειες για την αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συχνά δεν επηρεάζεται μόνο άμεσα αλλά και έμμεσα, μέσω της επιδείνωσης της οικονομικής θέσης των πελατών, ιδιαίτερα των εταιρειών ακινήτων και των νοικοκυριών.

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο «Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων: Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις εγχώριες αλλά και διεθνείς αγορές. Στόχο της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων αλλά και η συνοπτική ανάλυση των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και της συνεισφορά τους στην παγκόσμια οικονομία.

Η εργασία χωρίζεται σε δύο βασικές ενότητες. Στο Α Μέρος, το οποίο αποτελείται από τρία επιμέρους κεφάλαια, επιχειρείται μια σύντομη σχετικά περιγραφή του θεσμού της ακίνητης περιουσίας και των σύγχρονων τάσεων που επικρατούν στη συνεχώς εξελισσόμενη αυτή αγορά, με κεντρικό σημείο αναφοράς τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Στο Β' Μέρος, το οποίο αποτελεί το τεχνικό

τμήμα της, παρουσιάζονται, αρχικά, μέθοδοι αξιολόγησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας μέσω δεικτών απόδοσης και στη συνέχεια παρουσιάζεται ο υπολογισμός διαφόρων δεικτών ευρωστίας εισηγμένων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα. Τέλος, επίλογο της διπλωματικής αυτής εργασίας αποτελούν τα γενικά συμπεράσματα, τα οποία προκύπτουν μετά την επεξεργασία των ποσοτικών δεδομένων και τη σύνδεση τους με το θεωρητικό πλαίσιο που προηγείται.

Οι πληροφορίες που συνελέγησαν για τη συγγραφή της εργασίας προέρχονται τόσο από βιβλιογραφικές πηγές και επιστημονικά περιοδικά, όσο και από διάφορες ηλεκτρονικές πηγές. Η ηλεκτρονική αρθρογραφία για τον τομέα των ακινήτων διαθέτει πλούσιο όγκο πληροφοριών, οι οποίες καλύπτουν ευρεία ποικιλία θεματολογίας. Αντίθετα, όμως, από τη θεωρητική ανάλυση του εν λόγω θέματος, τα ποσοτικά στοιχεία που αφορούν τη δραστηριότητα της αγοράς ακινήτων είναι περιορισμένα και γι' αυτό η συλλογή τους κατέστη ιδιαίτερα δύσκολη και χρονοβόρα.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια ιδιαίτερη αγορά με σημαντική επίδραση στις μακροοικονομικές εξελίξεις και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η συστηματική παρακολούθηση και ανάλυση των εξελίξεων και των προοπτικών της αγοράς αυτής έχει επομένως μεγάλη σημασία για την πληρέστερη κατανόηση των προοπτικών της εγχώριας οικονομίας αλλά και των διεθνών αγορών.

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο «Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων: Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις εγχώριες αλλά και διεθνείς αγορές. Στόχο της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων αλλά και η συνοπτική ανάλυση των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και της συνεισφορά τους στην παγκόσμια οικονομία.

Κλείνοντας θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας κύριο Αντώνιο Ροβολή, αλλά και τα λοιπά μέλη της τριμελούς επιτροπής, κυρίους Κωνσταντίνο Λιάπη και Αναστάσιο Καραγάνη, για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή τους καθώς και για την άρτια συνεργασία μας. Τέλος, την οικογένειά μου για τη στήριξη και την υπομονή τους.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2011,
Ελισσάβετ Πελαγία Μουρτζούκου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	σελ.4
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	σελ.6
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	σελ.7
ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	σελ.10
ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	σελ.11
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	σελ.12
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	σελ.14
ΜΕΡΟΣ Α: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ..	σελ.15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	σελ.16
1.1 Εισαγωγή.....	σελ.16
1.2 Εκτίμηση της αξίας των ακινήτων.....	σελ.21
1.2.1 Είδη αξίας ακινήτων.....	σελ.22
1.2.2 Βασικές μέθοδοι εκτίμησης.....	σελ.23
1.3 Κόστη συναλλαγών.....	σελ.29
1.4 Βασικές έννοιες στη χρηματοδότηση των ακινήτων.....	σελ.32
1.5 Τιμές ακινήτων και οικονομική σταθερότητα.....	σελ.36
1.5.1 Κίνδυνοι για τις τράπεζες.....	σελ.36
1.5.2 Επιπτώσεις της διαχείρισης κινδύνων.....	σελ.39
1.6 Η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας.....	σελ.41
1.6.1 Κοινωνικές επιπτώσεις.....	σελ.41
1.6.2 Πολλαπλασιαστικά οφέλη.....	σελ.42
1.6.3 Επιπτώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές.....	σελ.42

1.6.4	Δημιουργία μιας ολοκληρωμένης εγχώριας αγοράς.....	σελ.42
1.6.5	Μέσο ανοδικής κινητικότητας.....	σελ.43
1.6.6	Η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας στις αναπτυσσόμενες χώρες.....	σελ.44

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο θεσμός των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ/REITs).....σελ.46

2.1	Ιστορικό.....	σελ.46
2.2	Σύγχρονη παγκόσμια ανάπτυξη του θεσμού των REITs.....	σελ.49
2.3	Μορφές των REITs.....	σελ.52
2.3.1	Μετοχικά REITs.....	σελ.53
2.3.2	Ενυπόθηκα REITs.....	σελ.53
2.3.3	Παράγωγα REITs.....	σελ.54
2.4	Προϋποθέσεις των REITs.....	σελ.55
2.5	Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των REITs.....	σελ.58
2.6	Η σχέση των REITs με τις τράπεζες.....	σελ.61
2.7	Κεφαλαιακή δομή.....	σελ.63
2.8	Τιμολόγηση και απόδοση των REITs.....	σελ.66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΙΕΘΝΗ REITs.....σελ.69

3.1	Ευρώπη.....	σελ.69
3.1.1	Γερμανία.....	σελ.69
3.1.2	Ηνωμένο Βασίλειο.....	σελ.74
3.1.3	Ελλάδα.....	σελ.77
3.2	Άλλα διεθνή REITs.....	σελ.80
3.2.1	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	σελ.80
3.2.2	Αυστραλία.....	σελ.83
3.2.3	Ιαπωνία.....	σελ.87
3.2.4	Χόνγκ Κόνγκ.....	σελ.89
3.2.5	Σιγκαπούρη.....	σελ.90

ΜΕΡΟΣ Β: ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ	
ΑΝΑΛΥΣΗΣ	σελ.95

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	
ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	σελ.96

4.1 Θεωρητική ανάλυση.....	σελ.96
4.1.1 Κερδοφορία.....	σελ.97
4.1.2 Ρευστότητα.....	σελ.99
4.1.3 Φερεγγυότητα.....	σελ.100
4.1.4 Altman's Z-score.....	σελ.101
4.1.5 Υπόδειγμα Dupont.....	σελ.104
4.1.6 Κόστος κεφαλαίου.....	σελ.103
4.2 Τεχνική ανάλυση.....	σελ.108

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	σελ.131
--------------------------	----------------

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	σελ.139
--------------------------	----------------

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1	Η κερδοφορία των τραπεζών σε διαφορετικά στάδια του κύκλου ακινήτων 1979-2001
Πίνακας 2.1	Οι σημαντικότερες εξελίξεις του θεσμού των REITs παγκοσμίως
Πίνακας 2.2	Τα μεγαλύτερα REITs παγκοσμίως
Πίνακας 2.3	Στοιχεία για την κεφαλαιαγορά της βιομηχανίας των REITs κατά τη δεκαετία 2000-2009 (σε εκατ. \$)
Πίνακας 3.1	Τα χαρακτηριστικά των γερμανικών έμμεσων επενδυτικών μηχανισμών στον τομέα των ακινήτων
Πίνακας 3.2	Διαφορές θεσμικού πλαισίου σε Βόρειο Αμερική, Ασία και Αυστραλία
Πίνακας 3.3	Διαφορές θεσμικού πλαισίου στην Ευρώπη
Πίνακας 4.1	Εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
Πίνακας 4.2	Γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
Πίνακας 4.3	Μακροοικονομικά στοιχεία για τα έτη 2005-2010
Πίνακας 4.4	PROFIT = EBIDA (earnings before tax interest depreciation and amortization)/total assets
Πίνακας 4.5	DPS = dividend/share
Πίνακας 4.6	INTANG = Intangible assets/total assets
Πίνακας 4.7	TANG = fixed (tangible) assets/total assets
Πίνακας 4.8	LNSALES
Πίνακας 4.9	LNTA = ln(total assets)
Πίνακας 4.10	DEBTTL = debt/total liabilities
Πίνακας 4.11	DEBTTD = total debt/total assets
Πίνακας 4.12	MBRATIO = (total assets – market value equity)/total assets
Πίνακας 4.13	INTCOV = profit/interest expense
Πίνακας 4.14	ASSTURN = sales/total assets
Πίνακας 4.15	SDEBT = short debt/total assets
Πίνακας 4.16	LDEBT = long debt/total assets
Πίνακας 4.17	MVDEBTTL = total liabilities/(total liabilities+market value equity)
Πίνακας 4.18	COSTDEBT = interest expense/total debt
Πίνακας 4.19	MVDEBTTD = total debt/(total liabilities+market value equity)
Πίνακας 4.20	MVSDEBT = short debt/total liabilities+market value equity)
Πίνακας 4.21	MVLDEBT = long debt/total liabilities+market value equity)
Πίνακας 4.22	LNMVTA = ln(market value of total assets)
Πίνακας 4.23	DIV YIELD = dividend yield
Πίνακας 4.24	PTBV = price/tangible book value

ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1	Διεθνής αγορά μετοχών κεφαλαιοποίησης ακινήτων
Διάγραμμα 2.2	Ανάλυση της παγκόσμιας αγοράς REITs (Απρίλιος 2007)
Διάγραμμα 2.3	Οι μέσες μερισματικές αποδόσεις παγκοσμίως κατά το έτος 2005
Διάγραμμα 2.4	Οι συνολικές αποδόσεις παγκοσμίως κατά το έτος 2005
Διάγραμμα 3.1	Τα επίπεδα δανεισμού των LPTs για το χρονικό διάστημα 1996-2005
Διάγραμμα 3.2	Τα επίπεδα δανεισμού των υποτομέων των LPTs κατά την τριετία 2003-2005
Διάγραμμα 3.3	Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιρειών ακινήτων και REITs
Διάγραμμα 3.4	Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των REITs
Διάγραμμα 3.5	Τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο
Διάγραμμα 4.1	Κύριοι αριθμοδείκτες ανά περιοχή κυρίων αποτελεσμάτων και ταμειακών ροών
Διάγραμμα 4.2	Υπόδειγμα Dupont
Διάγραμμα 4.3	PROFIT
Διάγραμμα 4.4	DPS
Διάγραμμα 4.5	INTANG
Διάγραμμα 4.6	TANG
Διάγραμμα 4.7	LNSALES
Διάγραμμα 4.8	LNTA
Διάγραμμα 4.9	DEBTTL
Διάγραμμα 4.10	DEBTTD
Διάγραμμα 4.11	MBRATIO
Διάγραμμα 4.12	INTCOV
Διάγραμμα 4.13	ASSTURN
Διάγραμμα 4.14	SDEBT
Διάγραμμα 4.15	LDEBT
Διάγραμμα 4.16	MVDEBTTL
Διάγραμμα 4.17	COSTDEBT
Διάγραμμα 4.18	MVDEBTTD
Διάγραμμα 4.19	MVSDEBT
Διάγραμμα 4.20	MVLDEBT
Διάγραμμα 4.21	LNMVTA
Διάγραμμα 4.22	DIV YIELD
Διάγραμμα 4.23	PTBV

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

BETA	Beta Coefficient of Risk Factor
CAMP	Capital Assets Pricing Models
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CPI	Consumer Price Index
DIV YIELD	Divident Yield
DPS	Divident per Share
EBIT	Earnings (income) before interest and taxes
EBITDA	Earnings Before Tax Interest Depreciation and Amortization
EPRA	European Public Real Estate Association
GDP	Gross Domestic Product
G-REITs	German Real Estate Investment Trusts
HK-REITs	Hong Kong Real Estate Investment Trusts
IBVAT	Income Before Versus After Taxes
INTANG	Intangible Assets
INTCOV	Interest Cost Value
J-REITs	Japanese Real Estate Investment Trusts
LD	Long Debt
LGD	Loss-Given-Default
LOINT	Long Interest Rate
LPTs	Listed Property Trusts
LTV	Loan to Value
MFTs	Mutual Fund Trusts
MLP	Master Limited Partnership
MVE	Market Value Equity
MVTA	Market Value of Total Assets
NARIETS	National Association of Real Estate Investment Trusts
NAV	Net Asset Value
PD	Probability of Default
PTBV	Price to Tangible Book Value
REITs	Real Estate Investment Trusts
RICS	Real Estate Investment Companies
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity

ROGA	Return on Gross Assets
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
ROS	Return on Sales
ROTA	Return on Total Assets
ROWC	Return on working capital
SD	Short Debt
SHINT	Short Interest Rate
S-REITs	Singapore Real Estate Investment Trusts
TA	Total Assets
TANG	Fixed (tangible) Assets
TD	Total Debt
TL	Total Liabilities
TRS	Taxable Real Estate Investment Trusts Subsidiary
UK-REITs	United Kingdom Real Estate Investment Trusts
UNEMP	Unemployment
UPREIT	Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust
US-REITs	United States Real Estate Investment Trusts

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο «Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων: Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις εγχώριες αλλά και διεθνείς αγορές. Στόχο της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων αλλά και η συνοπτική ανάλυση των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και της συνεισφορά τους στην παγκόσμια οικονομία.

Η εργασία χωρίζεται σε δύο βασικές ενότητες.

Στο Α Μέρος, επιχειρείται μια σύντομη σχετικά περιγραφή του θεσμού της ακίνητης περιουσίας και των σύγχρονων τάσεων που επικρατούν στη συνεχώς εξελισσόμενη αυτή αγορά. Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει τρία κεφάλαια. Το Κεφάλαιο 1 παρουσιάζει τα χαρακτηριστικά του κλάδου των ακινήτων και τον τρόπο λειτουργίας του, εξετάζοντας τις συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα στον κλάδο αυτό, κυρίως, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στα Κεφάλαια 2 και 3 που ακολουθούν, γίνεται μια περιεκτική ανάλυση του θεσμού των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία, γνωστών παγκοσμίως ως REITs, (Κεφάλαιο 2) αλλά και μια αναφορά στην ίδρυση και λειτουργία εταιρειών REITs σε οκτώ επιλεγμένες χώρες (Κεφάλαιο 3).

Στο Β' Μέρος, το οποίο αιτιολογεί τον τίτλο της εργασίας και αποτελεί το τεχνικό μέρος της, παρουσιάζονται, αρχικά, μέθοδοι αξιολόγησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας μέσω δεικτών απόδοσης (κερδοφορίας, ρευστότητας, φερεγγυότητας) καθώς και τέσσερις μέθοδοι αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης (Altman's Z-score, υπόδειγμα Dupont) και προσδιορισμού του κόστους κεφαλαίου της (μέθοδος CAPM, μέθοδος Gordon). Στη συνέχεια του Κεφαλαίου 4, παρουσιάζεται ο υπολογισμός διαφόρων δεικτών ευρωστίας εισηγμένων εταιρειών ακινήτων (profit, dps, intang, sales κλπ.) για τις οκτώ χώρες που περιλαμβάνει το προηγούμενο Κεφάλαιο 3. Στο τέλος του Β' Μέρους συνοψίζονται τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει η παρούσα διπλωματική εργασία, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το θεωρητικό όσο και το τεχνικό πλαίσιο στο οποίο κινήθηκε.

ΜΕΡΟΣ Α:

**ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Συναλλαγές στην αγορά ακινήτων

1.1 Εισαγωγή

Ο όρος *real estate* αποτελεί έναν νομικό όρο, ο οποίος περιλαμβάνει γη σε συνδυασμό με προσθήκες στη γη, όπως κτίρια, περιφράξεις, φρεάτια και άλλες βελτιώσεις σταθερές σε θέση. Συνώνυμο αυτού είναι ο διεθνής όρος *real property* (ακίνητη περιουσία), σε αντίθεση με την προσωπική ιδιοκτησία (*personal property*). Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, ο όρος *ακίνητη περιουσία* αναφέρεται στην ιδιοκτησία της γης και των λοιπών στοιχείων με μόνιμο χαρακτήρα, όπως οι κατασκευές, τα δέντρα, τα ορυκτά, καθώς και οι τόκοι, τα κέρδη και τα εγγενή δικαιώματα τους. Γενικά, ο όρος *δικαίωμα ιδιοκτησίας* αναφέρεται στο δικαίωμα ενός ατόμου στην κατοχή, χρήση, απόλαυση και διάθεση του δικού του ακινήτου. Στην αγορά ακινήτων, το *συμφέρον* αποτελεί μία γενική νομική ορολογία που χρησιμοποιείται για να δηλώσει το δικαίωμα ιδιοκτησίας. Ο κάτοχος του συμφέροντος ενός ακινήτου απολαμβάνει το δικαίωμα ή τη χρήση και ως αντάλλαγμα της πώλησης του συμφέροντος αυτού λαμβάνει κάποια πληρωμή. Το συμφέρον, στο βαθμό που η αξία του μπορεί να ποσοτικοποιηθεί, μπορεί, επίσης, να αγορασθεί, να πωληθεί ή να χρησιμοποιηθεί ως εξασφάλιση ενός δανείου. Η αξία ενός συγκεκριμένου ακινήτου ορίζεται ως το συνολικό ποσό που κάποιο άτομο διατίθεται να πληρώσει για να εξασφαλίσει τη μεταβίβαση όλων των συμφερόντων που σχετίζονται με όλα αυτά τα δικαιώματα.

Σύμφωνα με τη φύση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, διακρίνονται δύο κατηγορίες ακινήτων: ιδιόκτητα και μη ιδιόκτητα ακίνητα¹. Ένα ιδιόκτητο ακίνητο παρέχει στον ιδιοκτήτη την άμεση απόλαυση των δικαιωμάτων του. Ένα μη ιδιόκτητο ακίνητο, από την άλλη πλευρά, δεν εκχωρεί το δικαίωμα ιδιοκτησίας μέχρι κάποια στιγμή στο μέλλον, αντιπροσωπεύοντας ένα μελλοντικό περιουσιακό στοιχείο. Προφανώς, οι

¹ Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. (2005).

δανειστές και οι επενδυτές λαμβάνουν έντονα υπόψη τη φύση του ακινήτου όταν πρόκειται για δανεισμό ή αγορά αντίστοιχα. Με βάση την οριστικότητα της διάρκειάς του, τα ιδιόκτητα ακίνητα χωρίζονται σε δύο υποκατηγορίες²: απεριόριστου ισόβιου δικαιώματος κατοχής και μισθωτά. Ένα ακίνητο απεριόριστου ισόβιου δικαιώματος κατοχής, όπως μαρτυρά και ο τίτλος, διαρκεί για μία αόριστη χρονική περίοδο, χωρίς να υπόκειται, δηλαδή, σε συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης, σε αντίθεση με ένα μισθωμένο ακίνητο. Εκτός από την τεχνική αυτή διαφορά, ένα ακίνητο απεριόριστου ισόβιου δικαιώματος συνεπάγεται την κατοχή του από τον ιδιοκτήτη, ενώ ένα μισθωμένο ακίνητο μόνο το δικαίωμα κατοχής και χρήσης του περιουσιακού στοιχείου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα μη ιδιόκτητα ακίνητα χωρίζονται σε ανταποδοτικά και σε ακίνητα ψιλής κυριότητας. Η ανταπόδοση υφίσταται όταν ο κάτοχος του περιουσιακού στοιχείου μεταβιβάζει την κυριότητα του ακινήτου σε ένα άλλο άτομο, το οποίο κατέχει λιγότερα ιδιοκτησιακά δικαιώματα από το αρχικό, και διατηρεί για τον ιδιοκτήτη ή τους κληρονόμους του το δικαίωμα να επανακτήσει την πλήρη κυριότητα στο μέλλον. Ένα ανταποδοτικό περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί ή να υποθηκευθεί διότι αποτελεί πραγματική ιδιοκτησία επί του ακινήτου. Η ψιλή κυριότητα υφίσταται όταν ο ιδιοκτήτης με τα λιγότερα ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί του παρόντος ακινήτου από ότι επί του ιδίου ακινήτου, μεταβιβάζει σε τρίτο άτομο το δικαίωμα ανταπόδοσης που ο ιδιοκτήτης ή οι κληρονόμοι του θα είχαν μετά τη λήξη της περιουσίας του δικαιούχου. Η ψιλή κυριότητα αποτελεί τη μελλοντική ιδιοκτησία του δικαιούχου και είναι υποθηκεύσιμη.

Η αγορά ακινήτων έχει κάποια μοναδικά χαρακτηριστικά, τα οποία επηρεάζουν την αξία των ακινήτων και τα κάνουν να ξεχωρίζουν από οποιοδήποτε άλλο προϊόν αγοραπωλησίας. Τα χαρακτηριστικά αυτά διακρίνονται σε φυσικά και οικονομικά χαρακτηριστικά³. Τα φυσικά χαρακτηριστικά της γης αντιπροσωπεύουν την άφθαρτη φύση της, την ακινησία και την ανομοιογένεια. Η άφθαρτη φύση της συνεπάγεται ότι η γη έχει μεγάλη διάρκεια και δεν μπορεί να καταστραφεί. Μπορεί μεν να πληγεί από καταιγίδες και άλλες φυσικές καταστροφές, αλλά παραμένει και υφίσταται τις αλλοιώσεις από την επίδραση των καιρικών συνθηκών για πάντα. Επίσης, η γη δεν μπορεί να μετακινηθεί, οπότε παραμένει ακίνητη. Ακόμα και όταν αφαιρούνται

² Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. (2005)

³ McGiveron Th., Real Estate Characteristics., www.ezinearticles.com

ποσότητες χρώματος από το έδαφος, η επιφάνεια της Γης θα συνεχίσει να υπάρχει για πάντα. Το χαρακτηριστικό της ακινησίας αποτελεί τον κύριο λόγο που το θεσμικό πλαίσιο και η αγορά ακινήτων έχει τοπικό χαρακτήρα. Η ανομοιογένεια της γης συνεπάγεται ότι κάθε τμήμα της είναι εντελώς διαφορετικό από τα υπόλοιπα. Δύο τμήματα γης μπορεί να παρουσιάζουν ομοιότητες, αλλά κάθε ξεχωριστό κομμάτι διαφέρει γεωγραφικά διότι βρίσκεται σε διαφορετικό σημείο.

Τα οικονομικά χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την αξία είναι η σπανιότητα, οι βελτιώσεις, η μονιμότητα και η προτίμηση περιοχής. Η σπανιότητα σχετίζεται με την προσφορά εκτάσεων γης, η οποία περιορίζεται από το μέγεθος των υφιστάμενων εκτάσεων που δεν μπορεί να αυξηθεί. Βελτιώσεις, όπως είναι τα κτίρια, μπορεί να έχουν κάποια επίδραση στην αξία όμορων οικοπέδων ή ακόμα και σε ολόκληρη κοινότητα. Εάν, παραδείγματος χάρη, μία μεγάλη επιχείρηση χτίσει σε μία αναπτυσσόμενη γειτονιά, η αξία ζωής εκεί πιθανόν να αυξηθεί εξαιτίας της δημιουργίας θέσεων εργασίας. Η μονιμότητα έχει να κάνει με τις υποδομές. Όσο κτίρια, κατοικίες ή άλλες κατασκευές κατεδαφίζονται, οι υποδομές, όπως οι υπόνομοι, η αποχέτευση, ο ηλεκτρισμός και η υδροδότηση παραμένουν ανέπαφες. Η μονιμότητα επηρεάζει την αγορά ακινήτων ή το είδος των υποδομών. Εάν αγορασθεί ένα οικόπεδο σε μία περιοχή χωρίς επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, αποχέτευση ή πεζόδρομους, είναι πιθανόν να αξίζει λιγότερο από τμήματα γης που διαθέτουν ανεπτυγμένες υποδομές. Η προτίμηση περιοχής αναφέρεται στην επιλογών των ανθρώπων για μία συγκεκριμένη περιοχή, η οποία προκαλεί την άνοδο των τιμών κατοικιών.

Οι αγορές των ακινήτων χαρακτηρίζονται από ετερογένεια, αποτελούμενες από γεωγραφικές και κλαδικές αγορές, που δεν διαθέτουν μια κεντρική αγορά συναλλαγών. Επίσης, οι αγορές ακινήτων χαρακτηρίζονται από σποραδικότητα συναλλαγών, διαδικασίες διαπραγμάτευσης τιμών, τεράστια κόστη συναλλαγών και ακαμψία προσφοράς. Σε αντίθεση με τις χρηματιστηριακές και άλλες οικονομικές αγορές, στις αγορές ακινήτων δεν διαμορφώνονται καθαρές αγοραίες τιμές. Οι διαφορές στις χρηματοπιστωτικές δομές, στο θεσμικό πλαίσιο, στη φορολογική συμπεριφορά και η χρήση των ακινήτων ως εμπράγματα εξασφάλιση περιπλέκουν τις διεθνείς συγκρίσεις.

Σε πολλές χώρες, μη ισόρροπη ανάπτυξη στις τιμές των ακινήτων θεωρείται ότι επιφέρει καταπόνηση και μακροοικονομικές ανισορροπίες στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτό αφορά όχι μόνο την ανάπτυξη των αγορών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως οι χρηματιστηριακές αγορές, αλλά και την ανάπτυξη στις αγορές ακινήτων. Βασικό στοιχείο των αγορών αυτών αποτελεί η ραγδαία αύξηση των τιμών, συχνά υποκινούμενη από επεκτατικές νομισματικές πολιτικές ή από μεγάλες κεφαλαιακές εισροές, και η επακόλουθη οξεία ύφεση, η οποία έχει καθοριστικές συνέπειες στην αξία των εξασφαλίσεων και στην αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συχνά δεν επηρεάζεται μόνο άμεσα αλλά και έμμεσα, μέσω της επιδείνωσης της οικονομικής θέσης των πελατών, ιδιαίτερα των εταιρειών ακινήτων και των νοικοκυριών.

Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων αποτελούν ανταλλαγές αξιών μεταξύ των ιδιοκτητών ακινήτων διαφόρων μορφών (οικοπέδων, κτιρίων κ.λπ.) και των αγοραστών που προσφέρουν την αντίστοιχη αξία. Γενικά, ο όρος *συναλλαγή* εμπεριέχει την έννοια του εμπορίου, της ανταλλαγής και της μεταβίβασης της αξίας. Απαραίτητη προϋπόθεση για την πραγματοποίηση μιας συναλλαγής στην αγορά ακινήτων, όπως και οποιουδήποτε άλλου αγαθού ή υπηρεσίας, αποτελεί η αξία του υπό εξέταση ακινήτου από τον ενδιαφερόμενο αγοραστή να μην είναι μικρότερη από αυτή που θα δεχτεί ο ιδιοκτήτης του. Η διαδικασία της συναλλαγής παίζει σημαντικό ρόλο στην ολοκλήρωση συναλλαγών ακινήτων λόγω της αξίας και της πολυπλοκότητας της φύσης του ακινήτου. Για το λόγο αυτό, η ανάλυση των ατομικών συναλλαγών αποτελεί τη βάση για την κατανόηση των διεθνών επενδύσεων στον τομέα των ακινήτων.

Η παραδοσιακή μικροοικονομική ανάλυση εστιάζει στην πράξη της συναλλαγής παρά στις διαδικασίες που αυτή περιλαμβάνει. Επομένως, δεν εστιάζει σε όλες τις συναλλαγές αλλά μόνο σε αυτές που αντιπροσωπεύουν τη συμπεριφορά της αγοράς. Θεωρεί μικρής σημασίας τις «επικουρικές» συναλλαγές, οι οποίες, συνήθως, σημειώνονται εντός μιας επιχείρησης, ενός οργανισμού ή ενός νοικοκυριού. Επειδή οι συναλλαγές που περιλαμβάνουν δικαιώματα ιδιοκτησίας, τα οποία συνεπάγονται ροή εσόδων, είναι περίπλοκες, η ολοκλήρωσή τους δεν εξαλείφει τον κίνδυνο το αναμενόμενο μακροχρόνιο αποτέλεσμα να μην επιτευχθεί. Η συναλλακτική διαδικασία θα πρέπει να ενσωματώνει μια κατάλληλη αξιολόγηση των μελλοντικών

αυτών αβεβαιοτήτων. Αν και η ολοκλήρωση μιας συναλλαγής πώλησης ή αγοράς ενός ακινήτων είναι σημαντική, δεν είναι το ίδιο ουσιαστική για την κατανόηση της συναλλακτικής συμπεριφοράς του αγοραστή όσο η συναλλακτική διαδικασία. Το άθροισμα δεδομένων που αφορούν συναλλαγές ακινήτων μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη εντύπωση σχετικά με την «ομοιομορφία της σκέψης» και δραστηριότητας των συμμετεχόντων στην αγορά⁴.

Η αξία του υπό εξέταση ακινήτου, το οποίο αποτελεί αντικείμενο της συναλλαγής, είναι μια από τις πρωταρχικές ρήτρες ενός συμβολαίου αγοραπωλησίας. Στην περίπτωση αστικής γης και κτιρίων, η αξία αυτή αντανakλά την κερδοφορία από την αναμενόμενη χρήση του και την ισχύ και τη διάρκεια του δικαιώματος της αποκλειστικής απόλαυσης που συνεπάγεται η χρήση αυτή. Ένας ιδιοκτήτης κατέχει δικαιώματα που περιλαμβάνουν:

- υλική κατοχή της γης,
- δικαίωμα απόκτησης εισοδήματος από τη χρήση της, και
- δικαίωμα πώλησης ή μεταβίβασης όλων ή τμήματος των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και διατήρησης της αξίας της μεταβίβασης αυτής.

Τα δικαιώματα αυτά αντιπροσωπεύουν τα οφέλη που σχετίζονται με τη γη και τα κτίρια μιας συγκεκριμένης χωρικής τοποθεσίας, καθώς και τα ενσωματωμένα βάρη αυτών.

⁴ Commons (1934).

1.2 Εκτίμηση της αξίας των ακινήτων

Η εκτίμηση της εμπορικής αξίας ενός ακινήτου προς πώληση ή αγορά βασίζεται, κυρίως στην ανάλυση προηγούμενων συγκρίσιμων συναλλαγών, αν και ο υπολογισμός της γενικής κατάστασης των αγορών ακινήτων βασίζεται σε αθροιστικά δεδομένα συναλλαγών. Κατά την αξιολόγηση γης ή κτιρίων, οι εκτιμητές στηρίζονται σε μεθόδους μαθηματικά «μη αυστηρές», οι οποίες, όμως, είναι ευρέως αποδεκτές από τους επαγγελματίες συναδέλφους τους, ενσωματώνοντας στις εκτιμήσεις τους ποιοτικούς παράγοντες που σχετίζονται με φυσικά χαρακτηριστικά, όπως η ελκυστικότητα του ακινήτου ή η δημοτικότητα της τοποθεσίας. Ενσωματώνουν, επίσης, τους όρους των δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας που αξιολογούν και, όταν κρίνεται σκόπιμο, την εκτίμηση της πραγματοποίησης πιθανής αλλαγής στη χρήση με στόχο το μέγιστο όφελος. Αυτά τα μη φυσικά χαρακτηριστικά μπορούν να παρομοιασθούν με «κανόνες παιχνιδιού», οι οποίοι περιλαμβάνουν, εκτός από τους επίσημους κανόνες, και ανεπίσημες πρακτικές, μόδες και εμπειρικούς κανόνες.

Οι μέθοδοι εκτίμησης στηρίζονται σε συμβάσεις επαγγελματιών που περιλαμβάνουν εμπειρικούς κανόνες, τροποποιημένους ως αντίδραση στις μεταβολές της αγοράς. Οι εμπειρικοί κανόνες είναι σκόπιμοι αλλά επιλεκτικοί, παρέχοντας διευκολύνσεις σε βάρος της αντικειμενικής αυστηρότητας και ανοιχτοί σε πολλά από τα κοινά λάθη υποκειμενικών συμπερασμάτων. Οι εκτιμητές τείνουν να εστιάζουν την προσοχή τους σε παράγοντες που θεωρούν ότι είναι σημαντικά εκτός των συνηθισμένων για το είδος, την τάξη και την τοποθεσία του υπό εκτίμηση ακινήτου. Σε οικείες αγορές λαμβάνουν ως δεδομένο κανόνες, οι οποίοι επηρεάζουν ομοίως όλες τις συναλλαγές παρόμοιων τύπων ακινήτων της ίδιας αγοράς. Οι ατομικές συναλλαγές επιδέχονται περιεκτική αντικειμενική ανάλυση, περιλαμβάνοντας τους εμπειρικούς κανόνες που χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση, μόνο εάν αναπτύσσονται βάσει μιας γνωστής αιτίας (*cause célèbre*).

Παρά τις διαφορές μεταξύ των συγκεντρωτικών προσεγγίσεων των κλασικών οικονομικών και των συγκριτικών προσεγγίσεων των εκτιμητών, μοιράζονται την υπόθεση ότι το πλαίσιο των κανόνων, των συμβάσεων, των πρακτικών και των τάσεων που απαρτίζουν παρόμοιες συναλλαγές είναι σχεδόν σταθερό. Αυτή η

υπόθεση είναι ευρέως έγκυρη, εάν η συναλλαγή λαμβάνεται υπόψη περισσότερο ως γεγονός παρά ως διαδικασία. Οι κανόνες που σχετίζονται με τις συναλλαγές ακινήτων είναι πολύ πιο περίπλοκοι από άλλες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών, ώστε η πραγματοποίηση πλήρους ανάλυσης κάθε συναλλαγής θα ήταν ανέφικτη. Στις αγορές όπου οι κανόνες χαρακτηρίζονται από διαφάνεια, ευρωστία, σταθερότητα και οικειότητα, η επιρροή όλων των μεταβλητών των κανόνων είναι σχετικά προβλέψιμη και ικανή να αντανakλασθεί στους όρους της συναλλαγής.

1.2.1 Είδη αξιών ακινήτων

Τα βασικότερα είδη των αξιών ακινήτων παρουσιάζονται παρακάτω⁵.

- Αγοραία αξία (market value) – Εύλογη αξία (fair value): Είναι το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο μια ιδιοκτησία θα μπορούσε να ανταλλαγεί, κατά την ημερομηνία της εκτίμησης, μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, σε μια συναλλαγή εντός των πλαισίων της αγοράς, μετά από κατάλληλη προώθηση, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν το καθένα ενεργήσει με επίγνωση, σφροσύνη και χωρίς εξαναγκασμό. Η εύλογη αξία είναι λογιστική έννοια που εμπεριέχεται στα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) συνώνυμη της αγοραίας αξίας. Εφαρμόζεται, συνήθως, στα επενδυτικά ακίνητα.
- Αξία με βάση την υψηλότερη και καλύτερη χρήση (highest and best use value): Είναι συνώνυμη με την αγοραία αξία. Η υψηλότερη και καλύτερη χρήση καθορίζεται ως η πιθανότερη χρήση μιας ιδιοκτησίας που είναι φυσικά δυνατή, κατάλληλα δικαιολογημένη, νομικά επιτρεπτή, οικονομικά εφικτή και που οδηγεί στην υψηλότερη αξία της ιδιοκτησίας που εκτιμάται.
- Αξία εν χρήσει (value in use): Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από τη συνεχόμενη χρήση ενός παγίου στοιχείου και από τη διάθεσή του στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του.

⁵ Κιοχός, Π. (2006).

McLean, A., Eldred, W. G. (2006).

- Αξία υπάρχουσας χρήσης (existing use value): Το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο μια ιδιοκτησία θα πρέπει να ανταλλάσσεται κατά την ημερομηνία της εκτίμησης, βασισμένη στη συνέχιση της υπάρχουσας χρήσης και υποθέτοντας ότι η ιδιοκτησία είναι κενή, μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, σε μια συναλλαγή εντός των πλαισίων της αγοράς, μετά από κατάλληλη προώθηση, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν το καθένα ενεργήσει με επίγνωση, σωφροσύνη και χωρίς εξαναγκασμό.

1.2.2 Βασικές μέθοδοι εκτίμησης

Η εκτίμηση της αξίας των ακινήτων γίνεται με τις παρακάτω μεθόδους⁶:

- Συγκριτική μέθοδος
- Μέθοδος κόστους αντικατάστασης
- Μέθοδος της κεφαλαιοποίησης ή προσόδου ή εισοδήματος
- Υπολειμματική μέθοδος
- Μέθοδος των κερδών

➤ Συγκριτική μέθοδος ή μέθοδος συγκριτικών στοιχείων

Η μέθοδος αυτή αποτελεί την κατ' εξοχήν προτιμητέα μέθοδο για την αποτίμηση της αγοραίας αξίας των ακινήτων. Πραγματοποιείται με βάση την εμπορική αξία ακινήτων παρόμοιων με το εκτιμώμενο. Στοιχεία της σύγκρισης αποτελούν τα χαρακτηριστικά του εκτιμώμενου ακίνητου, σε σχέση με εκείνα των συγκριτικών στοιχείων. Οι διαφορές ανάμεσα σε αυτά τα χαρακτηριστικά λαμβάνονται υπόψη για την αναγωγή της αξίας. Οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την αξιολόγηση των συγκριτικών στοιχείων είναι η θέση, η νομική ή συμβατική κατάσταση, ο κρίσιμος χρόνος, ο βαθμός φυσικής, τεχνικής και οικονομικής απαξίωσης, ο

⁶ Κιοχός, Π. (2006).

McLean, A., Eldred, W. G. (2006).

French, N. et al. (2003).

αριθμός των συγκριτικών στοιχείων, οι διαφορές μεταξύ συγκριτικών στοιχείων και στοιχείων εκτιμώμενου ακινήτου. Όλες οι αναγωγές καθορίζονται και εφαρμόζονται με τον ίδιο τρόπο για όλα τα ακίνητα μιας συγκεκριμένης κατηγορίας. Όσο περισσότερο ανόμοια είναι τα συγκριτικά στοιχεία σε σχέση με το εκτιμώμενο ακίνητο, τόσο μειώνεται η αξιοπιστία της συγκριτικής μεθόδου. Σε αυτή την περίπτωση κρίνεται απαραίτητη η χρήση και άλλων μεθόδων εκτίμησης.

Ο συσχετισμός της αξίας του ακινήτου γίνεται με φυσικές παραμέτρους, όπως η θέση, το εμβαδόν, η παλαιότητα, η ποιότητα κατασκευής, και με οικονομικές παραμέτρους, όπως η πρόσοδος και η απόδοση. Αρχικά πραγματοποιείται υπολογισμός της τιμής μονάδας και κατόπιν αποτιμάται ολόκληρο το ακίνητο. Βασική προϋπόθεση αποτελεί η μονάδα σύγκρισης να είναι ίδια για το εκτιμώμενο ακίνητο και τα συγκριτικά στοιχεία. Στην Ελλάδα, ως συγκριτικά στοιχεία λαμβάνονται συνήθως οι ζητούμενες τιμές.

➤ Μέθοδος κόστους αντικατάστασης

Η προσέγγιση κόστους βασίζεται στις αρχές της υποκατάστασης και της μακροχρόνιας ισορροπίας. Για την εκτίμηση της αξίας ενός ακινήτου με τη μέθοδο του κόστους αντικατάστασης, θεωρούμε ένα σενάριο κατασκευής ενός νέου κτιρίου που θα έχει την ίδια χρήση και θα είναι παρόμοιο με το προς εκτίμηση υπάρχον κτίριο σε ένα οικόπεδο. Σύμφωνα με την παραπάνω μέθοδο, η ζητούμενη αξία ενός ακινήτου προκύπτει αν στο υποθετικό συνολικό κόστος κατασκευής ενός νέου κτιρίου με τρέχουσες τιμές, στο οποίο συμπεριλαμβάνεται και το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος, προσθέσουμε την αξία γης. Στη συνέχεια αφαιρούμε την κατάλληλη συνολική απαξίωση (υποτίμηση) που υπέστη το προς εκτίμηση ακίνητο λόγω λειτουργικής παλαιότητας, ζημιών και άλλων ελλείψεων σε σχέση με το νέο θεωρητικό κτίριο. Με βάση τα όσα έχουμε αναφέρει, η αξία του προς εκτίμηση ακινήτου δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Αξία Ακινήτου} = \text{Αξία γης} + \text{Αξία νέου κτιρίου} - \text{Απαξίωση}$$

Δηλαδή, η αξία του προς εκτίμηση ακινήτου βρίσκεται εάν από το συνολικό κόστος κατασκευής του νέου κτιρίου, σε τρέχουσες τιμές, στο οποίο συμπεριλαμβάνεται το επιχειρησιακό και το εργολαβικό όφελος (κέρδος), αφαιρέσουμε τη συνολική αξία υποτίμησης (απαξίωσής) του και προσθέσουμε την αξία γης αυξημένη κατά την υπεραξία λόγω ύπαρξης του κτίσματος.

Τα κτίρια και ο εξοπλισμός τους με την πάροδο του χρόνου χάνουν μέρος της αξίας τους. Αυτό πραγματοποιείται σταδιακά. Η περίπτωση αυτή χαρακτηρίζεται ως υποτίμηση της αξίας του κτιρίου. Η μείωση της αξίας είναι αποτέλεσμα, όχι μόνο της φθοράς του κτιρίου που οφείλεται στο χρόνο και της λειτουργικής παλαίωσης, αλλά και της μειονεκτικής αρχιτεκτονικής μορφής λόγω των εκσυγχρονισμένων νέων κτιρίων της ίδιας χρήσης, καθώς επίσης και των οικονομικών μεταβολών. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται ο όρος απαξίωση για να περιγράψει αυτή τη διαδικασία.

➤ Μέθοδος κεφαλαιοποίησης ή εισοδήματος ή προσόδου

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται είτε για να εκτιμηθεί η αγοραία αξία των ακινήτων (ειδικά για ορισμένες κατηγορίες ακινήτων, όπως ξενοδοχεία, γραφεία, εμπορικά κέντρα, θέατρα κ.λπ.), είτε για να δώσει τη μεγαλύτερη απόδοση. Ουσιαστικά, βασίζεται στη μετατροπή ενός καθαρού εισοδήματος, που προέρχεται από τη χρήση κυριότητας ενός ακινήτου για ορισμένο χρονικό διάστημα, στην παρούσα αξία του ακινήτου. Η αποτίμηση της παρούσας αξίας εξαρτάται από το μελλοντικό καθαρό εισόδημα που αποδίδει το ακίνητο και από το συντελεστή κεφαλαιοποίησης ή προσόδου, που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή του καθαρού εισοδήματος σε κεφαλαιοποιημένη αξία.

Τα βασικά στοιχεία που απαιτούνται για τη εφαρμογή της μεθόδου είναι τα εξής:

- τα προβλεπόμενα έσοδα από τη χρήση ενός ακινήτου με βάση συγκρίσιμα έσοδα από παρόμοια περιουσιακά στοιχεία του τρέχοντος έτους και του παρελθόντος και μελέτη της τάσης του πληθωρισμού και της τοπικής αγοράς
- ένας χρονικός ορίζοντας n ετών
- τα έξοδα του κτιρίου
- η κατάλληλη μέθοδος κεφαλαιοποίησης
- το ποσοστό απομείωσης του ακινήτου
- η υπολειμματική αξία του ακινήτου μετά παρέλευση n ετών
- ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης του καθαρού εισοδήματος
- ένα μοντέλο υπολογισμού της παρούσας αξίας ενός ποσού που θα επενδυθεί σήμερα με επιτόκιο i ώστε να δώσει ένα συγκεκριμένο εισόδημα μετά από n χρονικές περιόδους.

➤ Υπολειμματική μέθοδος

Η μέθοδος της υπολειμματικής χρησιμοποιείται, κυρίως, για την εκτίμηση της αδόμητης γης. Εφαρμόζεται, όμως, και στην περίπτωση ερειπωμένου κτίσματος που απαιτεί μεγάλη ανακαίνιση ή αν η χρήση του δεν είναι βέλτιστη ή αν πρόκειται για εκτίμηση διατηρητέων κτιρίων που δεν βρίσκονται σε καλή κατάσταση ή στην περίπτωση ημιτελών κτιρίων.

Γενικά για την εφαρμογή της μεθόδου τα στάδια που πρέπει να εφαρμόσει ο εκτιμητής είναι:

- Μελέτη όλων των στοιχείων που αφορούν το προς εκτίμηση ακίνητο και πραγματοποίηση αυτοψίας.
- Προσδιορισμός της βέλτιστης αξιοποίησης της γης που πραγματοποιείται με την κατασκευή του θεωρητικού κτιρίου που έχει τις προδιαγραφές και τη χρήση των ακινήτων που υπάρχουν στην περιοχή.
- Προσδιορίζεται το κόστος κατασκευής του νέου κτιρίου.
- Προσδιορίζεται το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος.

- Γίνεται εκτίμηση του κόστους χρηματοδότησης του έργου.
- Προσδιορίζεται το κόστος κατασκευής.
- Με βάση τα στοιχεία της αγοράς ακινήτων εκτιμάται η τιμή πώλησης του ακινήτου και προσδιορίζονται έτσι τα έσοδα από την πώληση του. Συγκεκριμένα, στα διατηρητέα κτίρια παρουσιάζεται το πρόβλημα έλλειψης στοιχείων αντίστοιχων αγοροπωλησιών εφόσον υπάρχει σχετική ανομοιογένεια μεταξύ τους. Επομένως, ένα διατηρητέο ή ιστορικό κτίριο έχει μια αξία, η οποία συνήθως προσδιορίζεται αν διαθέτει ένα ορισμένο κεφάλαιο για ανακατασκευή του και αναπαλαίωση.

Η αγοραία αξία αυτών των ακινήτων προκύπτει αν μετά την ανακαίνιση του κτιρίου αφαιρεθούν από την τρέχουσα αξία του ακινήτου, όλα τα σχετικά με την αναπαλαίωση και ανακατασκευή έξοδα, το χρηματοοικονομικό κόστος, το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος. Δηλαδή, η αξία του ακινήτου στην κατάσταση που βρίσκεται, δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Αγοραία αξία} = \text{Αξία των συνολικών εξόδων από την πώληση} - \text{Συνολικά έξοδα αξιοποίησης} - \text{Χρηματοοικονομικό κόστος}$$

➤ Μέθοδος των κερδών

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε ειδικές κατηγορίες ακινήτων όπως ξενοδοχεία, εστιατόρια, κινηματογράφους, θέατρα, πρατήρια υγρών καυσίμων κ.λπ. Στις παραπάνω περιπτώσεις, το μίσθωμα που καταβάλλει ο εκμισθωτής μπορεί να αποτελείται από ένα σταθερό μηνιαίο ενοίκιο, το οποίο είναι ένα ποσοστό του κανονικού ενοικίου και ένα μεταβλητό ποσό, που είναι ποσοστό του τζίρου ενός επαγγελματικού χώρου. Το ποσοστό αυτό της συμμετοχής ποικίλει ανά ακίνητο.

Η προκύπτουσα αξία του προς εκτίμηση ακινήτου εξαρτάται κατά ένα μεγάλο ποσοστό από την ικανότητα δημιουργίας κερδών από τους ενοίκους των ακινήτων. Με κεφαλαιοποίηση του σύνθετου αυτού καθαρού εισοδήματος του ακινήτου μπορούμε να αποτιμήσουμε την αξία του με τους εξής υπολογισμούς:

- Ολικά έσοδα λειτουργίας.
- Έξοδα λειτουργίας του ακινήτου, στα οποία συμπεριλαμβάνεται και ο μισθός του χρήστη.
- Κόστος κεφαλαίου.

Το παραπάνω καθαρό εισόδημα κεφαλαιοποιείται, χρησιμοποιώντας έναν κατάλληλο συντελεστή κεφαλαιοποίησης.

1.3 Κόστη συναλλαγών

Τα οικονομικά του κόστους συναλλαγών φέρουν στην επιφάνεια κάποιες από τις υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η νεοκλασική μικροοικονομική ανάλυση. Κατ' αρχήν, γίνεται φανερό ότι οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνται χωρίς την πλήρη γνώση όλων των σχετικών παραγόντων και η συναλλακτική διαδικασία προξενεί κόστη με σκοπό να ξεπεράσει την έλλειψη πληροφοριών. Το κόστος που προκύπτει από τη διεξαγωγή συναλλαγών θεωρείται ως ένα είδος αναποτελεσματικότητας, που τα ορθολογικά άτομα ή εταιρείες θα ελαχιστοποιήσουν. Η ελλιπής γνώση της αγοράς είναι δεδομένη, προκαλώντας αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των αγαθών και υπηρεσιών και αυξάνεται εξαιτίας ελλείψεων σχετικών υπηρεσιών για το παρόν και ασυμμετρίας στη διάχυση της πληροφορίας μεταξύ των συμμετεχόντων στη συναλλαγή. Αυτή η έλλειψη πληροφόρησης δημιουργεί κόστη συναλλαγών.

Η υιοθέτηση της υπόθεσης (της «ορθόδοξης» μικροοικονομικής ανάλυσης), σύμφωνα με την οποία οι οικονομικές συναλλαγές είναι απαλλαγμένες από κόστη, οδηγείται αναπόφευκτα σε αμφισβήτηση από την εμπειρική ανάλυση των αγορών ακινήτων. Γενικά, το κόστος συναλλαγής είναι διακριτό και πρόσθετο στην αξία του ακινήτου και προκύπτει τη στιγμή που οι συναλλασσόμενοι φτάνουν στο σημείο επίσημης συμφωνίας της αξίας (ανακατανομή των πόρων)⁷. Οι οικονομολόγοι δεν έχουν καθορίσει ένα συνεπή ορισμό του κόστους συναλλαγής. Σύμφωνα με ένα στενό, κατά γενική ομολογία, ορισμό, το κόστος συναλλαγής είναι το κόστος αποκατάστασης μιας έλλειψης πληροφόρησης με σκοπό την ορθολογική κατανομή των πόρων. Ευρύτεροι ορισμοί θεωρούν το κόστος συναλλαγής ως τη διαφορά μεταξύ του συνολικού κόστους μιας συναλλαγής και της τιμής των πόρων που προκύπτουν από τη συναλλαγή. Σε γενικούς όρους, το κόστος συναλλαγής περιλαμβάνει:

- έρευνα και συλλογή πληροφοριών (προς ελαχιστοποίηση της αβεβαιότητας),
- διαπραγμάτευση και κατάρτιση συμφωνιών,
- ασφάλιση και δέσμευση (για την αντιστάθμιση του κινδύνου),

⁷ Wallis, J.J., North, D.C. (1986).

- αναγνώριση των κανονιστικών περιορισμών που μπορεί να αυξήσουν ή να μειώσουν την αξία μιας ροής εισοδήματος.

Παρόλα αυτά, δεν περιλαμβάνει όλα τα επιμέρους κόστη που σχετίζονται με μια συναλλαγή. Για παράδειγμα, οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων αποτελούν συγκεκριμένο στόχο φορολογικών επιβαρύνσεων, οι οποίες δεν αποτελούν κόστη συναλλαγών. Όμως, τα κόστη που προκύπτουν κατά την ελαχιστοποίηση του βάρους αυτών των αμοιβών και φόρων μπορούν να χαρακτηρίζονται ως κόστη συναλλαγών. Κατά γενικό κανόνα, οι οικονομολόγοι σπάνια αναφέρουν τις θεσμικές επιπτώσεις των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, προτιμώντας να υιοθετούν την παραδοχή ότι εάν μια συναλλαγή πραγματοποιείται, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας είναι επαρκή για να επιτρέψουν την ανταλλαγή αξίας⁸.

Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων είναι αναπόφευκτα δαπανηρές. Ακόμα και σε «ανοιχτές» και «σταθερές» αγορές, τα κόστη των συναλλαγών παραμένουν ιδιαίτερα υψηλά. Οι ατέλειες των ακινήτων ως επένδυση περιλαμβάνουν εμφανείς φυσικούς παράγοντες, όπως είναι η αδιαιρετότητα και η ακινησία, καθώς και ατέλειες που σχετίζονται με τα θεσμικά χαρακτηριστικά και έχουν ουσιαστική επιρροή στη ρευστότητά τους ως περιουσιακό στοιχείο ή ως επένδυση. Σε αυτούς τους παράγοντες συμπεριλαμβάνονται και η μορφή και εφαρμογή των κανόνων που καθορίζουν την αξία του ακινήτου, όπως η θεσμική φύση της αγοράς ακινήτων, η αυστηρότητα με την οποία εφαρμόζονται οι κανόνες μέσα σε αυτή, η επιρροή των εξωθεσμικών παραγόντων που επηρεάζουν τη χρήση και την εκμετάλλευση, η αβεβαιότητα σχετικά με τον ορισμό και την ερμηνεία των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που αφορούν ένα ακίνητο, οι απαραίτητες νομικές απαιτήσεις για την επισημοποίηση μιας συναλλαγής, ο απαιτούμενος χρόνος, η ασφάλεια και διάρκεια της ροής εισοδήματος, η ελλιπής και ασύμμετρη πληροφόρηση των δύο μερών της συναλλαγής.

⁸ Alchian, A.A. (1977).

Barzel, Y. (1997).

Cheung, S. (1983).

Η ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων αποτελεί μια ακολουθία συναλλαγών και οιονεί συναλλαγών, οι οποίες καταλήγουν στην απελευθέρωση και λήψη της λανθάνουσας αξίας, πάνω από την αξία που αναλογεί στην υπάρχουσα χρήση. Η συναλλακτική διαδικασία που επιβάλλει αυτή η ακολουθία είναι θεσμικά πολύπλοκη. Από την πλευρά του πιθανού αγοραστή του ακινήτου προς ανάπτυξη, η συναλλακτική ακολουθία αποτελείται κυρίως από:

- προσδιορισμό της δυνητικής αξίας,
- απόκτηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας του ακινήτου,
- εξασφάλιση άδειας χρήσης της γης,
- απελευθέρωση της δυνητικής αξίας με την προσθήκη κεφαλαίου,
- διαμόρφωση της αξίας προς ανάπτυξη.

Όλα τα στάδια σε αυτή την ακολουθία εμπεριέχουν κινδύνους και αβεβαιότητες, οι οποίες αποτελούν ποσοστά της ακρίβειας, αξιοπιστίας, συνάφειας και πληρότητας των διαφόρων πηγών πληροφοριών που επηρεάζουν την αναπτυξιακή διαδικασία και το σχηματισμό της λανθάνουσας αξίας.

Οι εξαγορές, αν και χαρακτηρίζονται από υψηλές αξίες, διαδικαστικά είναι σχετικά απλές. Αντίθετα, οι κατασκευαστικές διαδικασίες εμπεριέχουν πλήθος σχετικά χαμηλής αξίας συναλλαγών, που κατανέμονται σε μια αρκετά διατεταγμένη ακολουθία. Αποτελούνται, δε, από πληθώρα ατομικών συναλλαγών, εντός σχετικά μακρού χρονικού διαστήματος, ενσωματώνοντας ιδιαιτερότητες των περιουσιακών στοιχείων, ασυμμετρία πληροφοριών, οι οποίες κάνουν την κατασκευαστική φάση δύσκολη και σχετικώς αναποτελεσματική. Η τελική αξία διαμορφώνεται από τη χρήση ή τη διάθεση. Η χρήση διαμορφώνει την αξία ως ροή παροχών, είτε μέσω διάθεσης μέρους της ιδιοκτησίας είτε μέσω άμεσης διαχείρισης. Η διάθεση της ιδιοκτησίας του ακινήτου διαμορφώνει την αξία ως κεφαλαιακή πληρωμή.

Το κόστος συναλλαγών λαμβάνει πολλές φορές τη μορφή επαγγελματικών αμοιβών. Ακόμα και η απλή αγορά εμπεριέχει σημαντικές νομικές και μεσιτικές αμοιβές. Η κατασκευή ενός ακινήτου συνεπάγεται επιπρόσθετα τέτοια κόστη, όπως αμοιβές αρχιτεκτόνων, μηχανικών, επιθεωρητών, τα οποία ανέρχονται συνήθως στο 5-15% της τελικής αξίας του ακινήτου μετά την ολοκλήρωση της κατασκευής.

1.4 Βασικές έννοιες στη χρηματοδότηση των ακινήτων

Η χρηματοδότηση αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο στις επενδύσεις ακινήτων. Δάνεια κτηματικής πίστης καλούνται οι χρηματικές πιστώσεις που δίνονται για την απόκτηση εμπραγμάτων δικαιωμάτων επί ακινήτων εν γένει. Τα δάνεια κτηματικής πίστης διακρίνονται σε στεγαστικά δάνεια κατοικίας, δάνεια επαγγελματικής στέγης και λοιπά κτηματικά δάνεια π.χ. αγροτικά, βιομηχανικά κ.λπ. Τα στεγαστικά δάνεια αποτελούν τη συνηθέστερη περίπτωση δανείων κτηματικής πίστης και χορηγούνται για την κάλυψη στεγαστικών αναγκών του δανειολήπτη εν γένει. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον ορισμό του στεγαστικού δανείου στην Ευρωπαϊκή συμφωνία Εθελοντικού Κώδικα Συμπεριφοράς κατά την προσυμβατική Ευθύνη για στεγαστικά δάνεια⁹, ως στεγαστικό δάνειο νοείται *η πίστωση που χορηγείται σε καταναλωτή για την απόκτηση ή τη διαμόρφωση ιδιωτικού ακινήτου, του οποίου είναι ιδιοκτήτης ή το οποίο σκοπεύει να αγοράσει και εξασφαλίζεται, είτε με υποθήκη σε ακίνητο είτε με ασφάλεια που χρησιμοποιείται συνήθως για το σκοπό αυτό σε κράτος-μέλος.*

Ανάλογα με το είδος της ασφάλισης του πιστωτικού κινδύνου του δανείου η συνομολόγηση αναφέρεται σε¹⁰:

- Δάνεια που ασφαρίζονται με προσημείωση. Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση (δηλαδή ιδιωτικό έγγραφο) και η εξασφάλιση του δανείου γίνεται με την έκδοση δικαστικής απόφασης (διαδικασία ασφαλιστικών μέτρων) με τη οποία παρέχεται η άδεια εγγραφής προσημείωσης στο υποθηκοφυλακείο ή κτηματολογικό γραφείο. Η προσημείωση έχει ποσό εγγραφόμενης αξίας μεγαλύτερο του ποσού του δανείου κατά 20% έως 50% ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.
- Δάνεια που ασφαρίζονται με υποθήκη. Συνάπτεται συμβολαιογραφική δανειακή σύμβαση (δηλαδή συμβολαιογραφικό έγγραφο) και με την σύμβαση αυτή εγγράφεται υποθήκη στο υποθηκοφυλακείο ή κτηματολογικό γραφείο. Η υποθήκη έχει ποσό εγγραφόμενης αξίας μεγαλύτερο του ποσού του δανείου

⁹ Σκουλούδης, Ζ. (1999).

¹⁰ Groppelli, A., Nikbakht, E. (2002).

κατά 10% έως 30%, ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.

- Δάνεια που ασφαρίζονται με ενέχυρο επί κινητών αξιών (cash collateral). Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση και η σύσταση του ενέχυρου γίνεται με πρόσθετη ειδική σύμβαση «Συστάσεως Ενέχυρου».
- Δάνεια που ασφαρίζονται με εγγυητική επιστολή Τράπεζας. Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση και προσκομίζεται εγγυητική επιστολή Τραπεζής
- Δάνεια που ασφαρίζονται με ατομική εγγύηση. Στη δανειακή σύμβαση συμβάλλεται και ο εγγυητής, ο οποίος εγγυάται ως πρωτοφειλέτης την ομαλή αποπληρωμή του δανείου παραιτούμενος της ενστάσεως της διζήσεως, της ενστάσεως της διαιρέσεως και επίσης των ενστάσεων εκ των άρθρων 850, 851, 852, 853, 856, 861, 862, 863, 864, 866, 867 και 868 του Αστικού Κώδικα¹¹.

Γενικά, όταν οι επενδυτές επιθυμούν να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση, συνήθως ενεχυριάζουν ή υποθηκεύουν την ιδιοκτησία του ακινήτου ως όρο για τη χορήγηση του δανείου και, σε πολλές περιπτώσεις δε, ακόμα και ίδια περιουσιακά στοιχεία. Κατά τη χρηματοδότηση της αγοράς ενός ακινήτου με δάνειο εμπράγματων εξασφαλίσεων, ο αγοραστής δανείζεται, συνήθως, κεφάλαια από ένα θεσμικό δανειστή, όπως π.χ. ένας οργανισμός αποταμίευσης και δανεισμού, μία τράπεζα αποταμιεύσεων, μία εμπορική τράπεζα ή μία ασφαλιστική εταιρεία, για την αγορά του ακινήτου. Όταν τα χορηγούμενα κεφάλαια προορίζονται επισήμως για την απόκτηση ακινήτου, το ακίνητο αυτό χρησιμοποιείται ως εμπράγματη εξασφάλιση για το δάνειο και, συνεπώς, ένα τέτοιου είδους δάνειο θεωρείται από τους δανειστές ασφαλές.

Κατά γενική έννοια, μία υποθήκη δημιουργείται κατά τη διάρκεια μιας συναλλαγής, όπου η μία πλευρά ενεχυριάζει ένα ακίνητο στην άλλη πλευρά ως εμπράγματη εξασφάλιση της υποχρέωσης¹². Ένα χρεωστικό γραμμάτιο εκτελείται κανονικά ταυτόχρονα με την υποθήκη. Το γραμμάτιο δημιουργεί την υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου σύμφωνα με συγκεκριμένους όρους και εξασφαλίζεται με την υποθήκη,

¹¹ Σκουλούδης, Ζ. (1999).

¹² Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. (2005).

δηλώνοντας το χρέος και καθιστώντας το δανειολήπτη ικανό για την υποχρέωση. Η υποθήκη είναι ένα ξεχωριστό έγγραφο, το οποίο ενεχυριάζει το συγκεκριμένο ακίνητο ως εμπράγματα εξασφάλιση του δανείου. Εάν ο δανειστής είναι απόλυτα βέβαιος ότι ο δανειζόμενος διαθέτει τα κατάλληλα περιουσιακά στοιχεία και θα τα διατηρήσει στο μέλλον, ώστε να ανταποκριθεί στην υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου, η υποθήκη δεν θα ήταν απαραίτητη.

Τα περισσότερα δάνεια εμπράγματων εξασφαλίσεων, σήμερα, αφορούν δανεισμό από οργανισμούς και παγιοποιούνται με επίσημα έγγραφα. Παρόλα αυτά, δεν απαιτείται κάποια συγκεκριμένη τυπική φόρμα υποθήκης. Τα απαραίτητα έγγραφα για μια έγκυρη υποθήκη αποτελούν μια δήλωση που εκφράζει καταλλήλως την πρόθεση των δύο πλευρών για τη δημιουργία της εμπράγματης εξασφάλισης του ακινήτου προς όφελος της υποθήκης και άλλα συνοδευτικά έγγραφα ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο της κάθε χώρας. Γενικά, τα απαραίτητα έγγραφα τείνουν να είναι:

- Κατάλληλη ταυτοποίηση του υποθηκευτή και του ενυπόθηκου δανειστή.
- Κατάλληλη περιγραφή του περιουσιακού στοιχείου που χρησιμοποιείται ως εμπράγματα εξασφάλιση.
- Συμβόλαια κατοχής και εγγύησης.
- Πρόβλεψη για την απελευθέρωση των δικαιωμάτων προικός.
- Οποιαδήποτε άλλη συμφωνία και συμβολαιογραφική πράξη.

Οι πιο σημαντικές ρήτρες που περιλαμβάνονται σε μία υποθήκη είναι οι εξής¹³:

- Κονδύλια για φόρους και ασφάλιση. Ο υποθηκευτής καταβάλλει ένα ποσό για το φόρο ακίνητης περιουσίας, την ασφάλιση πυρός, την ασφάλιση από ατυχήματα και τα ασφάλιστρα της υποθήκης, εάν τα απαιτήσει ο δανειστής, σε μηνιαίες δόσεις πριν την ημερομηνία καταβολής τους, εκτός εάν τέτοιου είδους πληρωμές απαγορεύονται από το νόμο. Ο σκοπός τη ρήτρας αυτής είναι να καταβάλει ο ενυπόθηκος δανειστής τα ποσά με χρήματα που του παρέχει ο υποθηκευτής όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες παρά να βασίζεται σε εκείνον για τις έγκαιρες πληρωμές.

¹³ Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. (2005).

- Επιβαρύνσεις και εμπράγματα εξασφαλίσεις. Ο υποθηκευτής καταβάλλει όλους τους φόρους, τις αξιολογήσεις, χρεώσεις και αξιώσεις που αφορούν το ακίνητο και έχουν προτεραιότητα στο πλαίσιο της υποθήκης. Ο σκοπός της ρήτηρας αυτής είναι να διαγραφεί η εμπράγματη εξασφάλιση, εάν οι αξιώσεις δεν πληρωθούν, αφού έχουν προτεραιότητα στην εξασφάλιση της υποθήκης.
- Ασφάλιση κινδύνου. Ο υποθηκευτής εξασφαλίζει και διατηρεί ασφάλιση ζημίας επί του ακινήτου από πυρκαγιά και άλλους κινδύνους, όπως ανεμοθύελλες, χαλάζι, έκρηξη και καπνό.
- Διαφύλαξη και διατήρηση του ακινήτου. Η ρήτρα αυτή υποχρεώνει τον υποθηκευτή να διατηρεί το ακίνητο σε καλή κατάσταση και να μη δρα με τρόπους που το φθείρουν, ώστε να μη βλάπτεται η αξία της παρακαταθήκης.
- Μεταβίβαση της ιδιοκτησίας ή του έννομου συμφέροντος του δανειολήπτη. Δίνει το δικαίωμα στον ενυπόθηκο δανειστή να αυξήσει το χρέος ή το επιτόκιο δανεισμού όταν το περιουσιακό στοιχείο ή τμήμα του μεταβιβασθεί χωρίς τη γραπτή συναίνεσή του.
- Δικαίωμα του δανειολήπτη για αποκατάσταση. Ο υποθηκευτής έχει το δικαίωμα αποκατάστασης των αρχικών όρων πληρωμής του γραμματίου αφού ο ενυπόθηκος δανειστής αυξήσει το χρέος.
- Μελλοντικές εξελίξεις. Ενώ η υποθήκη αναμένεται να περιλαμβάνει πάντα το συνολικό ποσό του χρέους που πρόκειται να εξασφαλίσει, αυτό το ποσό μπορεί να έχει χαρακτήρα πρόβλεψης του συνολικού χρέους που πραγματοποιείται σε δόσεις (όπως στην περίπτωση της υπό ανέγερση οικοδομής).
- Ρήτρα εξάρτησης. Ο πρώτος κάτοχος υποθήκης συμφωνεί να μετατραπεί η υποθήκη σε δευτερεύουσα σε σχέση με την υποθήκη ενός άλλου δανειστή.

1.5 Τιμές ακινήτων και οικονομική σταθερότητα

Ο τραπεζικός δανεισμός είναι η κύρια πηγή χρηματοδότησης των ακινήτων. Από τη μία πλευρά, απότομες πτώσεις των τιμών των ακινήτων μπορεί να οδηγήσουν σε μια μεγάλης κλίμακας υποβάθμιση της ποιότητας του ενεργητικού και της κερδοφορίας του τραπεζικού κλάδου, όπως, επίσης, να μειώσουν τη δανειοδοτική ικανότητα των τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, η στάση δανεισμού των τραπεζών έχει σημαντικές συνέπειες στις τιμές των ακινήτων. Η τραπεζική πίστη προς τους αγοραστές ακινήτων και τους κατασκευαστές μπορεί να αλλάξει την ισορροπία μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς και να προκαλέσουν διακυμάνσεις στις τιμές ιδιοκτησίας¹⁴.

1.5.1 Κίνδυνοι για τις τράπεζες

Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις επιδόσεις των τραπεζών. Ειδικότερα, πτώσεις στις τιμές των ακινήτων μπορεί να οδηγήσουν τον τραπεζικό τομέα σε δυσπραγία μέσω διάφορων «μηχανισμών», π.χ. μέσω αυξήσεων σε έξοδα διαχείρισης εκπρόθεσμων δανείων ακινήτων, είτε μέσω επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης των δανειοληπτών και των ίδιων των τραπεζών, είτε έμμεσα εξαιτίας συρρίκνωσης των οικονομικών συναλλαγών και της οικονομικής δραστηριότητας. Στις περισσότερες αναπτυγμένες χώρες, τα στεγαστικά δάνεια αντιπροσωπεύουν το ένα τρίτο, σε κάποιες χώρες μάλιστα περισσότερο από το ήμισυ, του συνόλου των τραπεζικών δανείων. Μειώσεις στις τιμές των ακινήτων συνεπάγονται χαμηλότερες αποδόσεις στον κλάδο των ακινήτων και ως εκ τούτου, τα στεγαστικά δάνεια είναι πιο πιθανό να αθετηθούν. Αυτό μειώνει την κερδοφορία του τραπεζικού δανεισμού και αυξάνει τα έξοδα ληξιπρόθεσμων δανείων.

Η πολυπλοκότητα του πιστωτικού κινδύνου αυξάνει, δεδομένης της χρήσης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Στις αγορές εμπορικών ακινήτων και στέγης, τα ενυπόθηκα δάνεια εξασφαλίζονται συχνά με το υποκείμενο ακίνητο. Ωστόσο, η χρήση

¹⁴ Hofmann, B. (2001).

Davis, C.E., Zhu, H. (2004).

ενός χαμηλού συντελεστή LTV (Loan to Value) δεν προστατεύει απαραίτητως τις τράπεζες από δανειακές απώλειες. Όταν οι τιμές των ακινήτων μειώνονται απότομα, ακόμη και συντελεστές που θεωρούνταν αρχικά πολύ συντηρητικοί, μπορεί να αποδειχθούν ανεπαρκείς. Η έκθεση των στεγαστικών δανείων στον πιστωτικό κίνδυνο εξαρτάται, επίσης, σε μεγάλο βαθμό από τη χρήση των εν λόγω δανείων. Τα ενυπόθηκα δάνεια κατοικίας θεωρούνται συνήθως πολύ ασφαλή, αφού ένα σπίτι μοιάζει περισσότερο με καταναλωτικό αγαθό και η αποπληρωμή τέτοιων δανείων συχνά προέρχεται από το εισόδημα του νοικοκυριού, το οποίο είναι σχετικά σταθερό. Αντίθετα, τα δάνεια προς παράγοντες οικοδομικής ανάπτυξης και κατασκευαστές για εμπορικούς σκοπούς είναι πολύ υψηλότερου κινδύνου. Η εξόφληση των δανείων αυτών υποστηρίζεται από τις τιμές πώλησης ή τα μισθώματα που προέρχονται από το ακίνητο, μετά την ολοκλήρωσή της. Μειώσεις στις τιμές των ακινήτων συνεπάγονται επιδείνωση της οικονομικής θέσης των παραγόντων της οικοδομικής δραστηριότητας και των κατασκευαστών. Ως εκ τούτου, δεν είναι σε θέση να δανειστούν νέα κεφάλαια που είναι απαραίτητα για την ολοκλήρωση του έργου. Όταν το υπό κατασκευή ακίνητο μένει ημιτελές, η αξία των εξασφαλίσεων προσεγγίζει το μηδέν και το εμπορικό στεγαστικό δάνειο θεωρείται υπό αθέτηση¹⁵.

Ο πιστωτικός κίνδυνος και η αλληλεπίδρασή του με τις οικονομικές πιέσεις γίνεται ακόμη πιο περίπλοκος κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις. Υπάρχει η άποψη ότι τα τραπεζικά κριτήρια δανεισμού επιτείνουν τις κυκλικές διακυμάνσεις. Οι τράπεζες τείνουν να υποτιμούν την πιθανότητα αθέτησης των δανείων που συνδέονται με υποθήκες ακινήτων σε μια απότομη άνοδο της αγοράς για διάφορους λόγους, συμπεριλαμβανομένων των κακών πρακτικών διαχείρισης κινδύνων, των ανεπαρκών δεδομένων και των στρεβλών κινήτρων που συνδέονται με το «δίκτυ ασφαλείας». Αυτή η «μυωπική καταστροφή»¹⁶, όπως ορίζεται από τους Herring και Wachter, μπορεί να αποτελέσει σημαντικό παράγοντα στη δημιουργία του πληθωρισμού στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και στις αυξήσεις του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών. Ακόμα μια ανησυχητική κατάσταση προκύπτει όταν μία τράπεζα ή ένα συγκεκριμένο

¹⁵ Στην πραγματικότητα, αυξήσεις των μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τομέα των επαγγελματικών ακινήτων έχουν συνεισφέρει σημαντικά σε μια σειρά τραπεζικών κρίσεων, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση στις αρχές της δεκαετίας του 1990 σε πολλές βιομηχανικές χώρες και η κρίση του 1997 στην ανατολική Ασία.

¹⁶ Herring, R., Wachter, S.. (1999).

είδος χρηματοπιστωτικού ιδρύματος παρουσιάζει εξαιρετικά υψηλή συγκέντρωση στον τομέα των ακινήτων¹⁷.

Εκτός από την επίδραση του πιστωτικού κινδύνου, πτώσεις στις τιμές των ακινήτων οδηγούν, επίσης, σε μείωση της κερδοφορίας της τράπεζας μέσω έμμεσων οδών. Κατά την καθοδική φάση της αγοράς ακινήτων, η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών αποδυναμώνεται, λόγω της αύξησης των παροχών και της μείωσης της αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων. Ως αποτέλεσμα, η δανειοδοτική ικανότητα των τραπεζών είναι περιορισμένη και αναπόφευκτα τα έσοδα από τόκους μειώνονται. Επιπλέον, καθώς η κατασκευαστική και δανειοδοτική δραστηριότητα συρρικνώνεται, τα έσοδα από τις εισφορές και τις προμήθειες των τραπεζών από συναλλαγές σχετικές με ακίνητα φθίνουν.

Ο Πίνακας 1.1 υπολογίζει τα μέσα επίπεδα κερδοφορίας των τραπεζών και τις ζημιές από προμήθειες δανείων κατά τη διάρκεια της ανοδικής και καθοδικής φάσης των αγορών ακινήτων σε διάφορες βιομηχανικές χώρες. Κατά μέσο όρο, τα κέρδη των τραπεζών σχεδόν μειώθηκαν κατά το ήμισυ και οι απώλειες εσόδων δανείου σχεδόν διπλασιάστηκαν κατά τα ζημιογόνα έτη. Αξιοσημείωτο παράδειγμα αποτελεί η Νορβηγία, όπου η απόδοση των τραπεζών επηρεάστηκε έντονα από της συνθήκες στην αγορά ακινήτων. Ομοίως, θεωρείται γενικά ότι η μεγάλη έκθεση του τραπεζικού κλάδου στον τομέα των ακινήτων και η κατάρρευση των τιμών της γης υπήρξαν το επίκεντρο των προβλημάτων των ιαπωνικών τραπεζών, συμβάλλοντας στην αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων του τραπεζικού τομέα και στη στρέβλωση των επιδόσεων της πραγματικής οικονομίας. Τυπικά παραδείγματα αποτελούν η Ισπανία στα τέλη του 1970 και τις αρχές του 1980, οι σκανδιναβικές χώρες στα τέλη του 1980, το Μεξικό στις αρχές του 1980 και μέσα 1990, η Ιαπωνία καθ' όλη την δεκαετία του '90 και η Ταϊλάνδη την περίοδο 1994-1997¹⁸.

¹⁷ Σύμφωνα με σχετικά θεσμικά όργανα των ΗΠΑ (Ενωση αποταμιεύσεων και δανείων, περιλαμβάνει κατασκευαστικές εταιρείες και τράπεζες διαχείρισης ταμειωτηρίων, ειδικεύεται στην αποδοχή καταθέσεων ταμειωτηρίου και την παροχή ενυπόθηκων και λοιπών δανείων) και του ιαπωνικού "Jusen", αυτή η συγκέντρωση ιδιοκτησίας υψηλού κινδύνου αποδείχθηκε πολύ επικίνδυνη και στις δύο περιπτώσεις. Η κατάρρευση των τιμών των ακινήτων εύκολα παρέσυρε τα εξειδικευμένα ιδρύματα και δημιούργησε συστημικό κίνδυνο για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών συστημάτων.

¹⁸ Hilbers, P. at al. (2001).

Πίνακας 1.1

Η κερδοφορία των τραπεζών σε διαφορετικά στάδια του κύκλου των ακινήτων 1979-2001

Χώρες	Απόδοση ιδίων κεφαλαίων %		Απόδοση ενεργητικού %		Δανειακές απώλειες (% των συνολικών δανείων)		Αριθμός ετών	
	Φάση ανόδου	Φάση καθόδου	Φάση ανόδου	Φάση καθόδου	Φάση ανόδου	Φάση καθόδου	Φάση ανόδου	Φάση καθόδου
Αυστραλία	12,44	9,61	1,27	0,85	-	-	9	7
Βέλγιο	12,22	12,31	0,37	0,36	0,32	0,62	15	6
Καναδάς	18,71	17,24	0,98	0,90	0,72	0,71	10	10
Φιλανδία	6,75	6,30	0,46	-0,02	0,41	0,23	15	8
Γαλλία	11,07	1,77	0,41	0,04	0,56	1,04	7	7
Γερμανία	10,86	12,74	0,51	0,60	0,63	0,87	12	11
Ιταλία	15,21	12,61	0,99	0,71	0,88	1,16	9	9
Ιαπωνία	17,67	-3,65	0,48	-0,13	0,06	0,70	13	10
Ολλανδία	16,34	14,41	0,73	0,51	-	-	15	8
Νορβηγία	15,13	-37,78	0,87	-0,72	0,24	2,47	14	8
Ισπανία	10,50	7,89	0,96	0,75	0,81	1,30	13	10
Σουηδία	15,82	11,53	0,86	0,60	0,49	0,15	12	11
Ελβετία	10,96	9,26	0,70	0,54	-	-	12	11
Ηνωμένο Βασίλειο	21,47	15,64	1,05	0,67	-	-	13	5
ΗΠΑ	17,03	16,02	1,34	1,12	0,90	0,87	14	9
Μέσος όρος	14,15	7,06	0,80	0,45	0,55	0,92		

Πηγή: OECD, BIS

Σημείωση: Η φάση ανόδου (καθόδου) αναφέρεται στα έτη που οι συνολικές πραγματικές τιμές των ακινήτων της χώρας αυξάνονται (μειώνονται).

1.5.2 Επιπτώσεις της διαχείρισης κινδύνου

Η διαχείριση του κινδύνου βρίσκεται στο επίκεντρο όλων των οικονομικών δραστηριοτήτων. Είναι ζωτικής σημασίας για τις οικονομικές ρυθμιστικές αρχές η ακριβής μέτρηση της έκθεσης των τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο και η βεβαίωση ότι αυτός ο κίνδυνος δεν απειλεί τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Λαμβάνοντας υπόψη το σημαντικό μερίδιο των στεγαστικών δανείων και των δανείων

που συνδέονται με υποθήκες ακινήτων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, οι τράπεζες θα πρέπει να έχουν μια σαφή εικόνα των επιπτώσεων των μεταβολών της αγοράς ακινήτων στους ισολογισμούς τους. Ωστόσο, εξαιτίας της έλλειψης αξιόπιστων δεδομένων και της ετερογένειας των αγορών ακινήτων, το έργο είναι συνήθως δύσκολο.

Η πρώτη δυσκολία προκύπτει από τις περιφερειακές και τομεακές ανισότητες (χορηγούνται με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, το ύψος του χρέους των νοικοκυριών και των επιβαρύνσεων από το χρέος διαφέρουν από χώρα σε χώρα). Οι αντίστοιχες αθετήσεις προσθέτουν ένα ακόμα στρώμα πολυπλοκότητας. Παρά το γεγονός ότι τα ενυπόθηκα δάνεια, κατά μέσο όρο, έχουν μικρότερη πιθανότητα αθέτησης, οι αθετήσεις συμβαίνουν συνήθως μαζικά, όταν μια εθνική αγορά εμπίπτει σε κρίση. Δεύτερη δυσκολία αποτελεί η σχέση μεταξύ της πιθανότητας αθέτησης (probability of default - PD) και των ζημιών σε περίπτωση αθέτησης (loss-given-default - LGD). Παρά τα περισσότερα μοντέλα πιστωτικού κινδύνου, εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι υπάρχει ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών. Η τελική διάσταση σχετίζεται με την πιθανότητα διαφοροποίησης στο εσωτερικό της χώρας. Οι διασυννοριακές επενδύσεις ακινήτων, που παραδοσιακά θεωρούνται στρατηγική για την επίτευξη συγκριτικού πλεονεκτήματος, έχουν αυξηθεί κατά την τελευταία δεκαετία. Ωστόσο, εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι παγκόσμιες εμπορικές αγορές ακινήτων έχουν καταστεί πιο ολοκληρωμένες από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, παρά το γεγονός ότι σημαντικό όφελος από τη διαφοροποίηση των παγκόσμιων αγορών κατοικιών εξακολουθεί να υφίσταται¹⁹.

¹⁹ Case B. et al. (2000).

1.6 Η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας

Η ανάπτυξη του τομέα της κατοικίας θεωρείται ευρέως ως αναπόσπαστο κομμάτι της οικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από το υψηλό ποσοστό της οικονομίας που καταλαμβάνει ο τομέας αυτός, η σημαντικότητά του προκύπτει, επίσης, από τις εξωτερικότητες και την επιρροή του στο κοινωνικό και πολιτικό κλίμα. Στις περισσότερες χώρες, και ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, η κατοικία αποτελεί ένα μεγάλο ποσοστό των δαπανών του νοικοκυριού και του συνολικού του εισοδήματος. Συνήθως, είναι το ακριβότερο περιουσιακό στοιχείο ενός νοικοκυριού. Είναι, επίσης, γνωστό ότι η παροχή των υπηρεσιών κατοικίας εξαρτώνται από ένα καλά οργανωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα. Επιπλέον, το χρηματοοικονομικό σύστημα της αγοράς κατοικίας διαχέει διάφορα οφέλη και στο γενικότερο χρηματοπιστωτικό σύστημα, με απώτερες συνέπειες στην οικονομική ανάπτυξη. Επομένως, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου η χρηματοδότηση της κατοικίας και η αγορά ενυπόθηκων εξασφαλίσεων μεταβάλλεται.

Τα κυριότερα ζητήματα της οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής, τα οποία προκύπτουν από επιτυχημένες μεταβολές, παρουσιάζονται από κάποιους οικονομολόγους ως εξής²⁰:

1.6.1 Κοινωνικές επιπτώσεις

Η δημιουργία κοινωνικής αξίας από την ιδιόκτητη κατοικία, όπως είναι η κοινωνική σταθερότητα, η λειτουργική γειτνίαση, η ανάπτυξη αστικής κοινωνίας, η μείωση της εγκληματικότητας και η γενική βελτίωση της ευημερίας, είναι ευρέως αναγνωρισμένη. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για την παροχή προσιτών κατοικιών για τα χαμηλότερα εισοδηματικά κλιμάκια καθώς και για την επίτευξη των αναγνωρισμένων στόχων της ισότητας και της κοινωνικής δικαιοσύνης. Οι ιδιοκτήτες κατοικιών συσσωρεύουν πλούτο καθώς μεγεθύνεται η επένδυση στο σπίτι τους, απολαμβάνουν καλύτερες συνθήκες διαβίωσης, εμπλέκονται συχνότερα στα κοινά και αποκτούν απογόνους που τείνουν να έχουν υψηλότερο μορφωτικό επίπεδο και σπανιότερη

²⁰ Bardhan, A.D., Barua, S. (2004).

ανάμειξη με εγκληματικές ενέργειες. Οι κοινωνίες επωφελούνται από τους φόρους ακίνητης περιουσίας που καταβάλλουν οι ιδιοκτήτες. Η ιδιοκτησία δημιουργεί γειτονιές με αίσθηση συλλογικότητας και ταυτότητας και η αξία της είναι τόσο χρηματική, όσο και ποιοτική²¹. Αν και το ποσοστό ιδιοκατοίκησης στις αναπτυσσόμενες χώρες είναι υψηλό²², η ποιότητα ενός μεγάλου τμήματος των κατοικιών απέχει πολύ από το επιθυμητό και πολλές από τις εξωτερικότητες δεν επιτυγχάνονται.

1.6.2 Πολλαπλασιαστικά οφέλη

Άμεσες νέες δαπάνες στον κατασκευαστικό τομέα ή σε οποιοδήποτε άλλο τομέα που σχετίζεται με την αγορά ακινήτων τονώνει την οικονομία και δημιουργεί θέσεις εργασίας. Κατ' επέκταση, ένα σημαντικό ποσοστό του παραγόμενου εισοδήματος επανεπενδύεται στην οικονομία, δημιουργώντας ένα επιπλέον πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα, το οποίο ενισχύεται από τον τοπικό και εγχώριο χαρακτήρα της αγοράς ακινήτων.

1.6.3 Επιπτώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

Η αγορά των ενυπόθηκων δανείων αποτελεί κύριο παράγοντα συσσώρευσης κεφαλαίου μιας αναπτυσσόμενης οικονομίας και είναι σημαντική για την ενίσχυση του εύρους των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η αγορά κατοικίας αποτελεί το βασικότερο περιουσιακό στοιχείο μιας αναπτυσσόμενης ή μεταβατικής οικονομίας και, κατά συνέπεια, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εμπράγματα εξασφάλιση χορηγήσεων με σκοπό τη διενέργεια παραγωγικών επενδύσεων κεφαλαίου. Το χρέος που προκύπτει από τις υποθήκες αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό του συνολικού χρέους ενός νοικοκυριού, και, μέσω δευτερογενών αγορών και τιτλοποιήσεων, υποστηρίζει την αποτελεσματική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

²¹ Di Pasquale, D., Glaeser, E. (1999).

²² Proxenos, S. (2002).

1.6.4 Δημιουργία μιας ολοκληρωμένη εγχώριας αγοράς

Αν και η αγορά ακινήτων θεωρείται ως μια τοπική επιχειρηματική δραστηριότητα, η εγχώρια αγορά κατοικίας και εμπορικών ακινήτων είναι σημαντική για τη δημιουργία ολοκληρωμένων εγχώριων αγορών. Η οικονομία ενός κράτους συνεπάγεται ελεύθερη ροή κεφαλαίου, εργασίας και εισροών εντός των συνόρων του καθώς και την ύπαρξη μιας εγχώριας αγοράς κατοικίας, η οποία συνδέεται με τις υπόλοιπες αγορές (του κράτους αυτού) προϊόντων και υπηρεσιών. Η εμπειρία αρκετών χωρών δείχνει ότι οι περιφερειακές διαφοροποιήσεις των αγορών ακινήτων, συμβάλλουν στην ύπαρξη περιφερειακών ανισοτήτων, καθώς και στο αντίστροφο (δηλαδή, η διαφορετική οικονομική και κοινωνική δομή των περιφερειών οδηγεί συνήθως και σε διαφοροποιήσεις των αγορών ακινήτων). Από το κατά πόσο οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται σε επενδυτικές ευκαιρίες σε διάφορα τμήματα της χώρας ή κατά πόσο οι άνθρωποι ακολουθούν θέσεις εργασίες, μια ταχέως ανταποκρινόμενη αγορά σε εμπορικές κατασκευές και υποστηρικτικές υπηρεσίες, στην ανάπτυξη ξενοδοχείων, ενοικιάσεων και πωλήσεων κατοικιών μπορεί να οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη και γεωγραφικώς ευέλικτη αγορά εργασίας.

1.6.5 Μέσο ανοδικής κινητικότητας

Σε μερικές χώρες, η αγορά μιας βασικού επιπέδου κατοικίας έχει αποτελέσει σκαλοπάτι για ανοδική κοινωνική και οικονομική κινητικότητα. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η αγορά κατοικίας της Σιγκαπούρης²³, η οποία χαρακτηρίζεται από τη συνύπαρξη ενός κυριάρχου δημοσίου τομέα και ενός μικρότερου αναπτυσσόμενου ιδιωτικού τομέα με σχετικά υψηλότερης ποιότητας κατοικίες, όπου μια αύξηση του ρυθμού μεταβολής των τιμών επαναπώλησης των κατοικιών έχει θετικά και ουσιαστικά αποτελέσματα στην πώληση ιδιωτικών μονάδων κατοικιών. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι κάτοχοι των επιτοδοτούμενων διαμερισμάτων από το κράτος έχουν το δικαίωμα να πωλήσουν το διαμέρισμά τους μετά από συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, υπό ορισμένους περιορισμούς και τα κεφαλαιουχικά κέρδη από την πώληση παρέχουν σημαντικό ποσοστό της προκαταβολής για την

²³ Bardhan A.D. et al. (2003).

αγορά ενός νέου ακριβότερου ιδιωτικού διαμερίσματος. Αυτός ο συνδυασμός ιδιωτικής και δημόσιας δραστηριότητας βοηθά νέα ανερχόμενα νοικοκυριά και το ευρύτερο κοινωνικό και οικονομικό όφελος που δημιουργείται είναι μεγαλύτερο από τους πόρους που δαπανώνται για την επιδότηση κατοικιών από το δημόσιο τομέα.

1.6.6 Η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας στις αναπτυσσόμενες οικονομίες

Παρά τις γενικές διαφορές που χαρακτηρίζουν τις αναπτυσσόμενες χώρες, πολλά από τα θεσμικά, δομικά και οικονομικά προβλήματά τους, κατά τη συνεχιζόμενη αναμορφωτική και μεταβατική διαδικασία, εμφανίζουν πολλές ομοιότητες. Μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις που δέχονται αυτές οι χώρες αποτελεί ο σχεδιασμός πολιτικών που να προωθεί τους μηχανισμούς της αγοράς με έναν τρόπο που να ενισχύει την αποτελεσματικότητα και την ανάπτυξη, διασφαλίζοντας μια αίσθηση δικαιοσύνης και ομαλής μετάβασης.

Πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος σχετικά με τα ακίνητα (έλλειψη απαραίτητων υποδομών, αρμόδιων φορέων εκτίμησης και διαχείρισης αγοραπωλησιών, υγιών χρηματοπιστωτικών σχέσεων κ.ά.), μικρότερη ρευστότητα και υψηλότερο κίνδυνο, αυξάνοντας την πιθανότητα αφερεγγυότητας και αστάθειας. Οι καινοτομίες που εμφανίζονται στα αναπτυγμένα οικονομικά συστήματα παρέχουν εργαλεία, μεθόδους και τεχνογνωσία απαραίτητες για την ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα, γεγονός που περιορίζει ακόμα περισσότερο τη χρηματοδότηση των τραπεζών στις αναπτυσσόμενες χώρες. Οι διασυνοριακές συναλλαγές, όπως καταθέσεις, αναλήψεις, δανειοληψίες και δανειοδοτήσεις περιορίζονται από κανονιστικές ρυθμίσεις ή από επιχειρηματική σύνεση²⁴.

²⁴ Wooldrige P.D. et al. (2003).

Στο σχεδιασμό δημόσιας πολιτικής και τη στρατηγική ιδιωτικών επιχειρήσεων, διακρίνονται τρεις βαθμίδες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα:

- 1η βαθμίδα ή κατώτερη βαθμίδα.
Στη βαθμίδα αυτή ανήκει η ενυπόθηκη χρηματοδότηση μικρού μεγέθους χρηματοπιστωτικών συστημάτων που αντιμετωπίζουν έλλειψη οικονομιών κλίμακας και φάσματος.
- 2η βαθμίδα ή μεσαία βαθμίδα.
Στη βαθμίδα αυτή ανήκει η ενυπόθηκη χρηματοδότηση αναπτυσσόμενων αγορών.
- 3η βαθμίδα ή βαθμίδα υψηλού εισοδήματος.
Στη βαθμίδα αυτή ανήκει η ενυπόθηκη χρηματοδότηση σε χρηματοπιστωτικά συστήματα υψηλών εισοδημάτων της Βορείου Αμερικής, Δυτικής Ευρώπης, Αυστραλίας, Ασίας και Ιαπωνίας. Αυτές οι χώρες αποτελούν την πηγή της καινοτομίας, του χρηματοπιστωτικού κεφαλαίου και μετακινήσεων ανθρώπινου κεφαλαίου στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Για την πλειονότητα των χωρών που ανήκουν στην 1^η βαθμίδα, οι στρατηγικές για τη δημιουργία συστημάτων χρηματοδότησης κατοικίας αντιμετωπίζουν πολύ σημαντικούς δομικούς περιορισμούς, όπως την έλλειψη οικονομιών κλίμακας για τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και τις αγορές, το χαμηλότερο βαθμό τοπικού ανταγωνισμού και αποτελεσματικότητας υπηρεσιών, την περιορισμένη δυνατότητα διαφοροποίησης των εγχώριων κινδύνων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ο θεσμός των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ / REITs)

2.1 Ιστορικό

Ο θεσμός των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ)²⁵ έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στις Η.Π.Α. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 συνέβησαν ορισμένες σημαντικές μεταβολές. Κατά την περίοδο αυτή, εμφανίστηκε ο δανεισμός από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στον τομέα των ακινήτων, ενώ οι ξένες επενδύσεις και η έκρηξη της αγοράς κατοικίας σημείωσαν σημαντική πτώση. Επίσης, οι φορολογικές αλλαγές του 1986 που αποθάρρυναν τους επενδυτές αλλά και η κάμψη της αισιοδοξίας για ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας οδήγησαν σε δραματική μείωση της ζήτησης για ακίνητη περιουσία, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των χαρτοφυλακίων προβληματικών δανείων²⁶. Για όλους αυτούς τους λόγους, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στο real estate συρρικνώθηκαν ή αποχώρησαν από την αγορά και όσες έμειναν αναζήτησαν τρόπους διεξόδου από την κρίση. Οι αρκετά χαμηλές τιμές προσέλκυσαν ευκαιριακούς επενδυτές και τότε παρατηρήθηκε η μεγάλη αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με κύρια «οχήματα» τα REITs (Real Estate Investment Trusts – REITs) και τα CMBs (Commercial Mortgage Backed Securities).

Η έννοια των REITs χρονολογείται από το 1880 στις Ηνωμένες Πολιτείες, όταν οι επενδυτικές εταιρείες δεν φορολογούνταν εάν τα εισοδήματα από τις επενδύσεις διανεμόνταν στους δικαιούχους. Όμως, τη δεκαετία του 1930 μια απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου υποχρέωσε όλες οι άτοκες επενδύσεις που ήταν οργανωμένες και διοικούνταν ως εταιρείες να φορολογούνται και ως εισοδήματα. Μετοχικές και

²⁵ Στα αγγλικά ονομάζονται Real Estate Investment Trusts (REITs).

²⁶ Μάρκου Α., (2006)

ομολογιακές εταιρείες, οι οποίες επηρεάζονταν, επίσης, από την απόφαση αυτή, εξασφάλισαν το 1939 την εξαίρεση από τη νομοθεσία των επενδυτικών εταιρειών, συμπεριλαμβάνοντας αμοιβαία κεφάλαια, από την ομοσπονδιακή φορολόγηση. Την περίοδο αυτή, οι επενδυτικές εταιρείες ακινήτων δεν ήταν κατάλληλα οργανωμένες ώστε να πιέσουν για ίση μεταχείριση και, επομένως, η σύμπραξη αυτή δεν εξελίχθηκε σε σημαντική νομική μορφή επένδυσης ακινήτων.

Όμως, μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, η ανάγκη για μεγάλα μετοχικά κεφάλαια και για κεφάλαια για την χρηματοδότηση υποθηκών ανανέωσε το ενδιαφέρον για εκτενέστερη χρήση των εταιρειών επενδύσεων ακινήτων, οι οποίες έγιναν γνωστές ως REITs, και ξεκίνησε μια προσπάθεια επίτευξης ειδικής φορολογικής μεταχείρισης, ανάλογης με αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το 1960, το Κογκρέσο πέρασε την απαραίτητη νομοθεσία. Παρόλα αυτά, κατά τις δεκαετίες του 1980 και 1990, η αγορά άρχισε πραγματικά να αναπτύσσεται, ενώ πριν από τότε τα REITs υπήρξαν επενδυτικά χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονταν εξωτερικοί σύμβουλοι. Μια σειρά μεταρρυθμίσεων μεταξύ των μέσων της δεκαετίας του 1970 και τα τέλη του 1980 κατέστησαν δυνατή τη χρήση των REITs για την αναδιάρθρωση κεφαλαίων των επιχειρηματικών χαρτοφυλακίων. Το γεγονός αυτό οδήγησε στα σημερινά REITs των Ηνωμένων Πολιτειών, ενός μοντέρνου μέσου κατοχής και διαχείρισης ακινήτων. Σήμερα, τα REITs ασκούν, συνήθως, την ανάπτυξη, εγκατάσταση, διαχείριση και πώληση περιουσιακών στοιχείων²⁷. Στο πίνακα 2.1 παρουσιάζονται χρονολογικά οι σημαντικότερες εξελίξεις στην ιστορία του θεσμού των REITs παγκοσμίως.

²⁷ <http://www.allbusiness.com/real-estate-rental-leasing/4506592-1.html>

Πίνακας 2.1

Οι σημαντικότερες εξελίξεις του θεσμού των REITs παγκοσμίως

Έτος	Γεγονός
1960	Το Κογκρέσο ιδρύει το REIT των Η.Π.Α.
1969	Οι Κάτω Χώρες παρουσιάζουν ένα από τα παλαιότερα συστήματα τύπου REIT στη δομή των επιχειρήσεων, η οποία παγιώθηκε στην παρούσα μορφή της.
1971	Η έννοια των REIT εισάγεται για πρώτη φορά στην Αυστραλία.
1994	Ιδρύονται τα καναδικά REITs, γνωστά ως Mutual Fund Trusts (MFTs).
1995	Ιδρύεται η πρώτη βελγική μορφή REIT, γνωστή ως SICAFI.
2000	Θεσπίζεται ο Ιαπωνικός Νόμος Επενδυτικών Ακινήτων για τη δημιουργία των J- REITs.
2001	Η Κορέα θεσπίζει νομοθεσία REIT και δημιουργεί ένα βιώσιμο τομέα REIT.
2002	Δημιουργείται το S-REIT σύστημα στη Σιγκαπούρη, το οποίο επιτρέπει υπεράκτιες επενδύσεις και αναπτυξιακές προοπτικές.
2003	Η Γαλλία εισάγει το καθεστώς «Société d'Investissement Immobilier Cotee» με λογικά επιεικείς όρους, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης και της μόχλευσης άνευ προδιαγεγραμμένων ορίων.
2005	Ο θεσμός των REITs εισάγεται στο Χόγγκ Κόνγκ.
2007	Δημιουργείται το πρώτο REIT στο Ηνωμένο Βασίλειο, με άμεσα εξαιρετική απόδοση.

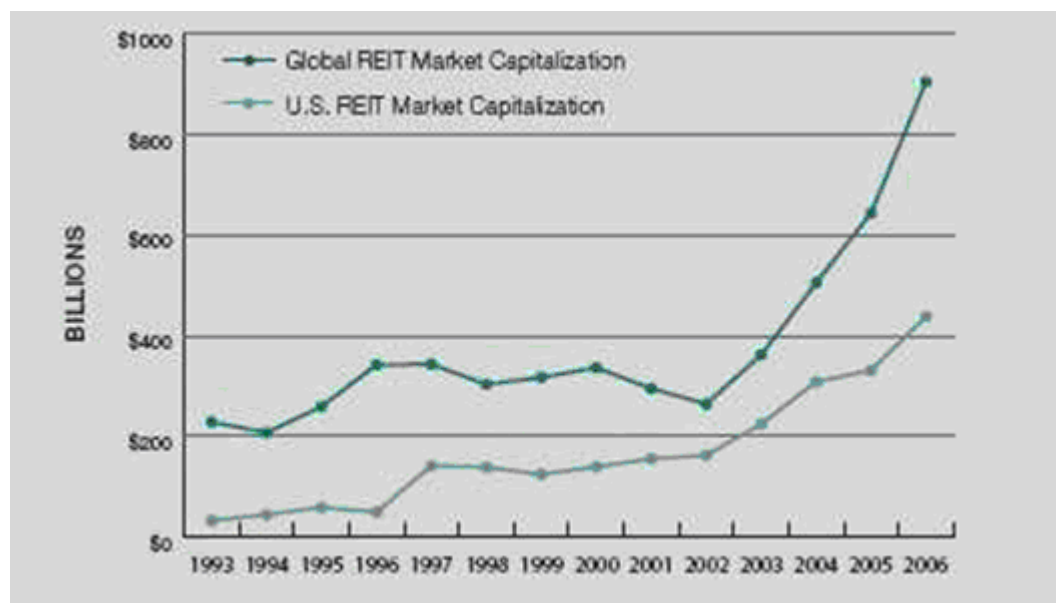
Το θεσμικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται ΑΕΕΑΠ – Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία) υφίσταται από το 1999 (Νόμος 2778/1999), και τροποποιήθηκε το 2002, εξαιτίας πολλών ελλείψεων και προβλημάτων του.

2.2 Σύγχρονη παγκόσμια ανάπτυξη του θεσμού των REITs

Την τελευταία δεκαετία έχει σημειωθεί η σημαντικότερη αλλαγή και ανάπτυξή τους. Σε αντίθεση με την περίοδο μεταξύ των δεκαετιών 1960 και 1990, όπου μόνο μερικές χώρες, όπως οι Η.Π.Α., η Αυστραλία, ο Καναδάς και οι Κάτω Χώρες προσέφεραν εμπορεύσιμες υπηρεσίες επενδύσεων σε ακίνητα, τόσο η Φορολογική Μεταρρύθμιση του 1986 όσο και η Τεχνική και Ποικίλη Φορολογική Πράξη του 1988 στις ΗΠΑ συνεισέφεραν στην άρση των περισσότερων συγκεκριμένων απαιτήσεων για την κατάρτιση και διατήρηση του καθεστώτος των REITs²⁸.

Διάγραμμα 2.1

Διεθνής αγορά μετοχών κεφαλαιοποίησης ακινήτων



Πηγή: FTSE EPRA/NAREIT

Ως επενδυτικό μέσο με φορολογική διαφάνεια και υψηλή ρευστότητα, η αγορά των REITs έχει αναπτυχθεί εκθετικά και σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τα τελευταία χρόνια. Από το Δεκέμβριο του 2001 έως το Δεκέμβριο του 2006, η διεθνής αγορά κεφαλαιοποίησης μετοχών ακινήτων έχει υπερτριπλασιασθεί σε \$945

²⁸ <http://www.nysccpa.org/cpajournal/old/14152800.htm>

δισεκατομμύρια²⁹. Αυτή η στροφή προς τιτλοποίηση έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία πρόσβασης για τους επενδυτές στην παγκόσμια αγορά ακίνητης περιουσίας.

Ο θεσμός των REITs στο Ηνωμένο Βασίλειο (UK-REITs) εισήχθη με την Οικονομική Πράξη του 2006, με αποτέλεσμα την επιλογή εννέα βρετανικών ομίλων για την εφαρμογή καθεστώτος REITs, οι οποίοι αντιπροσώπευσαν άμεσα το 8% της παγκόσμιας αγοράς REITs. Τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία, με την υγιή νομοθεσία, την ευνοϊκή αποδοχή από το κοινό και τον τεράστιο όγκο διοικούμενων ακινήτων, έχει αποκτήσει την τρίτη μεγαλύτερη αγορά REIT στον κόσμο. Στη Γερμανία αναμένεται ότι η καθιέρωση των Γερμανικών Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (G-REITs) θα αποτελέσει σημαντική κινητήρια δύναμη για την επίλυση των ζητημάτων της χώρας. Μετά από τρία έτη πολιτικών διαπραγματεύσεων, το 2007, η Γερμανία εφάρμοσε το θεσμό των G-REITs, με σκοπό να ικανοποιήσει τις ανάγκες ζήτησης που δημιούργησε η εισαγωγή των REITs σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

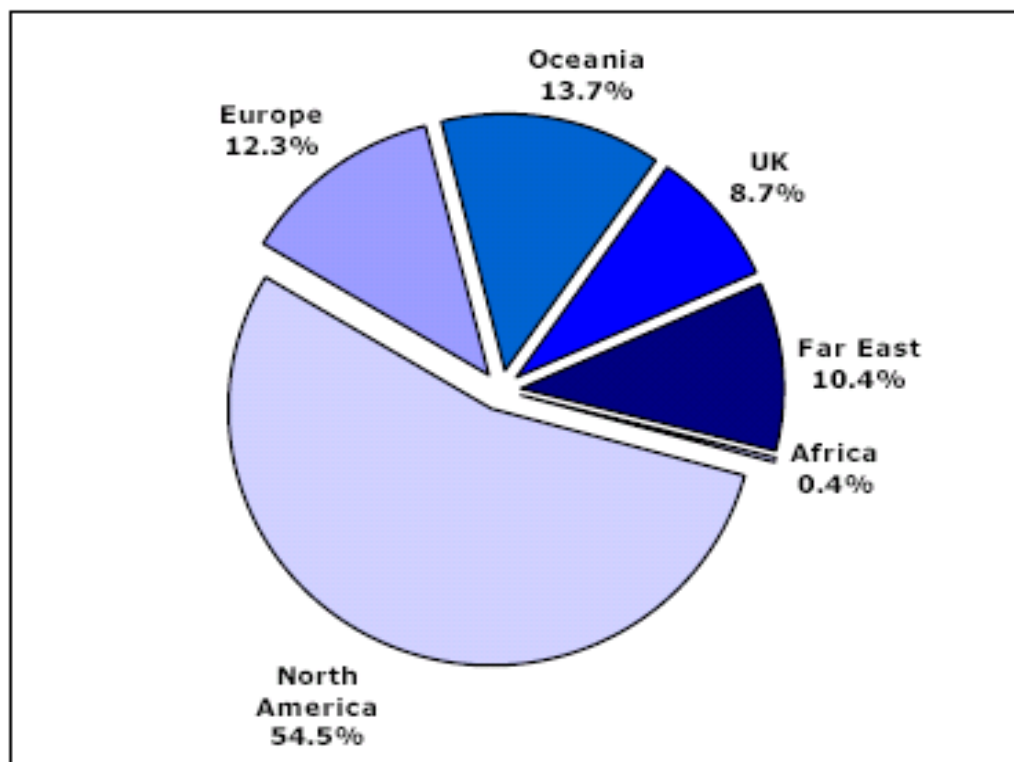
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.2³⁰, η Ευρώπη αποτελεί το 12,3% της παγκόσμιας αγοράς REITs, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο μόλις το 8,7%, ποσοστό μικρότερο από αυτό της Ωκεανίας (13,7%), γεγονός που εξηγείται από την 40ετή υστέρηση της εφαρμογής των REITs στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μεγαλύτερο ποσοστό, όπως είναι αναμενόμενο, παρουσιάζουν οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (54,5%), αφού ο θεσμός των REITs εμφανίστηκε για πρώτη φορά στη χώρα αυτή.

²⁹ βλ. Διάγραμμα 2.1

³⁰ Moss A., (2007)

Διάγραμμα 2.2

Ανάλυση της παγκόσμιας αγοράς REITs (Απρίλιος 2007)



Πηγή: AME Capital / Bloomberg

Πίνακας 2.2

Τα μεγαλύτερα REITs παγκοσμίως

Ονομασία REIT	Χώρα	Κεφαλαιοποίηση σε € δις.
Unibail-Rodamc	Γαλλία	8,67
Land Securitie	Ηνωμένο Βασίλειο	3,57
British Lan	Ηνωμένο Βασίλειο	3,32
Cori	Ολλανδία	2,09
Hammerso	Ηνωμένο Βασίλειο	1,92
PSP Swiss Propert	Switzerland	1,49
Klepierr	Γαλλία	1,10
Wereldhav	Ολλανδία	1,09
Icad	Γαλλία	1,05
Befimm	Βέλγιο	0,78
Σύνολο		25,08

Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009

2.3 Μορφές των REITs

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Ακινήτων (Real Estate Investment Trusts – REITs) εμφανίστηκαν αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Πρόκειται για εταιρείες ακινήτων ή επενδυτικές εταιρείες, οι οποίες επωφελούνται από συγκεκριμένες φορολογικές ρυθμίσεις, με στόχο να αποφύγουν διπλή φορολόγηση και διανέμουν στους μετόχους τους σχεδόν όλα τα κέρδη και τις υπεραξίες που προκύπτουν από τη διάθεση των ακινήτων³¹. Τα REITs δεν καταβάλλουν φόρους εάν διανέμουν όλα τα φορολογητέα κέρδη ως μερίσματα, αλλά τα διανεμόμενα κέρδη αποτελούν καθαυτά εισόδημα από μερίσματα για τους μετόχους και φορολογούνται ανάλογα. Συνοπτικά:

Το REIT αποτελεί μια εταιρεία, η οποία κατέχει, διαχειρίζεται και/ή υπενοικιάζει εμπορικά ακίνητα και μπορεί να επενδύει σε χρεόγραφα επί ακίνητης περιουσίας, όπως χρεόγραφα επί υποθηκών (mortgage-backed securities) και ολόκληρα δάνεια³².

Τα REITs αποτελούν έναν αποτελεσματικό τρόπο επένδυσης σε εμπορικές εταιρείες και σε εταιρείες ακινήτων. Ως επένδυση, τα REITs συνδυάζουν τα καλύτερα χαρακτηριστικά των ακινήτων και των μετοχών, εξασφαλίζοντας στους επενδυτές έναν πρακτικό και αποτελεσματικό τρόπο να συμπεριλάβουν επαγγελματικά διαχειριζόμενη ακίνητη περιουσία σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Η επένδυση μέσω των κεφαλαιαγορών σε REIT προσφέρει στους επενδυτές ένα μερίδιο από τα εισοδήματα και τα κεφαλαιακά κέρδη του χαρτοφυλακίου ακινήτων του. Δηλαδή, οι επενδυτές αποκτούν όλα τα πλεονεκτήματα της ιδιοκτησίας ακίνητης περιουσίας, χωρίς να ασχολούνται με τη διαχείρισή της. Έτσι, υπάρχει πλεονέκτημα ως προς την ευκολία ρευστοποίησης, σε σχέση με την άμεση επένδυση σε ακίνητα, αλλά και το μειονέκτημα ότι η εκχωρείται η διαχείριση ακινήτων στη διοίκηση του REIT³³.

³¹ Hoesli M., MacGregor B.D., (2000)

³² Capital Flow Analysis, www.capital-flow-analysis.com

³³ Μάρκου Α., (2006)

Η βιομηχανία των REITs διαθέτει ένα διαφοροποιημένο προϊόν που προσφέρει ευέλικτες ευκαιρίες στους επενδυτές. Η κατηγοριοποίηση των REITs γίνεται με βάση την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική, τη γεωγραφική περιοχή και το είδος των ακινήτων. Οι τρεις βασικοί πρωταρχικοί τύποι των εταιρειών επενδύσεων ακινήτων, με βάση την πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των REITs, είναι τα Μετοχικά REITs (Equity REITs), τα Ενυπόθηκα REITs (Mortgage REITs) και τα Παράγωγα REITs (Hybrid REITs)³⁴.

2.3.1 Μετοχικά REITs (Equity REITs)

Τα μετοχικά REITs έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα και χειρίζονται εισόδημα που παράγεται από αυτά. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται κυρίως από τα ενοίκια των ιδιόκτητων περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν. Τα μετοχικά REITs εξελίσσονται όλο και περισσότερο σε εταιρείες ακινήτων που υιοθετούν ένα μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων, όπως είναι το leasing και οι υπηρεσίες που αφορούν την ενοικίαση. Το προσανατολισμένο στις μετοχές REIT παρέχει στους επενδυτές την ευκαιρία να επενδύσουν κεφάλαια στο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο των ακινήτων υπό επαγγελματική διαχείριση και να κατέχουν μετοχικά μερίδια, τα οποία συναλλάσσονται σε οργανωμένες αγορές, παρέχοντας, με τον τρόπο αυτό, περισσότερη ρευστότητα σε σχέση με τη στιγμιαία απόκτηση του ακινήτου.

2.3.2 Ενυπόθηκα REITs (Mortgage REITs)

Τα ενυπόθηκα REITs ασχολούνται με την επένδυση και την κατοχή των ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Συγκεκριμένα, παρέχουν χρηματοδότηση υπό μορφή δανείων απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων και στους επιχειρηματίες ή αυξάνουν το όριο της πίστωσης έμμεσα, μέσω της εξασφάλισης δανείων ή ενυπόθηκων χρεογράφων. Τα σύγχρονα ενυπόθηκα REITs, κατά κύριο λόγο, παρατείνουν την πίστωση μόνο σε υπάρχουσες ιδιοκτησίες. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται πρωτίστως από τον τόκο που εξασφαλίζουν από τα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον

³⁴ Allen M.T., Madura J., Springer M., (2000)

επιτοκιακό κίνδυνο με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

Η διαφορά μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει τα μετοχικά REITs και αυτά που κατέχουν τα ενυπόθηκα REITs είναι εμφανής. Τα μετοχικά REITs εξασφαλίζουν δικαιώματα ιδιοκτησίας, ενώ τα ενυπόθηκα REITs αγοράζουν εμπράγματα εξασφαλίσεις και γίνονται, έτσι, ένας πιστωτικός φορέας με εμπράγματα εξασφαλίσεις που δίνει προτεραιότητα στους μετόχους. Κατέχουν, επίσης, τα έγγραφα της υποθήκης που εξασφαλίζεται από το υποκείμενο ακίνητο. Το εισόδημα που προκύπτει από την υποθήκη επηρεάζεται από το επιτόκιο που αναγράφεται στα έγγραφα και το ποσό χρηματοδότησης που παρέχεται με το δάνειο.

2.3.3 Παράγωγα REITs (Hybrid REITs)

Με τον καιρό, έχουν αναπτυχθεί διάφορες επενδυτικές πολιτικές, οι οποίες συνδυάζουν τα πλεονεκτήματα τόσο των μετοχικών όσο και των ενυπόθηκων REITs, με στόχο να ταιριάζουν σε συγκεκριμένους επενδυτικούς σκοπούς. Τέτοιοι συνδυασμοί αποτελούν τα παράγωγα REITs. Τα παράγωγα REITs συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών με το να κατέχουν ιδιότητα περιουσιακά στοιχεία και να παρέχουν χορηγήσεις σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες.

Με βάση τη γεωγραφική κατανομή, τα REITs κατηγοριοποιούνται σε αυτά που επενδύουν σε όλη τη χώρα ή σε συγκεκριμένες άλλες χώρες και σε αυτά που επενδύουν σε μια περιοχή της χώρας ή ακόμα και σε μια μητροπολιτική περιοχή.

Με βάση τον τύπο ιδιοκτησία, κάποια REITs επενδύουν, όχι αποκλειστικά σε ένα, αλλά σε ποικιλία ακινήτων, όπως είναι τα εμπορικά κέντρα, τα διαμερίσματα, οι αποθήκες, τα γραφεία, τα ξενοδοχεία, τα ακίνητα υγείας, οι προκατασκευασμένες κατοικίες, οι βιομηχανικές περιοχές.

2.4 Προϋποθέσεις των REITs

Στην Ελλάδα, για να κατηγοριοποιηθεί μία εταιρεία ως REIT, θα πρέπει να ισχύουν ορισμένες προϋποθέσεις³⁵:

- Να είναι μια νομική οντότητα που θα φορολογείται ως ανώνυμη εταιρεία.
- Να διαχειρίζεται από ένα διοικητικό συμβούλιο.
- Να έχει μετοχές πλήρως μεταβιβάσιμες.
- Να αποτελείται τουλάχιστον από 100 μετόχους.
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 50% των μετόχων της πέντε ή λιγότερα άτομα κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους.
- Να επενδύει τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού σε περιουσιακά στοιχεία ακινήτων.
- Να παράγει τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματός της από μισθώματα ακινήτων ή τόκους υποθηκών επί ακίνητης περιουσίας.
- Μέχρι το 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών κάποιου REIT.
- Να καταβάλει ως μέρισμα τουλάχιστον 90% του φορολογητέου εισοδήματός της στους μετόχους.

Μέτοχοι των REITs είναι τόσο μικροεπενδυτές όσο και μεγάλα θεσμικά χαρτοφυλάκια, στα οποία συμπεριλαμβάνονται συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, μονοπωλιακά καταστήματα τραπεζών και αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτικοί στόχοι στην περίπτωση των REITs δε διαφέρουν συγκριτικά με τις υπόλοιπες μετοχικές εταιρίες³⁶. Υπάρχει, δηλαδή, κυρίως, η προσδοκία για μερισματική απόδοση και μακροχρόνια καταγραφή κεφαλαιακών κερδών. Η πλειοψηφία των μετόχων των REITs μπορούν να αγορασθούν στα μεγάλα χρηματιστήρια και οι εντολές αγοράς πραγματοποιούνται μέσω των χρηματομεσιτών

³⁵ Καρυτινός Α., Εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας, www.bankofgreece.gr

³⁶ National Association of REITs, www.nareit.com

(brokers). Για την πληροφόρηση του επενδυτή, τα REITs εκδίδουν ετήσια έκθεση καθώς και ενημερωτικά φυλλάδια.

Η εξαίρεση από την εταιρική φορολόγηση δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους ενός REIT να αποφύγουν τη διπλή φορολόγηση του εταιρικού εισοδήματος που χαρακτηρίζει τις περισσότερες μετοχές. Τα REITs υπόκεινται σε ορισμένους ειδικούς περιορισμούς που αφορούν τη λειτουργία και τις δραστηριότητές τους, οι οποίοι έχουν σχεδιασθεί, ουσιαστικά, για τη διατήρησή τους ως ένα μέσο παθητικών επενδύσεων και την πρόσβασή τους σε μικρούς ιδιωτικούς επενδυτές³⁷. Οι ειδικοί αυτοί περιορισμοί, που ισχύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες, παρουσιάζονται παρακάτω:

- Κανόνας των πέντε ή λιγότερων (five-or-fewer rule). Σε ένα REIT, δεν μπορούν πέντε ή λιγότερα άτομα να κατέχουν περισσότερο από το 50% των μετοχών της εταιρείας.
- 75% ή περισσότερο από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία ενός REIT θα πρέπει να είναι ακίνητα, υποθήκες, ρευστό χρήμα ή τίτλοι του δημοσίου και 75% ή περισσότερο από το συνολικό ακαθάριστο εισόδημα ενός REIT θα πρέπει να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα από ακίνητη ιδιοκτησία.
- 90% ή περισσότερο από το ετήσιο φορολογητέο εισόδημα ενός REIT θα πρέπει να διανέμεται στους μετόχους ως μέρισμα κάθε χρόνο (για να διατηρείται το καθεστώς φορολογικής εξαίρεσης).
- Το εισόδημα των REITs θα πρέπει να προέρχεται από αρχικά παθητικές πηγές, όπως είναι τα μισθώματα και οι έντοκες υποθήκες, ως διάκριση από τις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές ή πωλήσεις περιουσιακών τους στοιχείων, και δεν μπορούν να χρησιμοποιούν το μη-φορολογήσιμο καθεστώς τους για να προστατεύσουν το εισόδημά τους που δεν προέρχεται από ακίνητα από τη φορολόγηση. Ένα REIT υπόκειται σε 100% φορολογικό συντελεστή επί του καθαρού εισοδήματος από «απαγορευμένες συναλλαγές», όπως η πώληση ή άλλη διάθεση περιουσιακού στοιχείου που διατίθεται πρωταρχικά προς πώληση κατά την κανονική ροή της συναλλαγής. Παρόλα αυτά, εάν το REIT πωλήσει περιουσιακό στοιχείο, το οποίο κατείχε επί τέσσερα τουλάχιστον έτη, και η συνολική βάση προσαρμογής του ακινήτου δεν υπερβαίνει το 10% της

³⁷ Geltner D., Miller N., (2001)

συνολικής βάσης όλων των περιουσιακών στοιχείων του REIT από την αρχή του έτους, δεν πραγματοποιείται απαγορευμένη συναλλακτική δραστηριότητα.

2.5 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των REITs

Κύριο πλεονέκτημα των REITs, σε σχέση με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, αποτελεί η φορολογική διαφάνεια, σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές μπορούν να αποφύγουν τη διπλή φορολόγηση που αντιμετωπίζουν όλοι οι κανονικοί επενδυτές με μετοχές σε εταιρείες ακίνητης περιουσίας, αφού οι φόροι επί των μισθωμάτων ή επί του κεφαλαιακού κέρδους από το REIT είναι μη καταβλητέοι και οι επενδυτές υποχρεούνται μόνο με τη φορολόγηση επί των μερισμάτων που λαμβάνουν³⁸.

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα της δομής των REITs είναι ότι ουσιαστικά αφαιρεί το φόρο που επιβαρύνει τις μετοχές. Τα REITs παρέχουν έναν επωφελή και ασφαλή τρόπο επένδυσης σε ακίνητα για ένα μέσο άτομο, ο οποίος εξασφαλίζει την ίδια απόδοση για ένα μέσο επενδυτικό κεφάλαιο όσο και για μια μεγαλύτερη επένδυση. Το πλεονέκτημα αυτό δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να περιορίζει την ανάγκη για δανεισμό, ελαχιστοποιώντας, έτσι, το προσωπικό ρίσκο εάν η επένδυση δεν έχει την αναμενόμενη απόδοση. Επιπλέον, τα REITs απασχολούν επαγγελματίες, ειδικούς στην αγορά ακινήτων, για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, ώστε να είναι δυνατό για οποιοδήποτε επιθυμεί, αλλά δε διαθέτει τις απαραίτητες γνώσεις επί του αντικειμένου, να επενδύσει σε ακίνητα.

Συνοπτικά, γενικά μιλώντας, τα πλεονεκτήματα των REITs είναι τα εξής:

- Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς: οι εκδιδόμενες μετοχές από το REIT απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Επίσης, δεν επιβάλλεται φόρος μεγάλης ακίνητης περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.
- Αποσβέσεις: η εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.

³⁸ Gordon M., (2008)

- Δανεισμός: δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι ενός ποσοστού των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

Εκτός από τα προαναφερθέντα πλεονεκτήματα, τα REITs υπόκεινται, επίσης, σε ορισμένους βασικούς κινδύνους, όπως είναι για παράδειγμα η ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων. Κανονικά, υπάρχει μια αντιστρόφως ανάλογη σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής ενός REIT και των επιτοκίων. Όταν οι τιμές των επιτοκίων ανέρχονται, αυξάνεται το κόστος, γεγονός που, τελικά, μπορεί να καταλήξει σε μείωση του ρυθμού ανάπτυξης του REIT. Επίσης, μια άνοδος των επιτοκίων μπορεί να οδηγήσει σε επιβράδυνση της οικονομίας, η οποία, αντίστοιχα, πιθανόν να μειώσει τις αποδόσεις των μισθωμάτων και να επηρεάσει τα αποτελέσματα των REITs. Μια τέτοια άνοδος μπορεί, ακόμα, να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών των REITs, όταν άλλου είδους επενδύσεις γίνονται πιο ελκυστικές³⁹. Αν και τα REITs θεωρούνται πιο σταθερά από άλλα είδη επενδύσεων, οι μεταβολές στην αγορά, και ειδικά η πτώση της χρηματαγοράς, είναι πολύ πιθανό να επηρεάσουν τα εταιρικά τους μερίδια.

Τα πλεονεκτήματα των REITs για τους μετόχους συνοψίζονται στα εξής:

- Διαφοροποίηση: από τους συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν το εισόδημά τους και ταυτόχρονα να προστατεύονται από το μελλοντικό πληθωρισμό, μέχρι τους επενδυτές μετοχών και ομολογιών που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν το ευμετάβλητο χαρτοφυλάκιό τους, τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές έναν τρόπο να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, χωρίς να αυξήσουν σημαντικά τον κίνδυνο της επένδυσής τους. Τα REITs προσφέρουν μια ελκυστική σχέση κινδύνου-απόδοσης. Εξάλλου, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις ή μειωμένο κίνδυνο όταν προστεθούν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.
- Ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση: το εισόδημα από την επένδυση σε REIT δεν φορολογείται διπλά, καθώς φορολογείται στην «πηγή».

³⁹ Block R.L., (2002)

- **Μερίσματα:** ένα από τα πιο ελκυστικά χαρακτηριστικά της επένδυσης σε REIT είναι τα υψηλά μερίσματα, καθώς οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να πληρώσουν τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους στους μετόχους, με τη μορφή μερισμάτων κάθε χρόνο.
- **Ρευστότητα:** τα REITs προσφέρουν ρευστότητα στους επενδυτές, καθώς διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της επένδυσης, σε αντίθεση με την πώληση ενός ακινήτου στην spot αγορά.
- **Πρόσβαση στο κεφάλαιο:** επιτρέπει στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν με πολύ μικρά ποσά σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει ακίνητα ακόμα και από πολλές περιοχές. Έτσι, συμμετέχουν σε μια πολύ μεγάλη επένδυση, η οποία διαχειρίζεται από επαγγελματίες.

2.6 Η σχέση των REITs με τις τράπεζες

Ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί ένα μοναδικό εργαλείο, το οποίο παρέχει στις επιχειρήσεις ρευστό κεφάλαιο, μετριάξει τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση και προσφέρει οφέλη παρακολούθησης στους μετόχους⁴⁰. Ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό της χρήσης του τραπεζικού δανεισμού είναι ότι οι δανειζόμενοι και οι τράπεζες μπορούν να αναπτύξουν σχέσεις δανεισμού μέσω συνεχούς μακροχρόνιας συνεργασίας, γεγονός που συνεπάγεται τη μείωση της τριβής στις αγορές κεφαλαίου, την τιμολόγηση των τραπεζικών δανείων και τα δημόσια τέλη ασφάλισης των ασφαλιστών⁴¹. Με τον τρόπο αυτό, οι τράπεζες παρέχουν αποτελεσματικές υπηρεσίες εποπτείας και βοηθούν τις νεοσύστατες και μικρές επιχειρήσεις να δημιουργήσουν επαρκή στοιχεία αρχείου ώστε να έχουν πρόσβαση στις αγορές. Από τη στιγμή που οι εταιρείες αυτές δημιουργήσουν ένα καλό πιστωτικό ιστορικό, γίνονται περισσότερο ικανές να λάβουν χρηματοδότηση από τις αγορές χρέους. Αυτό έχει άμεσες επιπτώσεις για τα REITs, εφόσον πολλές επιχειρήσεις είναι σχετικά νέες και μικρές, συγκριτικά με άλλες δημόσιες εταιρείες. Ο τραπεζικός δανεισμός και οι τραπεζικές σχέσεις βοηθούν τα REITs να δημιουργήσουν στοιχεία αρχείου που θα αποτελέσουν καθοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής δομής μιας νέας βιομηχανίας όπως αυτής των REITs.

Ένα σημαντικό σχετικό ζήτημα αποτελεί το εξασφαλισμένο επιτόκιο του χρέους. Η εμπράγματη εξασφάλιση είναι χρήσιμη στα πρώτα στάδια της τραπεζικής σχέσης για την άμβλυνση των τριβών στις αγορές κεφαλαίου⁴². Όσο ενισχύεται η σχέση αυτή και ο δανειζόμενος σημειώνει επιτυχία στην ανάληψη επενδυτικών σχεδίων, στη συνέχεια η τράπεζα μειώνει τις απαιτήσεις εμπράγματων εξασφαλίσεων, οι οποίες είναι περισσότερο απαραίτητες όταν υπάρχουν τριβές στις αγορές κεφαλαίου⁴³. Η βιομηχανία των REITs παρέχει μια εξαιρετική ευκαιρία για την αξιολόγηση της σχέσης μεταξύ χρηματοδότησης εξασφαλίσεων και τριβών στις αγορές κεφαλαίου. Η επέκταση της βιομηχανίας και η δημιουργία ουσιώδους γνώσης της βιομηχανίας και των εταιρειών εντός αυτής μπορεί να συνδεθεί με μια αλλαγή στη σύνθεση του

⁴⁰ Houston J., James C., (2001)

⁴¹ Drucker S., Puri M., (2005)

⁴² Boot A., Thakor A., (1994)

⁴³ Dennis S., Nandy D.K., Sharpe I.J., (2000)

χρέους εξασφαλίσεων ή μη. Ασυμμετρίες στην πληροφόρηση και άλλες τριβές στις κεφαλαιαγορές μεταξύ των REITs και των δανειστών μειώνονται, με την προϋπόθεση συχνότερης χρήσης πιο ευέλικτων μη εξασφαλισμένων δανείων.

Όσον αφορά την επιρροή των τραπεζικών σχέσεων στην ισχύ των REITs, η θεωρία παρέχει διαφορετικές απόψεις. Δεδομένου ότι τα REITs δεν καταβάλλουν εταιρικούς φόρους και, με τον τρόπο αυτό, δεν υπάρχουν φορολογικά οφέλη από το δανεισμό, η κλασική θεωρία αναφέρει ότι τα REITs με τραπεζικές σχέσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν λιγότερη ισχύ. Το πρόβλημα υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων μειώνεται σχετικά με το αρχικό χρέος εξασφαλίσεων, υποδηλώνοντας ότι οι εταιρείες με χαμηλότερο επιτόκιο εξασφαλισμένου δανείου θα έχουν και χαμηλότερη ισχύ⁴⁴. Αυτό σχετίζεται άμεσα με τα REITs, αφού έχουν υποστεί ένα δριμύ κύμα βιομηχανικής ανάπτυξης με την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων και με στρατηγικές συγχώνευσης. Επομένως, το πρόβλημα υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να αποτελεί σοβαρό μέλημα για τους δανειστές.

⁴⁴ Brown D.T., Marble. H., (2007)

2.7 Κεφαλαιακή δομή

Η ακαδημαϊκή επιστημονική βιβλιογραφία περί εταιρικής χρηματοδότησης έχει ερευνήσει τα αποτελέσματα της φορολόγησης στην κεφαλαιακή δομή των εταιρειών. Η θεωρία υποστηρίζει ότι δημιουργείται σημαντικό φορολογικό κέρδος από τον εταιρικό δανεισμό και ισχυρό φορολογικό μειονέκτημα για τη χρήση του δανεισμού για μη φορολογούμενες επιχειρήσεις⁴⁵, εφόσον αυτές οι επιχειρήσεις θα πρέπει να ανταγωνίζονται στις χρηματαγορές με επιχειρήσεις, στις οποίες οι δαπάνες δανεισμού καταλήγουν σε εξοικονόμηση φόρων (δηλαδή οι τόκοι εκπίπτουν φορολογικά). Εξαιτίας, ακριβώς, αυτής της εξοικονόμησης φόρων, οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν φόρους μπορούν να ανταπεξέρχονται σε υψηλότερα επιτόκια δανεισμού. Λόγω των φοροαπαλλαγών που δικαιούνται, κάποιοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι τα REITs θα πρέπει να προβαίνουν σε χαμηλό, αν όχι καθόλου, δανεισμό, ενώ άλλοι θεωρούν ότι ο φορολογικός κώδικας αποτελεί μόνο ένα παράγοντα που ερμηνεύει τη μόχλευση (leverage)⁴⁶. Είναι ευρέως αποδεκτό ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τους δείκτες μόχλευσης προς τα βέλτιστα επίπεδα-στόχους και κάθε δραστηριότητα χρηματοδότησης αναλαμβάνει να προσαρμόσει τη συνολική μόχλευση της επιχείρησης να φθάσει το επίπεδο-στόχο της⁴⁷. Υποστηρίζεται, επίσης, ότι το χρέος χρησιμοποιείται για την αναμόρφωση της δομής των REITs για τη διατήρηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας, ενώ οι προσφορές μετοχών (equity offerings) είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτούν επενδύσεις. Μια άλλη δημοφιλής θεωρία για την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων είναι η θεωρία ιεραρχίας, σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις ιεραρχούν τις πηγές χρηματοδότησής τους ως εξής: ίδια κεφάλαια, δανεισμός, έκδοση μετοχών⁴⁸.

Τα REITs λειτουργούν σε μια από τις λίγες αγορές, όπου τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης συναλλάσσονται σε μια δευτερογενή αγορά. Έτσι, η καθαρή αξία του ενεργητικού (net asset value – NAV) μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτικό μέγεθος της μετοχικής αγοράς. Ένα REIT, συνήθως, εκδίδει μετοχές όταν ο λόγος τιμής / NAV είναι υψηλός ή βάσει εμπειρικών δεδομένων, όταν σημειώνονται

⁴⁵ Howe J. S., Shilling J. D., (1988)

⁴⁶ Jaffe J. F., (1991)

⁴⁷ Brown D. T., Riddiough T. J. (2003)

⁴⁸ Feng Z., Ghosh C., Sirmans C. F., (2007)

μεγάλες αυξήσεις στην τιμή. Η έλλειψη ρευστότητας των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό κόστος για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις που επιλέγουν τη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού. Όταν μιας επιχείρηση αντιμετωπίζει ύφεση και αναγκάζεται να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία, οι πιθανοί αγοραστές αντιμετωπίζουν τη ίδια ύφεση και αδυνατούν να διαθέσουν την «πλήρη αξία» του ακινήτου. Επομένως, οι εταιρείες με ρευστά περιουσιακά στοιχεία τείνουν να επιλέγουν χρηματοδότηση μέσω δανεισμού από την έκδοση μετοχών⁴⁹.

Στον Πίνακα 2.3 παρουσιάζονται στοιχεία της κεφαλαιαγοράς των REITs στις Η.Π.Α. κατά τη δεκαετία 2000-2009 σε εκατομμύρια δολάρια. Όπως είναι εμφανές, ο αριθμός των REITs τα τελευταία χρόνια μειώθηκε περίπου κατά 25%, ενώ η χρηματιστηριακή αξία τους αυξήθηκε περίπου κατά 94%. Τα μετοχικά REITs αποτελούν την πλειοψηφία των REITs, εμφανίζοντας μια σχετική πτώση της τάξεως σχεδόν του 28%, αυξάνοντας τα κεφάλαιά τους σχεδόν κατά 85%. Ακολουθούν τα ενυπόθηκα REITs, τα οποία, σημειώνοντας μια μικρή αύξηση κατά την τριετία 2004-2006, κυμάνθηκαν σε σταθερά επίπεδα, υπερδεκαπλασιάζοντας τη συμμετοχή τους στην κεφαλαιαγορά και τα παράγωγα REITs που μειώθηκαν σε αριθμό κατά 55%, υποτετραπλασιάζοντας περίπου το μετοχικό τους κεφάλαιο.

⁴⁹ Giambona E., Harding J.P., Sirmans C.F., (2008)

Πίνακας 2.3**Στοιχεία για την κεφαλαιαγορά της βιομηχανίας των REITs κατά τη δεκαετία 2000-2009 (σε εκατ. \$)**

Έτος	Σύνθεση		Μετοχικά REITs		Ενυπόθηκα		Παράγωγα	
	Αριθμός REITs	Κεφαλαιαγορά	Αριθμός REITs	Κεφαλαιαγορά	Αριθμός REITs	Κεφαλαιαγορά	Αριθμός REITs	Κεφαλαιαγορά
2000	189	138.715,40	158	134.431,00	22	1.632,00	9	2.652,40
2001	182	154.898,60	151	147.092,10	22	3.990,50	9	3.816,00
2002	176	161.937,30	149	151.271,50	20	7.146,40	7	3.519,40
2003	171	224.211,90	144	204.800,40	20	14.186,51	7	5.225,00
2004	193	307.894,73	153	275.291,04	33	25.964,32	7	6.639,37
2005	197	330.691,31	152	301.490,98	37	23.393,73	8	5.806,61
2006	183	438.071,10	138	400.741,40	38	29.195,30	7	8.134,30
2007	152	312.009,00	118	288.694,60	29	19.054,10	5	4.260,30
2008	136	191.651,00	113	176.237,70	20	14.280,50	3	1.132,90
2009	142	271.199,20	115	248.355,20	23	22.103,20	4	740,80

Πηγή: National Association of Real Estate Investment Trusts

2.8 Τιμολόγηση και απόδοση των REITs

Η τιμολόγηση των REITs διαφέρει από τις μετοχές των βιομηχανιών, διότι οι μετοχές τους αντιπροσωπεύουν τιτλοποιημένα ακίνητα, εμπεριέχοντας διαφορετικό κίνδυνο και αποδόσεις. Αυτό που τείνει να απασχολεί τους επενδυτές είναι το κατά πόσο τα REITs συμπεριφέρονται σαν ακίνητα ή σαν μετοχές. Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία⁵⁰, τα κλασικά μοντέλα τιμολόγησης των μερισμάτων απορρίπτονται όταν χρησιμοποιούν μόνο μερίσματα, αλλά γίνονται αποδεκτά όταν συμπεριλαμβάνουν εξαγορές μετοχών (share repurchases). Κατά πολλούς ερευνητές⁵¹, τα REITs παίζουν μικρό, αν όχι καθόλου, ρόλο στα βέλτιστα χαρτοφυλάκια, όταν τόσο τα REITs όσο και τα άμεσα ακίνητα (direct real estate) είναι διαθέσιμα, ειδικά για μακροχρόνιους επενδυτές. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, σημειώθηκε μια δομική αλλαγή στα REITs, εξαιτίας της αυξημένης συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών, ωθώντας τα να συμπεριφέρονται περισσότερο ως παραδοσιακές μετοχές παρά ως μορφή ακινήτων⁵². Αντίθετα, οι αποδόσεις των μετοχών τους έγιναν ιδιαίτερα ευαίσθητες στην απόδοση των ακινήτων, ώστε οι μετοχές των REITs συμπεριφέρονταν περισσότερο ως ακίνητα από το 1992 και έπειτα⁵³.

Οι εταιρείες ακινήτων μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, όπως είναι τα REITs, οι ετερόρρυθμες εταιρείες (master limited partnership – MLP), τα τραπεζικά επιχειρήσεων. Τα REITs περιλαμβάνουν φορολογικά πλεονεκτήματα αλλά και αυστηρότερους περιορισμούς, με κυριότερο την υποχρεωτική απαίτηση πληρωμής. Οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν οικονομική ύφεση τείνουν να κινούνται προς περισσότερο ευέλικτες δομές, με επακόλουθη μείωση των μερισμάτων, βελτίωση στην απόδοση και αυξήσεις στις πωλήσεις ακινήτων και τις επενδύσεις⁵⁴. Σε παγκόσμια βάση, οι μερισματικές αποδόσεις των REITs έχουν μειωθεί τα τελευταία χρόνια, ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 2.3, η μέση

⁵⁰ Kallberg, J.G., Liu, C.H., Srinivasan, A. (2003)

⁵¹ MacKinnon, G.H., Ashraf, Z., (2009)

Barkham, R., Geltner, D., (1995)

⁵² Glascock, J.L., Chiuling, L., Raymond, W.S., (2000)

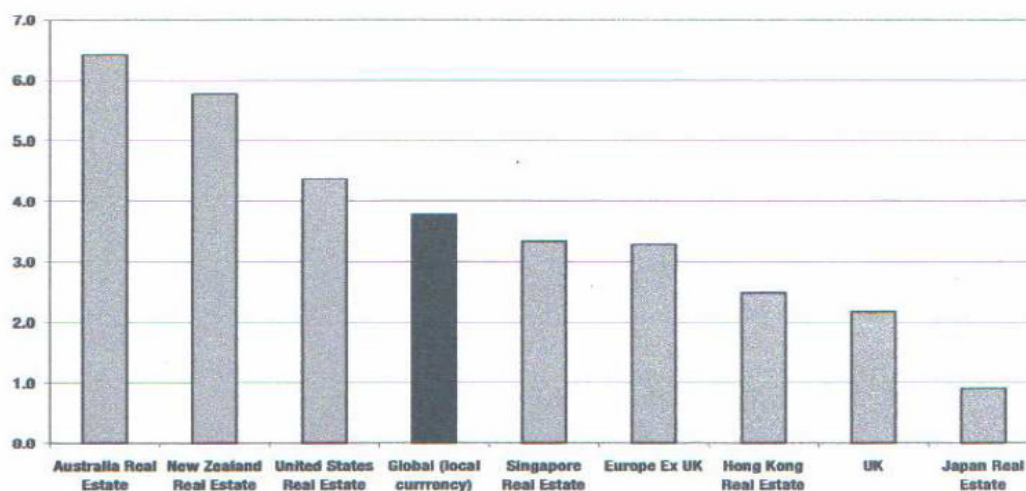
⁵³ Clayton, J., Mackinnon, G., (2003)

⁵⁴ Damodaran, A., Kose, J., Crocker, H.L., (1997)

ετήσια απόδοση των REITs παγκοσμίως ανήλθε το 2005 σε 3,8%. Στις τρεις πρώτες θέσεις βρέθηκαν η Αυστραλία με 6,4%, η Νέα Ζηλανδία με 5,8% και οι Η.Π.Α. με 4,3%, ενώ χαμηλότερη μερισματική απόδοση για το ίδιο έτος εμφάνισε το Χόνγκ Κόνγκ, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιαπωνία.

Διάγραμμα 2.3

Οι μέσες μερισματικές αποδόσεις παγκοσμίως κατά το έτος 2005

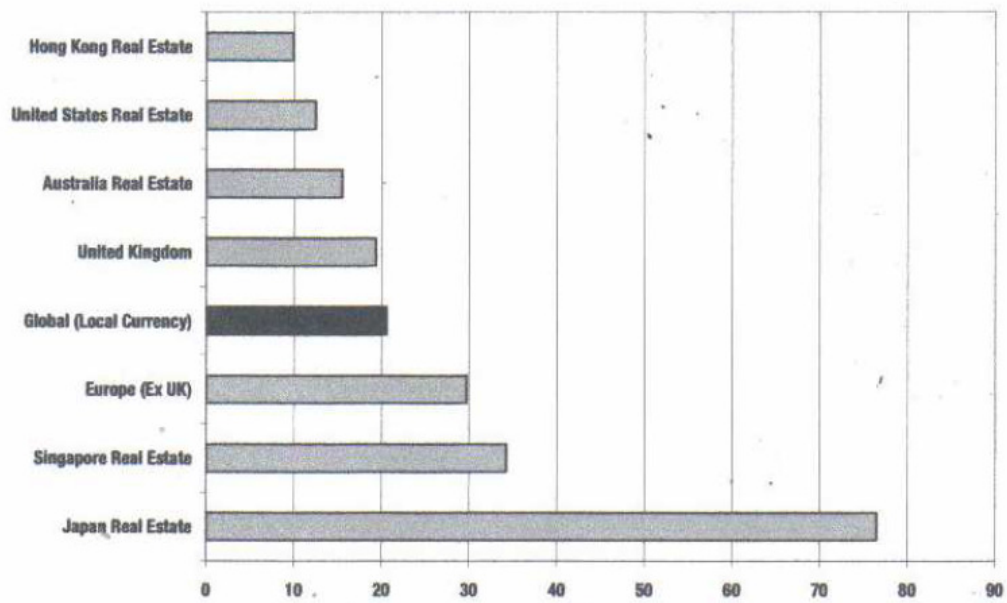


Πηγή: EPRA/NAREIT και Citigroup Investment Research

Στο Διάγραμμα 2.4 παρουσιάζονται οι συνολικές αποδόσεις διαφόρων χωρών κατά το έτος 2005, σύμφωνα με το δείκτη EPRA/NAREIT. Όπως είναι εμφανές, η Ιαπωνία σημείωσε τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση για το 2005 της τάξεως του 76,5%. Στην Ευρώπη, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στον κλάδο οδήγησαν τις αποδόσεις στο 30%, ενώ η αναμονή για τη δημιουργία νέου θεσμικού πλαισίου για τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία ανέβασε την ετήσια συνολική απόδοση στο 19%.

Διάγραμμα 2.4

Οι συνολικές αποδόσεις παγκοσμίως κατά το έτος 2005



Πηγή: EPRA/NAREIT και Citigroup Investment Resear

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Διεθνή REITs

3.1 Ευρώπη

3.1.1 Γερμανία

Η γερμανική αγορά αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες αγορές ακινήτων στην Ευρώπη. Ενώ, όμως, ο κλάδος των ακινήτων στη Γερμανία αποτελεί σημαντικό κλάδο της γενικότερης οικονομίας, εξαιτίας του μεγέθους του ή του αριθμού των απασχολουμένων, ο κλάδος αυτός θεωρείται λιγότερο αναπτυγμένος, σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές αγορές, αναφορικά με τους μηχανισμούς ρευστότητας των επενδύσεων ακινήτων. Σύμφωνα με τις εκατό μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, το ποσοστό της αγοραίας αξίας των εταιρειών ακίνητης περιουσίας προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς ήταν μόλις 0,5% για τη Γερμανία στα τέλη του 2006, ποσοστό εμφανώς υπό άλλων αγορών όπως η Ολλανδία (2,8%), το Ηνωμένο Βασίλειο (2,6%) και η Γαλλία (1,1%)⁵⁵. Επίσης, μόνο €260 δισεκατομμύρια (3%) από τα €7 τρισεκατομμύρια των επενδύσεων ακινήτων στη Γερμανία για το 2005 πραγματοποιήθηκαν έμμεσα⁵⁶. Η βασική άμεση συμμετοχή γίνεται, συνήθως, σε μονοψήφιο ή πάντως μικρό αριθμό ακινήτων άμεσα από κάποιον επενδυτή, χωρίς τη χρήση διαμεσολαβούντος. Οι έμμεσες συμμετοχές, αντιθέτως, αποτελούν κοινές επενδύσεις αρκετών επενδυτών μέσω ενός μηχανισμού κινούμενου από ένα διαμεσολαβητή, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τη διαχείριση των ακινήτων.

⁵⁵ World Federation of Exchanges and Euronext statistics and European Public Real Estate Association (2007)

⁵⁶ World Federation of Exchanges and Euronext statistics and European Public Real Estate Association (2007)

Τα ιδιωτικά νοικοκυριά αποτελούν τον κυρίαρχο «επενδυτή» στη Γερμανία, ξεπερνώντας εμφανώς το δημόσιο τομέα και τις εκκλησιαστικές – θρησκευτικές οργανώσεις. Οι θεσμικοί επενδυτές, οι επιχειρήσεις, τα φιλανθρωπικά ιδρύματα και οι ξένοι επενδυτές παίζουν μικρό ρόλο, ενώ, ταυτόχρονα, διατηρούν ευμεγέθη περιουσιακά στοιχεία σε απόλυτους όρους. Αν και τα ιδιωτικά νοικοκυριά κατέχουν περίπου τριάντα εκατομμύρια μονάδες κατοικίας, οι μισές από αυτές μισθώνονται σε τρίτους, καταλήγοντας σε ένα πολύ χαμηλό ποσοστό ιδιοκτησίας σε σχέση με άλλα ευρωπαϊκά κράτη. Αυτό είναι, εν μέρει, αποτέλεσμα της ισχυρής δραστηριότητα του δημοσίου τομέα στην αγορά κατασκευών κατοικίας που ακολούθησε το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, όπου και οι τεράστιες καταστροφές δημιούργησαν αυξημένες ανάγκες στέγασης των προσφύγων - αστέγων, οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα από τον ιδιωτικό τομέα. Επιπλέον, η αυστηρή γερμανική νομοθεσία για τις μισθώσεις, οι σχετικά υψηλές τιμές των ακινήτων στο παρελθόν, η περιορισμένη διαθεσιμότητα υποθηκών και η έλλειψη διαθέσιμων πραγματικών στοιχείων για τις συναλλαγές ακινήτων ευνόησαν τη μίσθωση παρά την απόκτηση διαμερισμάτων.

Τα κλειστού τύπου αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας στη Γερμανία είναι έμμεσοι επενδυτικοί μηχανισμοί, συνήθως με τη μορφή αστικής ή ετερόρρυθμης εταιρείας. Ο ομόρρυθμος εταίρος μιας ετερόρρυθμης εταιρείας αναλαμβάνει όλη την ευθύνη της εταιρικής σχέσης και λαμβάνει ως αμοιβή διαχείρισης ένα ποσοστό από το ετήσιο καθαρό εισόδημα από τα μισθώματα. Επίσης, οι επενδυτές πρέπει να πληρώσουν εξ αρχής τέλη επί του ποσού του εγγεγραμμένου κεφαλαίου. Ένα κλειστού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο επιδιώκει μονοψήφιο ή μικρό αριθμό συγκεκριμένων, συνήθως εμπορικών, σχεδίων αξιοποίησης ακινήτων, τα οποία, ταυτόχρονα με το επενδύόμενο κεφάλαιο, προσδιορίζονται πριν το αμοιβαίο κεφάλαιο διατεθεί στο κοινό μέσω ενημερωτικού δελτίου. Μετά από καθορισμένη ωριμότητα, τα ακίνητα πωλούνται και τα χρήματα επιστρέφονται στους επενδυτές. Τα κλειστού τύπου αμοιβαία κεφάλαια απολαμβάνουν φορολογικών απαλλαγών και η φορολόγηση γίνεται μόνο στο επίπεδο των επενδυτών. Σε όρους μεγεθών, αποτελούν τον πιο επιτυχημένο μηχανισμό έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητα στη Γερμανία, με συνολικά αξία των υπό διαχείριση ακινήτων που άγγιξε τα €94 δισεκατομμύρια μετοχικού κεφαλαίου στα τέλη του 2005. Η ισχυρή ανάπτυξή τους, κυρίως κατά τη δεκαετία του 1990, καθορίστηκε μερικώς από τα σημαντικότερα φορολογικά κίνητρα της

κυβέρνησης μετά την επανένωση της Γερμανίας για την αναμόρφωση των υπαρχόντων ακινήτων και την κατασκευή νέα εμπορικών ακινήτων στο ανατολικό τμήμα της χώρας. Παρόλα αυτά, η αυξημένη κατασκευαστική δραστηριότητα οδήγησε, τελικά, σε σημαντικό πλεόνασμα παραγωγής και, συνεπώς, σε απώλειες για πολλούς επενδυτές.

Τα ανοιχτού τύπου κεφάλαια ακίνητης περιουσίας έχουν τη νομική μορφή ενός ειδικού αποθέματος του ενεργητικού. Η διαχείρισή τους γίνεται από μια επενδυτική εταιρεία, η οποία είναι εταιρεία περιορισμένης ευθύνης και ανήκει σε τράπεζες ή ασφαλιστικές επιχειρήσεις και διαχειρίζεται ταυτόχρονα διάφορα ξεχωριστά κεφάλαια ανοιχτού τύπου. Τα κεφάλαια ανοιχτού τύπου διακρίνονται σε αμοιβαία κεφάλαια ανοιχτού τύπου σχεδιασμένα για μικροεπενδυτές με χαμηλή ελάχιστη επένδυση και εξειδικευμένα κεφάλαια ανοιχτού τύπου απευθυνόμενα σε θεσμικούς επενδυτές. Τα εξειδικευμένα κεφάλαια διαφέρουν από τα αμοιβαία στον αριθμό των επενδυτών, ο οποίος ανέρχεται αυστηρά στους 30, στην έλλειψη τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ρευστότητας και στα διαφορετικά κόστη συναλλαγών. Επίσης, προσφέρουν φορολογικά πλεονεκτήματα για κάποιους θεσμικούς επενδυτές. Τα κεφάλαια ανοιχτού τύπου ενεργούν μέσα σε ένα αρκετά αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο του Γερμανικού Τραπεζικού και Επενδυτικού Νόμου, ο οποίος θέτει συγκεκριμένα επίπεδα διαφοροποίησης και ελάχιστες απαιτήσεις γνωστοποίησης, προσδίδοντας στο όργανο αυτό επαρκή διαφάνεια. Η συμμόρφωση ελέγχεται από την Ομοσπονδιακή Αρχή Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας. Επίσης, τα ανοιχτού τύπου κεφάλαια είναι οι μόνοι μηχανισμοί, των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία εκτιμώνται από ανεξάρτητα τρίτα μέρη σε τακτική βάση. Το μέγεθός τους έχει αυξηθεί κατά πολύ τα τελευταία τριάντα έτη, με ιδιαίτερα σημαντικές εισροές από το 2001, εξαιτίας της επιδείνωσης των συνθηκών των χρηματιστηρίων.

Οι εισηγμένες εταιρείες ακίνητης περιουσίας αποτελούν μηχανισμούς έμμεσων επενδύσεων ακινήτων με τη νομική μορφή της εταιρείας, οι οποίες έχουν ιδρυθεί είτε ως εταιρείες ακίνητης περιουσίας είτε άλλαξαν το επιχειρηματικό τους μοντέλο στον τομέα των ακινήτων. Οι ελάχιστες επενδυτικές απαιτήσεις και τα χαμηλά κόστη συναλλαγών προσελκύουν βραχυπρόθεσμους επενδυτές. Οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας υπόκεινται στο Νόμο περί Ανωνύμων Εταιρειών. Αυτή τη στιγμή υπάρχουν περίπου 50-60 εισηγμένες εταιρείες ακινήτων στη Γερμανία, οι

περισσότερες από τις οποίες αποτελούν απομεινάρια παλαιότερων βιομηχανικών εταιρειών. Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς και ο όγκος των συναλλαγών τους είναι πολύ χαμηλός για να προσελκύσει θεσμικούς επενδυτές. Και τα δύο αυτά μεγέθη αυξήθηκαν στο πρόσφατο παρελθόν, λόγω της αναμενόμενης ίδρυσης των Γερμανικών Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητα (G-REITs) και της πιθανής μετατροπής πολλών εταιρειών ακινήτων σε G-REITs.

Η πρώτη πρόταση για την Πράξη περί των Γερμανικών REITs έγινε τον Ιούνιο του 2004⁵⁷. Η γερμανική κυβέρνηση αναγνώρισε την τάση των REITs σε άλλες χώρες για τη σημαντικότητά της στο διεθνή ανταγωνισμό της εθνικής περιουσίας και αγοράς κεφαλαίου στηρίζοντας την πρόταση αυτή. Στις 30 Μαρτίου του 2007, η Deutsche Bundesrat επικύρωσε την Πράξη περί των Γερμανικών REITs, εφαρμόζοντας, έτσι, τη νομική βάση για τα G-REITs αναδρομικά από τον Ιανουάριο του 2007. Βασική προϋπόθεση για την υιοθέτηση του καθεστώτος G-REITs και τη χρήση της προστατευμένης επωνυμίας REIT με τα σχετικά πλεονεκτήματα, οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας πρέπει να διατηρούν τη νομική και πραγματική έδρα τους στη Γερμανία και θα πρέπει να ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένες προδιαγραφές, οι οποίες πιστοποιούνται από ορκωτούς λογιστές ετησίως. Με σκοπό να προσελκύσουν τη μετατροπή εταιρειών σε G-REITs, η φορολογική βάση για τα κεφαλαιακά κέρδη μειώθηκε κατά 50% εντός χρονικής περιόδου τριών ετών από τον Ιανουάριο του 2007⁵⁸. Τα γερμανικά REITs παρουσιάζουν δύο σημαντικές διαφορές σε σύγκριση με τις διεθνείς τάσεις. Πρώτον, τα REITs πρέπει να εισάγονται σε χρηματιστήριο για να πληρούν τις προϋποθέσεις για τα G-REITs και, δεύτερον, ο αποκλεισμός των υφιστάμενων εγχώριων κατοικιών δεν υπάρχει αλλού και αντικειμενικά δεν είναι αιτιολογημένος. Η συμμόρφωση με το σύνολο των προϋποθέσεων και τη μετατροπή εταιρειών ακινήτων σε REITs καταλήγει σε δύο φορολογικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές:

- μια συνεχή απλοποίηση και μείωση της φορολογίας επί των κερδών και
- μια προσωρινή μείωση των φόρων επί των αφανών αποθεματικών (φορολόγηση κατά την έξοδο), η οποία ενεργοποιείται όταν τα περιουσιακά στοιχεία μεταφέρονται σε REITs.

⁵⁷ www.finanzstandort.com

⁵⁸ Schacht, U., Wimschulte, J. (2008).

Πίνακας 3.1

Τα χαρακτηριστικά των γερμανικών έμμεσων επενδυτικών μηχανισμών στον τομέα των ακινήτων

Χαρακτηριστικά	Κεφάλαια κλειστού τύπου	Κεφάλαια ανοιχτού τύπου	Εταιρείες ακίνητης περιουσίας	G-REITs
Κόστος συναλλαγών	Πολύ υψηλό (5-15%)	Υψηλό (5-6%)	Μικρό: <1% ανά συναλλαγή	Μικρό: <1% ανά συναλλαγή
Κανονιστικές ρυθμίσεις	Δεν υπάρχουν	Ομοσπονδιακή Οικονομική Επιβλέπουσα Αρχή	Χρηματιστήριο Αξιών (εάν είναι εισηγμένη)	Χρηματιστήριο Αξιών
Μηχανισμοί εισοδημάτων	Μισθώματα, υπεραξία από πώληση ακινήτων	Μισθώματα, υπεραξία από πώληση ακινήτων	Ανάπτυξη, μισθώματα, υπεραξία από πωλήσεις ακινήτων	Ανάπτυξη, μισθώματα, υπεραξία από πωλήσεις ακινήτων
Εισοδήματα για τους επενδυτές	Μισθώματα	Κεφαλαιακά εισοδήματα	Κεφαλαιακά εισοδήματα	Κεφαλαιακά εισοδήματα
Φορολογία	Αφορολόγητο σε επίπεδο κεφαλαίου, οι ζημιές μπορούν να συμψηφίζονται με εισοδήματα από μισθώματα	Αφορολόγητο σε επίπεδο κεφαλαίου, φορολόγηση στους επενδυτές, συμψηφισμός με άλλα κεφαλαιακά εισοδήματα κατά το τρέχον έτος	Φορολόγηση σε εταιρικό και επενδυτικό επίπεδο	Αφορολόγητο σε επίπεδο κεφαλαίου, φορολόγηση στους επενδυτές, συμψηφισμός με άλλα κεφαλαιακά εισοδήματα κατά το τρέχον έτος
Ελάχιστη επένδυση	Υψηλή	Χαμηλή	Χαμηλή	Χαμηλή
Επενδυτές	High Networth Individual (HNI), θεσμικοί επενδυτές	Ιδιώτες, θεσμικοί επενδυτές	Ιδιώτες, θεσμικοί επενδυτές	Ιδιώτες, θεσμικοί επενδυτές
Απαιτήσεις διαφοροποίησης	Δεν απαιτούνται (συνήθως επενδύσεις σε ένα ή λίγα ακίνητα).	Απαιτείται, συνήθως επενδύσεις σε αρκετά ακίνητα	Δεν απαιτείται, συνήθως επενδύσεις σε αρκετά ακίνητα	Δεν απαιτείται, συνήθως επενδύσεις σε αρκετά ακίνητα
Επενδυτικοί ορίζοντες	Μακροχρόνιοι εξαιτίας υψηλού κόστους συναλλαγών και φορολογικών ζητημάτων	Μεσο/Μακροχρόνιοι εξαιτίας του υψηλού κόστους συναλλαγών	Εξειδικευμένες επενδύσεις	Εξειδικευμένες επενδύσεις
Κίνδυνοι	Υψηλοί: μικρός αριθμός ακινήτων	Χαμηλοί: διαφοροποίηση μέσω επενδύσεων σε πολλά ακίνητα	Μέτρια διαφοροποίηση μέσω επενδύσεων σε πολλά ακίνητα αλλά υψηλή μεταβλητότητα λόγω χρηματιστηρίου	Χαμηλή: το επίπεδο διαφοροποίησης εξαρτάται από την εστίαση της επένδυσης
Ρευστότητα	Χαμηλή: τα μερίδια μπορούν πωληθούν μόνο σε over-the-counter αγορές σε υψηλή έκπτωση επί της καθαρής αξίας	Υψηλή (αλλά τεχνητή): τα μερίδια μπορούν να επιστραφούν ανά πάσα στιγμή, η εξόφληση μπορεί να αναβληθεί για κάποιο χρονικό διάστημα	Υψηλή προς χαμηλή: συνήθως αυξάνεται με κεφαλαιοποίηση αγοράς και free float	Υψηλή προς μέτρια: ελάχιστο κριτήριο free float και υψηλή γνώση των επενδυτών
Χρηματιστήριο αξιών	Όχι. Δευτερογενής αγορά που καθορίζουν οι περιφερειακές ανταλλαγές	Όχι. Εγγυημένη εξόφληση μέσω των καθημερινών διαπραγματεύσεων της εταιρείας	Πιθανό, συνήθως συνεχείς συναλλαγές στο χρηματιστήριο	Υποχρεωτικό
Gearing/leverage	Όχι τυπικό όριο, συνήθως 50%	Μέγιστο επίπεδο loan-to-value 50%	Όχι τυπικά όρια	Μέγιστο επίπεδο loan-to-value 55%

Πηγή: Schacht U., Wimschulte J., (2008), German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis Publishing

3.1.2 Ηνωμένο Βασίλειο

Ο θεσμός των REITs στο Ηνωμένο Βασίλειο (UK-REIT) εισήχθη με τη Οικονομική Πράξη του 2006, με αποτέλεσμα την επιλογή εννέα βρετανικών ομίλων για την εφαρμογή καθεστώτος REITs, οι οποίοι αντιπροσώπευσαν άμεσα το 8% της παγκόσμιας αγοράς REITs. Τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία, με την υγιή νομοθεσία, την ευνοϊκή αποδοχή από το κοινό και τον τεράστιο όγκο διοικούμενων ακινήτων, έχουν αποκτήσει την τρίτη μεγαλύτερη αγορά REIT στον κόσμο, μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και την Ιαπωνία. Η σημαντικότητα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου σε όρους μεγεθών υποστηρίζεται από τη θεσμική και δομική φύση της ίδιας της αγοράς. Ο επαγγελματικός οργανισμός υπηρεσιών ακινήτων είναι ο πλέον αναγνωρισμένος στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρά την ιστορία και την ισχύ του Βασιλικού Ινστιτούτου Ορκωτών Πραγματογνομόνων Ακινήτων (Royal Institution of Chartered Surveyors – R.I.C.S.) και τη διεθνής επέκταση άλλων συνεταιρισμών. Επίσης, η πόλη του Λονδίνου αποτελεί το παγκόσμιο κέντρο διαχείρισης κεφαλαίων⁵⁹, γεγονός που ενισχύει τη σημαντικότητα του Λονδίνου ως το κέντρο επενδύσεων και παροχής υπηρεσιών ακίνητης περιουσίας.

Η βρετανική αγορά ακινήτων αποτελεί μία από τις κυριότερες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, στην οποία οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία επιλέγουν να επενδύουν, συνήθως άμεσα και πιο σπάνια μέσω μεριδίων ιδιοκτησίας. Η τάση του μετοχικού κεφαλαίου είχε κυριαρχήσει στη δυτική στρατηγική επενδύσεων κατά τις δεκαετίες του 1980 και 1990, στο βαθμό που σήμερα τα μετοχικά κεφάλαια κυριαρχούν στα περισσότερα θεσμικά χαρτοφυλάκια, κυρίως στις Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο και το Χόνγκ Κόνγκ. Η εμπειρία των επενδυτών ακινήτων στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ήταν αρκετή για να πείσει τους περισσότερους από αυτούς να εγκαταλείψουν την κατηγορία των ακινήτων, με αποτέλεσμα τη χρεοκοπία πολλών εταιρειών ακινήτων, τη δυσπραγία των τραπεζών λόγω ελλειμμάτων από στεγαστικά δάνεια και των νοικοκυριών που όφειλαν περισσότερα από όσα είχαν δανειστεί. Όλα τα παραπάνω οδήγησαν στη μείωση της ρευστότητας της αγοράς ακινήτων, συγκριτικά με τις μετοχές και τα ομόλογα και υπέδειξαν την ανάγκη για διεθνή τιτλοποίηση των ακινήτων (global securitization).

⁵⁹ Baum, A., Lizieri, C. (2000).

Μετά τους αλματώδεις ρυθμούς ανάπτυξης στις αμερικανικές και αυστραλιανές αγορές ακινήτων με τη δημιουργία του θεσμού των REITs, το Ηνωμένο Βασίλειο αποφάσισε να υιοθετήσει το θεσμό, ο οποίος εξασφάλιζε έναν αποτελεσματικό φορολογικά επενδυτικό μηχανισμό.

Βασική προϋπόθεση των βρετανικών REITs είναι να φορολογούνται εντός της χώρας. Αν και οι υπερπόντιες επενδύσεις επιτρέπονται, το REIT δεν λαμβάνει πιστώσεις για τη φορολόγηση σε τέτοιες περιπτώσεις, ενώ η διανομή του κέρδους φορολογείται στην έδρα του REIT. Τουλάχιστον το 90% των κερδών διανέμεται, εκτός αν απαγορεύεται από τη βρετανική νομοθεσία ή από κάποια υπερπόντια ρύθμιση που συμπεριλαμβάνεται στις βρετανικές κανονιστικές διατάξεις. Η διανομή γίνεται κατά την κατάθεση της φορολογικής δήλωσης της εταιρείας του τρέχοντος οικονομικού έτους. Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται στις £50.000, εκ του οποίου τουλάχιστον το 25% της ονομαστικής του αξίας συν το σύνολο οποιασδήποτε πριμοδότησης πρέπει να καταβάλλεται⁶⁰. Το εκδομένο (issued) μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να αποτελείται από μία κατηγορία κοινών μετοχών, αλλά μπορεί, επίσης, να εκδίδει, χωρίς δικαίωμα ψήφου, προνομιούχες μετοχές σταθερού επιτοκίου. Οι κοινές αυτές μετοχές εγγράφονται σε αναγνωρισμένα χρηματιστήρια αξιών.

Τα βρετανικά REITs δεν μπορούν να προβούν σε ρυθμίσεις χρηματοδότησης μη εμπορικού χαρακτήρα, αλλά σε δάνεια στα οποία το επιτόκιο μειώνεται όσο αυξάνονται τα κέρδη. Πρόσθετη φορολογική επιβάρυνση προκύπτει εάν ένα REIT καταβάλλει μέρισμα σε μια εταιρεία ή νομικό πρόσωπο που αποτελεί δικαιούχο του 10% (ή περισσότερο) του μετοχικού κεφαλαίου ή ελέγχει το 10% (ή περισσότερο) των δικαιωμάτων ψήφου σε ένα REIT, εκτός αν έχουν ληφθεί εύλογα μέτρα ώστε να μην καταβληθεί το μέρισμα αυτό⁶¹. Κάθε REIT πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον τρία ακίνητα προς μίσθωση, εκ των οποίων κάθε ένα δεν πρέπει να υπερβαίνει το 40% της συνολικής αξίας των ακινήτων προς μίσθωση που συμπεριλαμβάνονται στην εταιρεία.

⁶⁰ www.cms-veh.com, REITs: a comparative approach throughout Europe.

⁶¹ Η HM Revenue and Customs (HMRC) έχει θέσει με κάθε λεπτομέρεια τα βήματα αυτά, ώστε να ικανοποιούν τη δοκιμή των «εύλογων μέτρων».

Συνοψίζοντας, οι δύο βασικοί κανόνες υπό τους οποίους λειτουργούν τα βρετανικά REITs είναι οι εξής⁶²:

- Λειτουργούν ως «εταιρείες εκμίσθωσης ακινήτων», με το 75% των εσόδων να προέρχονται από αυτή τη δραστηριότητα και 75% των περιουσιακών στοιχείων να χρησιμοποιούνται για το σκοπό αυτό. Παρόλα αυτά, αν οι όροι αυτοί ικανοποιούνται, ένα UK-REIT μπορεί να επιδίδεται και σε άλλες φορολογητέες βοηθητικές δραστηριότητες, στις οποίες περιλαμβάνεται και η αναδιαμόρφωση ακινήτων.
- Διανέμουν τουλάχιστον το 90% των κερδών προερχόμενων από την εκμίσθωση ακινήτων. Στο ποσοστό αυτό δεν περιλαμβάνονται κεφαλαιακά κέρδη από πωλήσεις ακινήτων, τα οποία είτε διανέμονται είτε επανεπενδύονται στο χαρτοφυλάκιο.

⁶² Baum, A., Devaney, S. (2008).

3.1.3 Ελλάδα

Το πρώτο REIT στην Ελλάδα, ή REICs (Real Estate Investment Companies) όπως είναι εγχώρια γνωστά, εισήχθη στο χρηματιστήριο το 2005. Το θεσμικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται ΑΕΕΑΠ – Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία) υφίσταται από το 1999 (Νόμος 2778/1999), και τροποποιήθηκε το 2002, εξαιτίας πολλών ελλείψεων και προβλημάτων του. Με το νόμο αυτό επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σκοπός του νομοθετήματος υπήρξε, κυρίως, η αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Η συγκέντρωση κεφαλαίων για τη συλλογική αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας παρασχέθηκε από το νόμο διττά, σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, και καταστατικής μορφής, όπως οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Ένας σύντομος ορισμός για τις εταιρείες αυτές είναι ο εξής⁶³:

Η Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ) είναι η ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας.

Το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει ελάχιστο ύψος €29,3 εκατομμυρίων που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Οι μετοχές των εταιρειών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές, ενώ απαγορεύεται η έκδοση ιδρυτικών τίτλων⁶⁴. Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται σε:

- ποσοστό τουλάχιστον 70% σε ακίνητη περιουσία
- κινητές αξίες μέχρι 10%

⁶³ Premium Property Operations, www.ppo.gr

⁶⁴ Καρυτίνος Α., Εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας, www.bankofgreece.gr

- άλλα κινητά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία, μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να ξεπεράσουν το 10% αυτών κατά την απόκτησή τους.

Σημειώνεται ότι τα ακίνητα στα οποία επενδύουν μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό. Τα ακίνητα αυτά μπορούν, επίσης, να είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή. Στην προκειμένη περίπτωση, όμως, τα έξοδα αποπεράτωσης δεν μπορούν να υπερβούν το 25% της αξίας του ακινήτου, όπως αυτό θα διαμορφωθεί μετά την αποπεράτωση ή από την επισκευή. Επιπλέον, στην έννοια των ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται τα οικόπεδα. Σκοπός του νομοθέτη είναι οι ΑΕΕΑΠ να αναλαμβάνουν αποκλειστικά τον κίνδυνο της κτηματαγοράς και όχι τον κίνδυνο της ανάπτυξης ακινήτων.

Η λειτουργία του θεσμού αυτού εγκαινιάσθηκε με τη δημιουργία της πρώτης ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) στην Ελλάδα, την «Πειραιώς ΑΕΕΑΠ». Μέχρι σήμερα, τρία REICs έχουν εισαχθεί στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αθηνών και ακόμα δύο βρίσκονται στη διαδικασία της ίδρυσης⁶⁵. Ενώ τα ελληνικά REICs υπόκεινται στη συνήθη φορολογική απαλλαγή από τον εταιρικό φόρο εισοδήματος, καταβάλλοντας έναν ονομαστικό ετήσιο φόρο επί της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων (20% προς στιγμήν), ένα επιπλέον σημαντικό πλεονέκτημά τους είναι ότι οι μέτοχοι τους λαμβάνουν τα μερίσματα χωρίς φόρο παρακράτησης (10% για άλλα εταιρικά μερίδια). Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις από τα ελληνικά REICs είναι σχεδόν απαλλαγμένες φορολογίας, γεγονός που τα καθιστά ελκυστική επενδυτική πρόταση. Επίσης, επωφελούνται και από άλλα φορολογικά πλεονεκτήματα, όπως είναι οι μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές περιουσίας (10% αντί 60%) και η εξαίρεση από το φόρο μεταβίβασης κατά την αγορά ακινήτου (11%). Γενικά, οι ελληνικές εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας απαλλάσσονται από όλους τους φόρους (συμπεριλαμβανομένου του φόρου αυτόματου υπερτιμήματος) και εισφορές υπέρ τρίτων εκτός από⁶⁶:

⁶⁵ Evangelou, K.. (2009).

⁶⁶ Καρυτινός, Α.. Εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας, www.bankofgreece.gr

- το φόρο υπεραξίας κατά την εισφορά των ακινήτων (υπό όρους).
- το φόρο, ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προσαυξημένου κατά μία εκατοστιαία μονάδα. Ο φόρος υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές, όπως απεικονίζονται στους εξαμηνιαίους πίνακες επενδύσεων.
- το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου 1%.

Τα ισχυρά σημεία του ελληνικού θεσμικού πλαισίου ταυτίζονται με τα αντίστοιχα των REITs διεθνώς και πιο σημαντικό αποτελεί το φορολογικό τους καθεστώς, ιδιαίτερα σε μια χώρα που οι φόροι που επιβαρύνουν τα ακίνητα είναι πολλοί και ιδιαίτερα επαχθείς. Στα θετικά συμπεριλαμβάνεται, επίσης, η ευελιξία στις επενδύσεις εκτός Ελλάδος. Αδυναμίες των ελληνικών REITs αποτελούν η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλων ποσοστού μετρητών (10%), οι περιορισμοί στις συμμετοχές σε άλλες εταιρείες ακινήτων, ο περιορισμός στο δανεισμό, οι σημαντικές ασάφειες στη σημερινή διατύπωση του νόμου για τις ΑΕΕΑΠ και το νέο νομοθετικό πλαίσιο για τα ακίνητα και συγκεκριμένα η εισαγωγή του ΦΠΑ, που αντικαθιστά το φόρο μεταβίβασης, καθώς και ο φόρος αυτόματου υπερτιμήματος⁶⁷.

⁶⁷ Καρυτινός, Α. (2006).

3.2 Άλλα Διεθνή REITs

3.2.1 Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Το 1986 υπήρξε το έτος ορόσημο για την ιστορία των τιτλοποιημένων ακινήτων και των REITs της Αμερικής, έτος κατά το οποίο η φορολογική μεταρρύθμιση άλλαξε εντελώς τον τρόπο λειτουργίας της βιομηχανίας ακινήτων. Ο τομέας των εμπορικών ακινήτων συχνά χρηματοδοτείτο από υψηλά ποσά χορηγήσεων. Τα περιουσιακά στοιχεία παρείχαν εμπράγματα εξασφαλίσεις για τα ενυπόθηκα δάνεια και τα μισθώματα από τα ακίνητα αυτά αποτελούσαν καθαρή πηγή εσόδων για την αποπληρωμή των τόκων των δανείων. Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και τις αρχές του 1990, ο ανταγωνισμός οξύνθηκε πολύ εξαιτίας της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986. Ξένοι επενδυτές, τράπεζες και οι περισσότερες αποταμιεύσεις και δάνεια κατευθύνονταν στην αγορά ακινήτων. Κατά την περίοδο αυτή, ήταν σύνηθες για ακίνητα ιδιωτών να φέρουν υποθήκες άνω του 90% της εμπορικής τους αξίας ή του κόστους κατασκευής τους και πολλές φορές ο λόγος δανείου/αξίας αυξανόταν. Η μετέπειτα σοβαρή ύφεση της αγοράς ακινήτων στις αρχές του 1990 ανάγκασε πολλούς δανειοδότες, επενδυτές και ιδιοκτήτες να αναθεωρήσουν τη χρηματοδότηση επενδύσεων ακίνητης περιουσίας.

Εξαιτίας της έλλειψης ιδιωτικών κεφαλαίων στα μέσα της δεκαετίας του 1990, τα REITs επανήλθαν στο προσκήνιο της αγοράς και αποτελούν έκτοτε βασικό επενδυτικό εργαλείο. Αν και εγκεκριμένα ομοσπονδιακά από τις αρχές του 1960 με τη σύγχρονη μορφή τους, υπήρξαν υποεκτιμημένα ως επενδυτικό μέσο μέχρι το 1993, όταν δημιουργήθηκε το πρώτο UPREIT (umbrella partnership REIT), το οποίο επέτρεπε στους συνεταιρισμούς ακινήτων να μεταβιβάζουν την κατοχή των συμφερόντων του συνεταιρισμού σε έναν άλλο, ελεγχόμενο από ένα UPREIT, συνεταιρισμό⁶⁸. Αυτό φάνηκε ιδιαίτερα ελκυστικό στους αμερικανούς επενδυτές ετερόρρυθμων εταιρειών, αφού αυτή η μεταβίβαση μπορούσε να γίνει χωρίς την επιβολή ομοσπονδιακών φόρων εισοδήματος. Όσο τα UPREITs αποκτούσαν δικαιώματα συνεταιρισμών, αγόρασαν κάποιες ετερόρρυθμες εταιρείες και

⁶⁸ Hong How H. et al.. (2004).

αποπλήρωσαν δανειακές υποχρεώσεις με χρήματα από προσφορές (offerings) REITs στη Wall Street. Η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε καθ' όλη τη δεκαετία του 1990 αλλά η μετοχική αξία των REITs έπεσε για μερικά χρόνια, καθώς ο επενδυτικός τομέας έχασε την «εύνοια» της Wall Street⁶⁹.

Εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 1989 των ΗΠΑ, το Κογκρέσο έθεσε σε εφαρμογή την Οικονομική Μεταρρύθμιση των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, η οποία μείωνε την ικανότητα των τραπεζών να επενδύουν σε ακίνητα. Στα μέσα του 1990, η αγορά παρείχε κεφάλαια στο πλαίσιο των αρχικών δημόσιων προσφορών, μόνο για εκείνες τις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούσαν πολύ συντηρητικούς δείκτες μόχλευσης. Κατά μέσο όρο, τα REITs χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους σχέδια κατά 50% με δανεισμό και κατά 50% από ίδια κεφάλαια, γεγονός που μειώνει αισθητά την αβεβαιότητα των επιτοκίων. Παρόλα αυτά, έγινε αντιληπτό ότι η μείωση των δεικτών μόχλευσης σε σταθερά ποσοστά μπορεί να θέσει σοβαρούς περιορισμούς στη δυνατότητα ενός επενδυτή να ανταπεξέλθει σε μεταβαλλόμενες οικονομικές συγκυρίες.

Το Δεκέμβριο του 1999, η αμερικανική κυβέρνηση υπέγραψε την Πράξη Εκσυγχρονισμού των REITs, η οποία έδωσε το δικαίωμα σε κάθε οργανισμό REIT να δημιουργεί και να κατέχει έως και το 100% ενός φορολογητέου θυγατρικού REIT (taxable REIT subsidiary – TRS), που θα παρείχε στους μισθωτές του, όπως και σε άλλους, σημαντικές υπηρεσίες, χωρίς να διακυβεύεται η νομική υπόστασή του⁷⁰. Επίσης, επέκτεινε τη φύση και τις υπηρεσίες που μπορεί να συμπεριλαμβάνει ένα TRS, όπως υπηρεσίες θυρωρείου στους μισθωτές, ανάπτυξη εμπορικών χρήσεων, έκπτωση στην αγορά προμηθειών και υπηρεσιών σε εμπορικούς μισθωτές. Παρόλα αυτά, υφίστανται και κάποιοι περιορισμοί. Τα TRS δεν μπορούν να ξεπερνούν το 20% των ακαθάριστων στοιχείων του ενεργητικού του μητρικού REIT. Οι δανειακές και οι μισθωτήριες συναλλαγές ενός REIT και του TRS του είναι περιορισμένες και ένας σημαντικός καταναλωτικός φόρος επιβάλλεται σε συναλλαγές που δεν γίνονται σε βάση πραγματικών συνθηκών αγοράς.

⁶⁹ Hong How H. et al.. (2004).

⁷⁰ Block, R. (2006).

Ως τα παλαιότερα και πιο αναπτυγμένα REITs παγκοσμίως, τα REITs των ΗΠΑ (US-REITs) θεωρούνται επιτυχημένα τόσο εγχώρια, όσο και στις διεθνείς αγορές. Η κεφαλαιαγορά τους ανερχόταν το 2007 σε \$450 δισεκατομμύρια, με 184 εγγεγραμμένα REITs στο χρηματιστήριο.

3.2.2 Αυστραλία

Η αυστραλιανή αγορά αποτελεί, μαζί με τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, την πιο αναπτυγμένη αγορά REITs παγκοσμίως. Στην Αυστραλία, τα εγγεγραμμένα περιουσιακά κεφάλαια (listed property trusts – LPTs) είναι μοναδοποιημένα (unitized) χαρτοφυλάκια μεγάλου μεγέθους περιουσιακών στοιχείων, τα οποία, εξαιτίας του μεγέθους και της αξίας τους, δεν μπορούν να αγοραστούν από το μέσο ιδιώτη επενδυτή. Έτσι, οι μεγάλες αυτές επενδύσεις διαχωρίζονται σε μονάδες μικρότερης αξίας, οι οποίες μπορούν να αγοραστούν από τους ιδιώτες επενδυτές. Ο θεσμός των LPTs εισήχθη για πρώτη φορά το 1971, ενώ πήρε τη σημερινή μορφή του το 1985, και χαρακτηρίζεται ως το πιο ευνοϊκό καθεστώς. Εκείνη την εποχή, θεωρούνταν υποκατάστατο των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα με ενισχυμένη ρευστότητα, αφού ήταν εισηγμένα στο χρηματιστήριο. Παρά τη βραδεία εκκίνησή τους αρχικά, ο τομέας των LPTs έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Από λιγότερα από \$5 δισεκατομμύρια στις αρχές της δεκαετίας του 1990, έφτασε μια κεφαλαιαγορά των \$115 δισεκατομμυρίων το Φεβρουάριο του 2007.

Σε αντίθεση με άλλα παγκόσμια REITs, η αυστραλιανή αγορά δεν είναι απολύτως οργανωμένη, όπως παρουσιάζεται παρακάτω:

- δεν υφίστανται υποχρεωτικές προϋποθέσεις εισαγωγής στο χρηματιστήριο
- δεν υφίσταται μόχλευση ή όρια κάλυψης τόκων
- δεν υφίστανται υποχρεωτικοί περιορισμοί στη διαφοροποίηση
- δεν υπάρχει ιδιοκτησία ή διοίκηση

Πιο συγκεκριμένα, τα LPTs μπορούν να κατέχουν εγχώρια ή διεθνή περιουσιακά στοιχεία. Εκτός των συνόρων της Αυστραλίας, τα LPTs διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία στις ΗΠΑ, τη Νέα Ζηλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα ενός LPT είναι ότι παρέχει στους επενδυτές έναν ικανοποιητικό βαθμό διαφοροποίησης. Η γεωγραφική διαφοροποίηση προσφέρει στους επενδυτές των LPTs έκθεση σε ποικίλες τοπικές οικονομίες, πράγμα που σημαίνει την κατοχή περιουσιακών στοιχείων σε περισσότερες από μία πολιτείες, δηλαδή διαφοροποίηση ανάμεσα σε διαφορετικές περιφέρειες. Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι η διαφοροποίηση ανάμεσα σε διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι τα

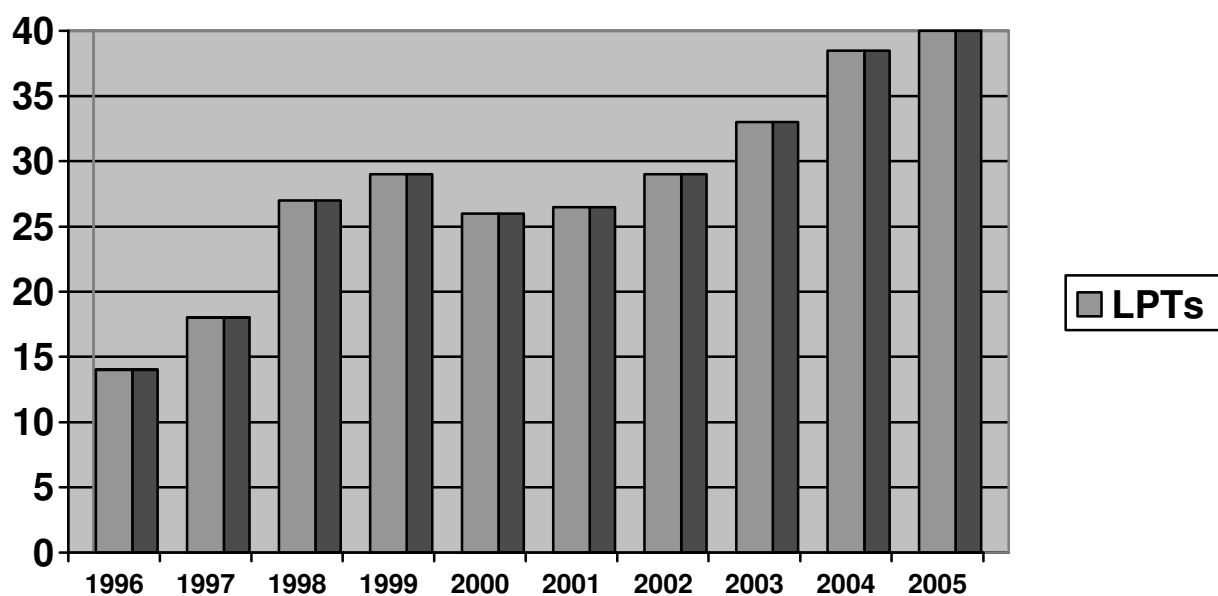
γραφεία, οι βιομηχανίες, η αναψυχή. Αυτό βοηθά στη διασπορά του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου, αφού οι κύκλοι της αξίας των ακινήτων επηρεάζονται από διαφορετικούς παράγοντες σε κάθε τομέα. Επιπλέον, τα LPTs, είναι αφορολόγητα σε εταιρικό επίπεδο και τα μερίσματά τους υπόκεινται στη φορολογία εισοδήματος του επενδυτή. Αν και δεν υφίστανται νομικές ή κανονιστικές απαιτήσεις για την ίδρυση μιας εταιρείας ακίνητης περιουσίας, οι εταιρείες αυτές υπόκεινται σε ορισμένες ρυθμίσεις, όπως το Κανονιστικό Σχέδιο για τη Διαχείριση Επενδύσεων, το οποίο προτείνει τη διαχείριση της εταιρείας από έναν υπεύθυνο εταιρικό διαχειριστή⁷¹. Στον τομέα των LPTs, η πλειονότητα των εταιρειών εκπροσωπείται από εσωτερικές διαχειριστικές δομές. Αξίζει να σημειωθεί ότι το μεγαλύτερο REIT διεθνώς προέρχεται από την Αυστραλία. Ο όμιλος Westfield αποτελεί τον ηγέτη στις ιδιοκτησίες εμπορικών ακινήτων, κατέχοντας σχεδόν το 20% του συνολικού χώρου εμπορικών κέντρων στην Αυστραλία, ακολουθούμενος από δύο άλλα εγχώρια REITs, τους ομίλους Stock-land και Macquarie Goodman⁷².

Το Διάγραμμα 3.1 παρουσιάζει τα επίπεδα δανεισμού (gearing) των LPTs για το χρονικό διάστημα 1996 – 2005. Όπως είναι εμφανές, κατά τη δεκαετία αυτή, τα επίπεδα δανεισμού των αυστραλιανών REITs αυξήθηκαν από περίπου 14% στο 40%, γεγονός που οφείλεται στην τάση επέκτασης και δημιουργία αυξημένων αποδόσεων των LPTs. Η υιοθέτηση επιπλέον επιπέδων χρέους έχει συμβάλει στην ισχυρή κατανομή ανά μονάδα μεγέθυνσης⁷³.

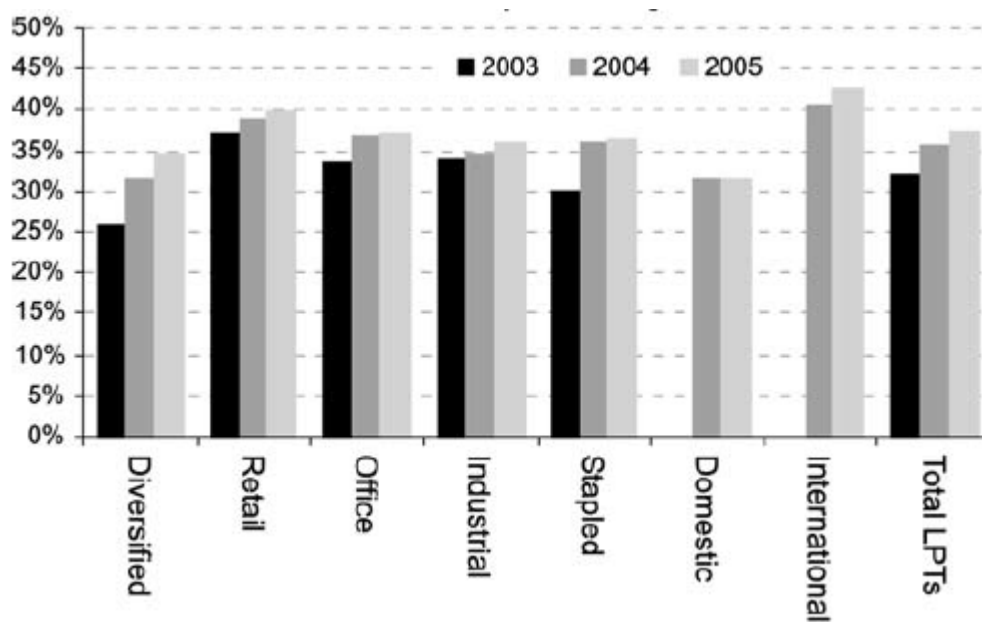
⁷¹ The Australian Securities and Investments Commission (Australian Regulatory Framework), Issued in Reserve Bank of Australia online, <http://www.rba.gov.au/FinancialSystemStability/AustralianRegulatoryFramework/asic.html> retrieved on 16 Nov, 2007

⁷² The Australian Securities and Investments Commission (Australian Regulatory Framework), Issued in Reserve Bank of Australia online, <http://www.rba.gov.au/FinancialSystemStability/AustralianRegulatoryFramework/asic.html>

⁷³ UBS (2004)

Διάγραμμα 3.1**Τα επίπεδα δανεισμού των LPTs για το χρονικό διάστημα 1996 – 2005**

Πηγή: PIR, Mercers, UBS and CFS Research

Διάγραμμα 3.2**Τα επίπεδα δανεισμού των υποτομέων των LPTs κατά την τριετία 2003-2005**

Πηγή: UBS and CFS Research

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζονται τα επίπεδα δανεισμού των υποτομέων των LPTs κατά την τριετία 2003-2005, όπου παρατηρούνται μεγάλες διαφοροποιήσεις. Ο υποτομέας με το υψηλότερο δανεισμό είναι το λιανικό και διεθνές εμπόριο. Οι διαφοροποιήσεις αυτές οφείλονται, μερικώς, στη σταθερότητα της ροής εισοδήματος. Για παράδειγμα, η υψηλότερη μόχλευση στο λιανικό εμπόριο από τα γραφεία δικαιολογείται από τη σταθερή ρευστότητα, η οποία ενισχύεται από τις μακροχρόνιες μισθωτήριες συμβάσεις⁷⁴.

⁷⁴ De Francesco, A. (2007).

3.2.3 Ιαπωνία

Η ιαπωνική αγορά REITs (J-REITs) συνεχίζει να αναπτύσσεται ως μέρος της αλλαγής της δομής στην ιαπωνική αγορά ακινήτων, με τα J-REITs να αποκτούν όλο και πιο σημαντική θέση στις αυξανόμενες επενδύσεις σε ακίνητα. Αντίστοιχα, οι δομικές αυτές αλλαγές επηρεάζουν ουσιαστικά την αγορά ακινήτων, με τα αυξανόμενα επίπεδα αποτελεσματικότητας, ρευστότητας, πληροφορίας και τιμολόγησης. Το σημαντικότερο μέρος της αγοράς γραφείων της Ιαπωνίας είναι στην μητροπολιτική περιοχή του Τόκυο, περιοχή που περιλαμβάνει τόσο την πόλη του Τόκυο καθώς και τους γειτονικούς νομούς. Το Τόκυο κατέχει μεγάλο μέρος του ενεργού πληθυσμού της Ιαπωνίας και ευρύτατο φάσμα βιομηχανιών, εφόσον είναι το κέντρο των εθνικών πολιτικών και της οικονομικής δραστηριότητας. Επομένως, είναι φυσικό πολλά REITs να συγκεντρώνουν τις επενδύσεις τους σε κτίρια γραφείων στο κέντρο του Τόκυο.

Τα J-REITs εισήχθησαν με την τροπολογία του Νόμου Εταιρικών Επενδύσεων και Κεφαλαίων το Νοέμβριο 2000, δημιουργώντας ταυτόχρονα φορολογική νομοθεσία για τα J-REITs. Ο Νόμος περί Εταιρικών Επενδύσεων και Κεφαλαίων θέτει πολλούς περιορισμούς στα J-REITs, απαιτώντας σχεδόν ένα χρόνο για την ίδρυσή τους. Αρχικό βήμα αποτελεί η ίδρυση μιας εταιρείας διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και η εξασφάλιση Άδειας Πρακτόρων Ανέγερσης Οικοπέδων και Αγοραπωλησίας Κτιρίων και Άδειας Πρακτόρων Διακριτών Συναλλαγών από το Υπουργείο Γης, Υποδομών και Μεταφορών. Αφού αποκτηθούν οι άδειες αυτές, η εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων μπορεί να κάνει αίτηση για την έγκριση για τον τίτλο της Εταιρείας Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων από την Κρατική Οικονομική Υπηρεσία. Από τη στιγμή που εξασφαλίζεται η άδεια, η Εταιρεία Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων μπορεί να ιδρύσει ένα J-REIT. Κάθε J-REIT υπόκειται στην ιαπωνική εταιρική φορολόγηση. Παρόλα αυτά, είναι δυνατόν να αφαιρέσει μερίσματα των μετόχων από το φορολογήσιμο εισόδημα, εάν το J-REIT ακολουθεί ορισμένες προϋποθέσεις, μια εκ των οποίων είναι τουλάχιστον το 90% του φορολογήσιμου εισοδήματος να διανέμεται ως μέρισμα.

Τα δύο πρώτα J-REITs που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Τόκυο το Σεπτέμβριο του 2001 ήταν η Nippon Building Fund Inc. και η Japan Real Estate Investment

Corporation. Η αγορά των J-REITs επεκτείνεται και μέχρι τις αρχές του 2007 41 J-REITs είχαν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, με αγοραία αξία της τάξης των \$50 δισεκατομμυρίων⁷⁵. Η ανάπτυξη αυτή συνεχίζεται, παρά την εισαγωγή ενός νέου νόμου τον Οκτώβριο του 2004, ο οποίος απαγόρευε από τους επενδυτές την πώληση των μετοχών τους στο REIT για έξι μήνες μετά την εισαγωγή του κεφαλαίου στο χρηματιστήριο. Η νέα νομοθεσία εισήχθη για να αποθαρρύνει την πώληση μετοχών σε επιλεγμένους επενδυτές μόλις το REIT εισαχθεί στο χρηματιστήριο, με στόχο τα υψηλά κεφαλαιακά κέρδη⁷⁶.

⁷⁵ Newell G. et al. (2006).

⁷⁶ Nikkei Report, 2004

3.2.4 Χόνγκ Κόνγκ

Ο Κώδικας των REITs και η Πράξη Εφαρμογής εισήχθησαν για πρώτη φορά το 2003. Τα REITs του Χόνγκ Κόνγκ (HK- REITs) πρέπει να ακολουθούν τον κώδικα των REITs της Επιτροπής Κινητών Μελλοντικών Αξιών (Securities and Future Commission) για έγκριση της λειτουργίας τους. Οι κανονισμοί του Χόνγκ Κόνγκ θέτουν ως περιορισμό στις ενεργές συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων το να πρέπει η πλειονότητα των εσόδων να προέρχεται από μισθώματα. Τουλάχιστον το 90% των ελεγμένων ετήσιων καθαρών εσόδων, μετά τη φορολόγηση, θα πρέπει να διανέμεται στους μετόχους ως μέρισμα και κάθε είδους συναλλαγή υπόκειται στην έγκριση των μετόχων. Οι επενδυτικοί περιορισμοί ορίζουν ότι τα REITs επενδύουν μόνο σε περιουσιακά στοιχεία, τα οποία παράγουν εισόδημα.

Μέχρι το Φεβρουάριο του 2007, πέντε REITs ήταν εγγεγραμμένα στο χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ, με συνολική αγορά κεφαλαιοποίησης \$59 δισεκατομμύρια.

3.2.5 Σιγκαπούρη

Τα REITs της Σιγκαπούρης (S-REITs) ρυθμίζονται από την Πράξη Μελλοντικών Αξιών (Securities Futures Act) και τον Κώδικα Συλλογικών Επενδυτικών Σχεδίων (Code on Collective Investment Scheme) που εκδίδονται από τη Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης. Οι πρώτες ρυθμιστικές οδηγίες για κεφάλαια ακινήτων εκδόθηκαν από τη Νομισματική αρχή το Μάιο του 1999. Το πρώτο REIT εισήχθη στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης τον Ιούλιο του 2002. Σήμερα, είναι εισηγμένα συνολικά 16 REITs με αγοραία κεφαλαιοποίηση της τάξεως των 17 δισεκατομμυρίων δολαρίων περίπου⁷⁷. Η απόδοση των REITs της Σιγκαπούρης παρουσιάζεται αρκετά ικανοποιητική, παρά τη σχετικά υποτονική αγορά ακινήτων. Παρόλα αυτά, υπάρχουν ακόμα προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου αυτού.

Τα S-REITs κατέχουν μόλις το 5% των χώρων γραφείων προς ενοικίαση, το 10% των χώρων λιανικής και 3% των βιομηχανικών χώρων. Επομένως, μαζί με τη σταθερή χρηματιστηριακή αγορά, κάποιες από τις άλλες εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης αναμένεται να μετατραπούν σύντομα σε S-REITs. Η επιτυχία του τομέα των REITs στη Σιγκαπούρη έχει δημιουργήσει ευκαιρίες και για άλλες εταιρείες να ιδρύσουν το δικό τους REIT.

Κάθε S-REIT έχει τη δυνατότητα να επενδύει μόνο σε ακίνητα, σε στοιχεία ενεργητικού σχετιζόμενα με ακίνητα (συμπεριλαμβανομένων ομολόγων και μετοχών εταιρειών ακινήτων, ενυπόθηκους τίτλους ή άλλα κεφάλαια ακινήτων), σε εισηγμένα ή μη εισηγμένα ομόλογα και μερίδια εισηγμένων εταιρειών (μη ακινήτων), όπως, επίσης, κρατικά ομόλογα ή ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών, ενώ δεν μπορούν να συμμετέχουν σε δραστηριότητες ανάπτυξης ακινήτων, όπως οι επενδύσεις σε μη εισηγμένες εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων⁷⁸. Επίσης, σε αντίθεση με τις περισσότερες αναπτυγμένες αγορές REITs, η συνολική μόχλευση ενός S-REIT δεν πρέπει να υπερβαίνει το 35% των περιουσιακών του στοιχείων. Με την υψηλή ζήτηση και ανάπτυξη των S-REITs, τα όρια αυτά αποδεικνύονται εμπόδιο για τη μελλοντική τους

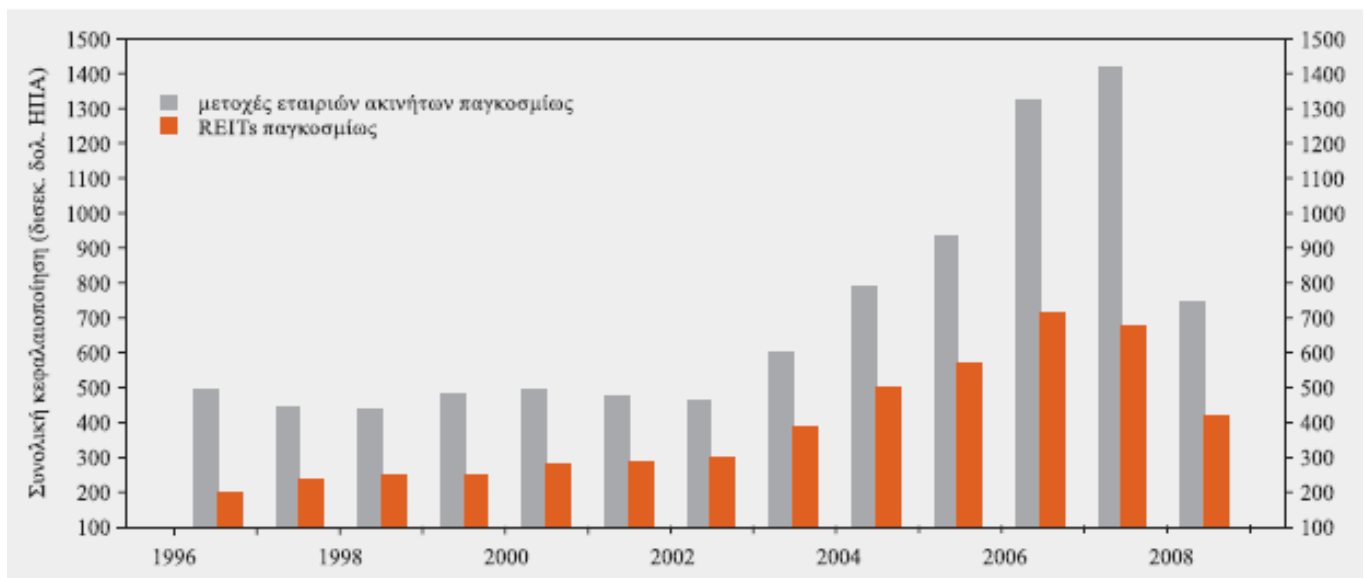
⁷⁷ Li, Z. (2008).

⁷⁸ <http://www.nareit.com/porfoliomag/05special/p53.shtml#sin>

ανάπτυξη. Μετά τη συνειδητοποίηση του εμποδίου από τη Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης, εκδόθηκε το 2007 μια έγγραφη διαβούλευση, η οποία πρότεινε αρκετές αλλαγές και βελτιώσεις στο ρυθμιστικό πλαίσιο των S-REITs, σύμφωνα με τις οποίες ένα S-REIT θα μπορεί να επεκτείνει το 35% του ορίου δανεισμού εφόσον εξασφαλίσει μια αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από έναν ειδήμονα οργανισμό. Ο συνολικός δανεισμός δεν θα πρέπει, όμως, να υπερβαίνει το 60% των περιουσιακών στοιχείων του REIT⁷⁹.

Διάγραμμα 3.3

Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιρειών ακινήτων και REITs



Πηγή: S&P/Citigroup World Property Broad Market, Δεκέμβριος 1996-Δεκέμβριος 2008

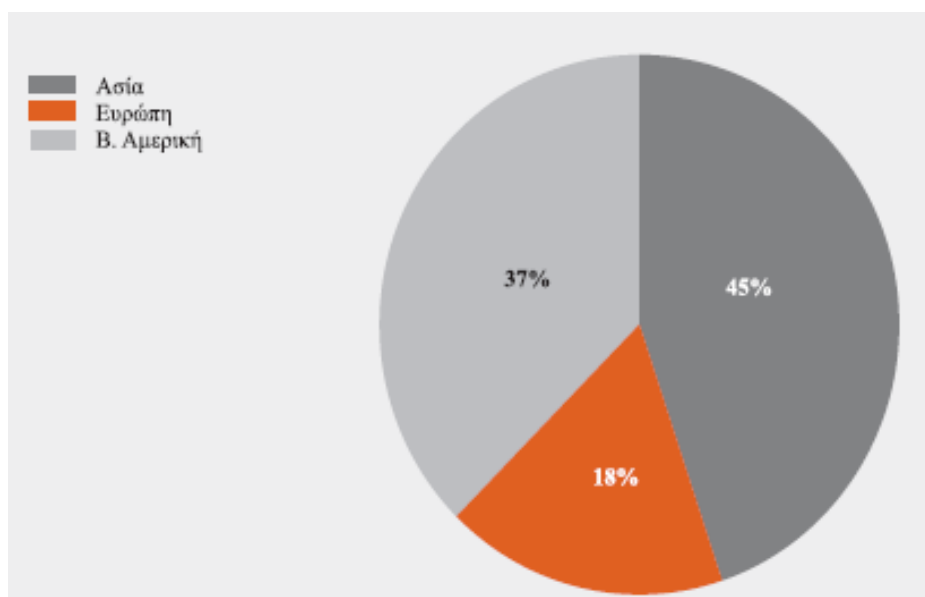
Στο Διάγραμμα 3.3 εμφανίζεται η ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιρειών ακινήτων και REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας. Το 1996 τα REITs αντιπροσώπευαν το 24% περίπου της αξίας των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων, ενώ στα τέλη του 2007 η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων υπερδιπλασιάστηκε, αλλά η συμμετοχή των REITs σε αυτά αυξήθηκε από 24% σε 43% περίπου. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει την τάση κυριαρχίας των REITs στις

⁷⁹ Li, Z. (2008).

επενδυτικές αγορές ακινήτων παγκοσμίως⁸⁰. Ωστόσο, στα τέλη του 2008 ήταν εμφανή τα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αφού η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων μειώθηκε κατά 44% περίπου, φθάνοντας στα επίπεδα του 2004 και η συνολική αγορά των REITs μειώθηκε κατά 44% περίπου.

Διάγραμμα 3.4

Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των REITs



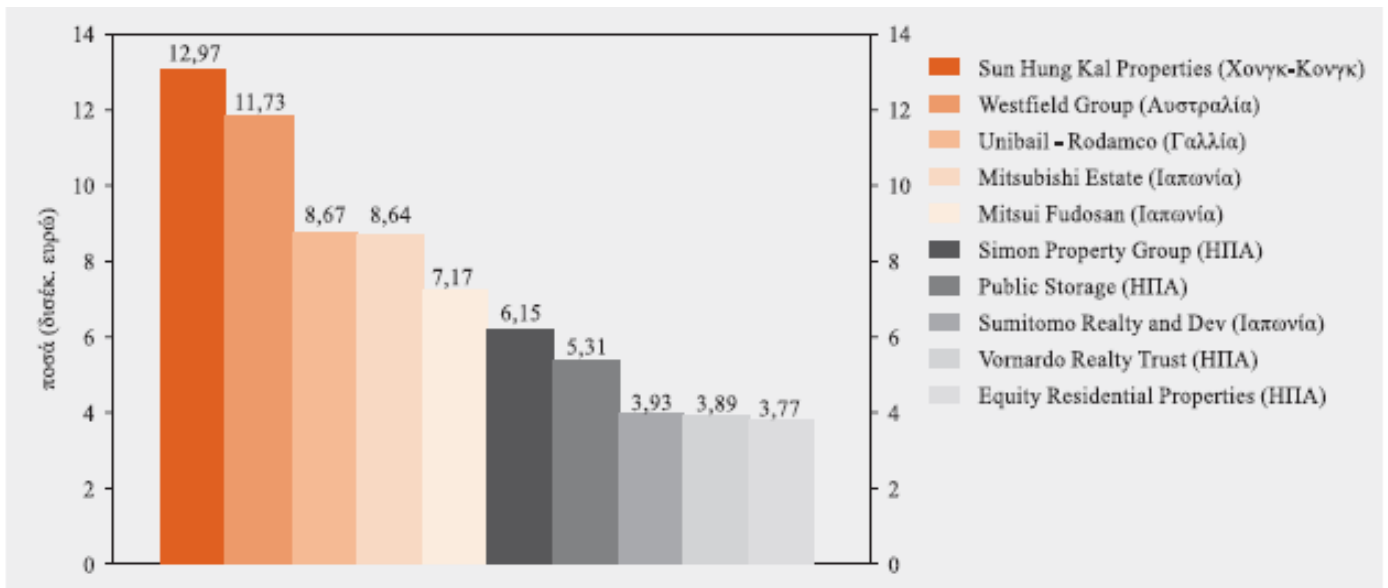
Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009

Στο Διάγραμμα 3.4 εμφανίζεται η παγκόσμια κατανομή των εισηγμένων REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας. Η Ασία κατέχει τη μερίδα του λέοντος, με ποσοστό 45% επί της παγκόσμιας αγοράς, ενώ ακολουθεί η Βόρεια Αμερική με ποσοστό 37% και η Ευρώπη με ποσοστό 18%.

⁸⁰ Καρυτινός, Α. (2006).

Διάγραμμα 3.5

Τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο



Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009

Το Διάγραμμα 3.5 παρουσιάζει τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο. Το μέσο μέγεθός τους ήταν €7,2 δισεκατομμύρια, με τις μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου να εμφανίζουν υπερδιπλάσια μεγέθη.

Πίνακας 3.2

Διαφορές θεσμικού πλαισίου σε Β.Αμερική, Ασία και Αυστραλία

Χώρες	Β.Αμερική		Ασία			Αυστραλία
	ΗΠΑ	Καναδάς	Σιγκαπούρη	Χονγκ Κονγκ	Ιαπωνία	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα
Ανάπτυξη	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης	10%	ΟΧΙ	50%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης
Όριο δανεισμού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς	35% επί του ενεργητικού	35% επί του ενεργητικού	35% επί του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς

Πηγή: EPRA και NBS Real Estate

Πίνακας 3.3**Διαφορές θεσμικού πλαισίου στην Ευρώπη**

Χώρες	Ευρώπη				
	Ελλάδα	Ολλανδία	Γαλλία	Ηνωμένο Βασίλειο	Γερμανία
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά και οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά ακίνητα
Ανάπτυξη	25%	ΝΑΙ (μέσω θυγατρικής) χωρίς άλλους περιορισμούς	20%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης
Όριο δανεισμού	50% επί του ενεργητικού	60% των επενδύσεων σε ακίνητα + 20% του λοιπού ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	(κέρδη+τόκοι)/τόκοι > 2,5 Επιτρέπεται και επιπλέον δανεισμός με φόρο 30%.	60% επί του ενεργητικού

Πηγή: EPRA και NBS Real Estate

ΜΕΡΟΣ Β:

ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Χρηματοοικονομική ανάλυση της αγοράς ακινήτων

4.1 Θεωρητική ανάλυση

Η μέτρηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης γίνεται μέσω της αξιολόγησης της επιχείρησης με υποδείγματα που στηρίζονται κυρίως σε ποσοτικά στοιχεία, σε τιμές αριθμοδεικτών αλλά και σε ποιοτικά στοιχεία, κυρίως σε σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης. Η ανάλυση αποτελεσμάτων μιας επιχειρηματικής δράσης πραγματοποιείται μέσω δεικτών απόδοσης, μετά τον καθορισμό των περιοχών κύριων αποτελεσμάτων, οι οποίες διακρίνονται σε:

- Κερδοφορία (profitability)
- Ρευστότητα (liquidity)
- Φερεγγυότητα (solvency)

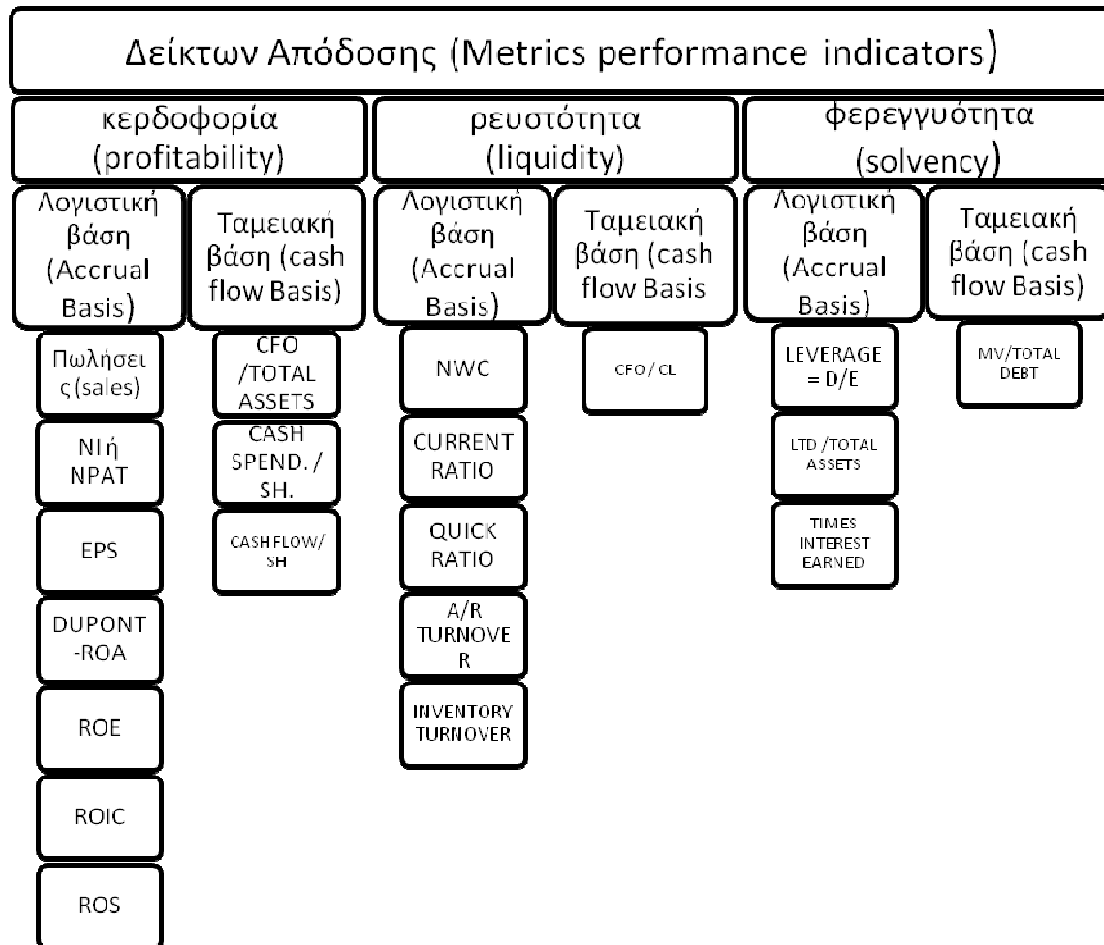
Η χρήση των αριθμοδεικτών γίνεται από τις δύο βάσεις της λογιστικής:

- τη λογιστική βάση των δεδουλευμένων μερών (Accrual Basis)
- την ταμειακή βάση (cash flow Basis) ή ταμειακές ροές από συνεχιζόμενες δραστηριότητες (cash flow from continue operations).

Οι κύριοι αριθμοδείκτες αποτελεσμάτων και ταμειακών ροών ανά κατηγορία παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 4.1.

Διάγραμμα 4.1

Κύριοι αριθμοδείκτες ανά περιοχή κύριων αποτελεσμάτων και ταμειακών ροών



4.1.1 Κερδοφορία

Η απόδοση ενεργητικού (return on assets – ROA) αποτελεί κύριο δείκτη κερδοφορίας. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται και με άλλες ονομασίες, όπως ROGA (return on gross assets), ROTA (return on total assets), ROI (return on investment)

Επίσης, εξάγεται με τη χρήση των εννοιών απασχολούμενο ενεργητικό (employed assets), χρησιμοποιούμενο ενεργητικό (utilized assets) και παραγωγικό ενεργητικό (productive assets).

Ο δείκτης απόδοσης κεφαλαίων ROE (return on equity): υπολογίζει το ποσοστό επί τοις εκατό των κερδών των μετόχων στη σωρευμένη τους επένδυση (accumulated investment) έτσι :

$$\text{Απόδοση κεφαλαίων ROE} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Μ.Ο κεφαλαίων}} = \frac{\text{Net income}}{\text{Average owner's equity}}$$

Στη μέγιστη ανάπτυξή του, κάνοντας χρήση της μεθοδολογίας του υποδείγματος Dupont, ο δείκτης, είτε με χρήση στοιχείων τέλους είτε με μέσους όρους, μπορεί να γραφεί :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net income}}{\text{equity}} = \frac{\text{Net income}}{\text{sales}} * \frac{\text{sales}}{\text{assets}} * \frac{\text{assets}}{\text{equity}}$$

Μεγάλη αξία στον προγραμματισμό δράσης των επιχειρήσεων έχει ο δείκτης της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου ROIC (return on invested capital) που ορίζεται ως:

$$\begin{aligned} \text{Απόδοση επενδυμένου κεφαλαίων ROIC} &= \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Μ.Ο επενδυμένων κεφαλαίων}} \\ &= \frac{\text{Net income}}{\text{Average invested capital}} \\ &= \frac{\text{Net income}}{\text{Average (equity + interest bearing debt)}} \end{aligned}$$

δηλαδή απόδοση του μέσου όρου των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Άλλοι δείκτες κερδοφορίας είναι :

➤ Καθαρό περιθώριο κέρδους από τις πωλήσεις ROS (return on sales)

$$\text{ROS} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{\text{Net income}}{\text{sales}}$$

- Κέρδη προς κεφάλαιο κίνησης ROWC (return on working capital)

$$ROWC = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{κεφάλαιο κίνησης}} = \frac{\text{Net income}}{\text{working capital}} \text{ ή } \frac{\text{Net income}}{\text{average working capital}}$$

$$ROWC = \frac{\text{Net income}}{\text{average current assets} - \text{average current liabilities}}$$

- Κέρδη προ φόρων προς κέρδη μετά από φόρους IBVAT (Income before versus after taxes)

$$\text{Κέρδη προ φόρων} = \frac{\text{Κέρδη μετά από φόρους}}{(1 - \text{φορολογικό συντελεστή})}$$

$$\text{Income before taxes} = \frac{\text{Income after taxes}}{(1 - \text{tax rate})}$$

4.1.2 Ρευστότητα

Οι κύριοι αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity metrics) είναι οι εξής:

- Κεφάλαιο κίνησης, το οποίο ισούται με κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τρέχουσες υποχρεώσεις.

$$\text{Working Capital} = \text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}$$

- Συντελεστής ρευστότητας (current ratio)

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

- Συντελεστής άμεσης ρευστότητας (*quick ratio or acid test ratio*)

Quick Ratio or Acid Test Ratio

$$= \frac{\text{cash} + \text{short term securities} + \text{notes \& accounts receivable}}{\text{Current Liabilities}}$$

4.1.3 Φερεγγυότητα

Στους αριθμοδείκτες φερεγγυότητας ή μακροπροθέσμων στοιχείων ισολογισμού ανήκουν οι δείκτες των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια όπως:

$$\text{Debt to Equity DTE} = \frac{\text{debt}}{\text{equity}} \text{ ή } \text{Debt Ratio DR} = \frac{\text{debt}}{\text{total assets}}$$

Ένας σημαντικός αριθμοδείκτης είναι αυτός που δείχνει πόσες φορές σε μία επιχείρηση «κερδίζουν» οι τόκοι-έξοδα ΤΙΕ, δίνοντας εναλλακτικά το πόσες φορές μπορεί να αυξηθεί ο δανεισμός μίας επιχείρησης και η επιχείρηση να είναι σε θέση να τον εξυπηρετήσει. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από τον τύπο

$$\text{Times Interest Earned TIE} = \frac{\text{EBIT income before interest and taxes}}{\text{interest expenses}}$$

Στη συνέχεια, γίνεται ανάλυση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης μέσω της μεθόδου του Altman (Altman's Z-score) και του υποδείγματος Dupont.

4.1.4 Altman's Z-score

Το υπόδειγμα έχει αναπτυχθεί σε δύο μορφές, το εξειδικευμένο υπόδειγμα (specialized model), που ισχύει για τις εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις και το γενικευμένο υπόδειγμα (general model), που ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε πέντε δείκτες που, σταθμιζόμενοι με κάποιους συντελεστές, αθροίζονται, και δίνουν την επίδοση της επιχείρησης. Το γενικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε τέσσερεις δείκτες που σταθμίζονται με συντελεστές και αθροιζόμενοι δίνουν την επίδοση της επιχείρησης. Η οικονομική ευρωστία μιας επιχείρησης και για τα δύο υποδείγματα εξαρτάται ανάμεσα σε ποιο εύρος τιμών βρίσκεται η επίδοση της επιχείρησης.

4.1.4.1 Το εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Πίνακας 4.1 Εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Συντελεστές μετρήσεων – Metric component	Αριθμοδείκτης X συντελεστής στάθμισης - Pure ratio X coefficient	Κριτικές τιμές αριθμοδεικτών – Pure ratio mean values of Altman's sampled companies	
		Πτώχευση - bankrupt	Μη πτώχευση - Non bankrupt
1. Μέτρηση Ρευστότητας – Liquidity metric	$\frac{\text{Κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 1.2$ ή $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} * 1.2$	-0.06	0.41
2. Μέτρηση ιστορικής κερδοφορίας - Historical profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη εις Νέο}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 1.4$ ή $\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Total Assets}} * 1.4$	-0.63	0.36
3. Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας - Current profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη προ τόκων & φόρων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 3.3$ ή $\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}} * 3.3$	--0.32	0.15

4. Μέτρηση φερεγγυότητας – Solvency metric	$\frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}} * 0.6$ Κοινών και προνομιούχων μετοχών ή $\frac{\text{Market Value}}{\text{Total Liabilities}} * 0.6$ Common and Preferred stock	0.40	2.48
5. Μέτρηση της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού – Asset turnover metric	$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 1.0$ ή $\frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} * 1.0$	1.50	1.90

Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των πέντε αριθμοδεικτών πολλαπλασιαζόμενων με τον αντίστοιχο συντελεστή, δηλαδή το άθροισμα των τιμών της δεύτερης στήλης.
Οι κριτικές τιμές που συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι :

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

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

4.1.4.2 Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Πίνακας 4.2 Γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Συντελεστές μετρήσεων – Metric component	Αριθμοδείκτης X συντελεστής στάθμισης – Pure ratio X coefficient	Κριτικές τιμές αριθμοδεικτών – Pure ratio mean values of Altman's sampled companies	
		Πτώχευση - bankrupt	Μη πτώχευση - Non bankrupt
1. Μέτρηση Ρευστότητας – liquidity metric	$\frac{\text{Κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 6.56$ ή $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Assets}} * 6.56$	-0.06	0.41
2. Μέτρηση ιστορικής κερδοφορίας - Historical profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη εις Νέο}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 3.26$ ή $\frac{\text{Retained earnings}}{\text{Total Assets}} * 3.26$	-0.63	0.35
3. Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας – Current profitability metric	$\frac{\text{Κέρδη προ τόκων & φόρων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 6.72$ ή $\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}} * 6.72$	--0.32	0.15
4. Μέτρηση φερεγγυότητας – Solvency metric	$\frac{\text{Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}} * 1.05$ ή $\frac{\text{Equity}}{\text{Total Liabilities}} * 1.05$	0.49	2.68

Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των τεσσάρων αριθμοδεικτών πολλαπλασιαζόμενων με τον αντίστοιχο συντελεστή, δηλαδή το άθροισμα των τιμών της δεύτερης στήλης. Οι κριτικές τιμές που συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι :

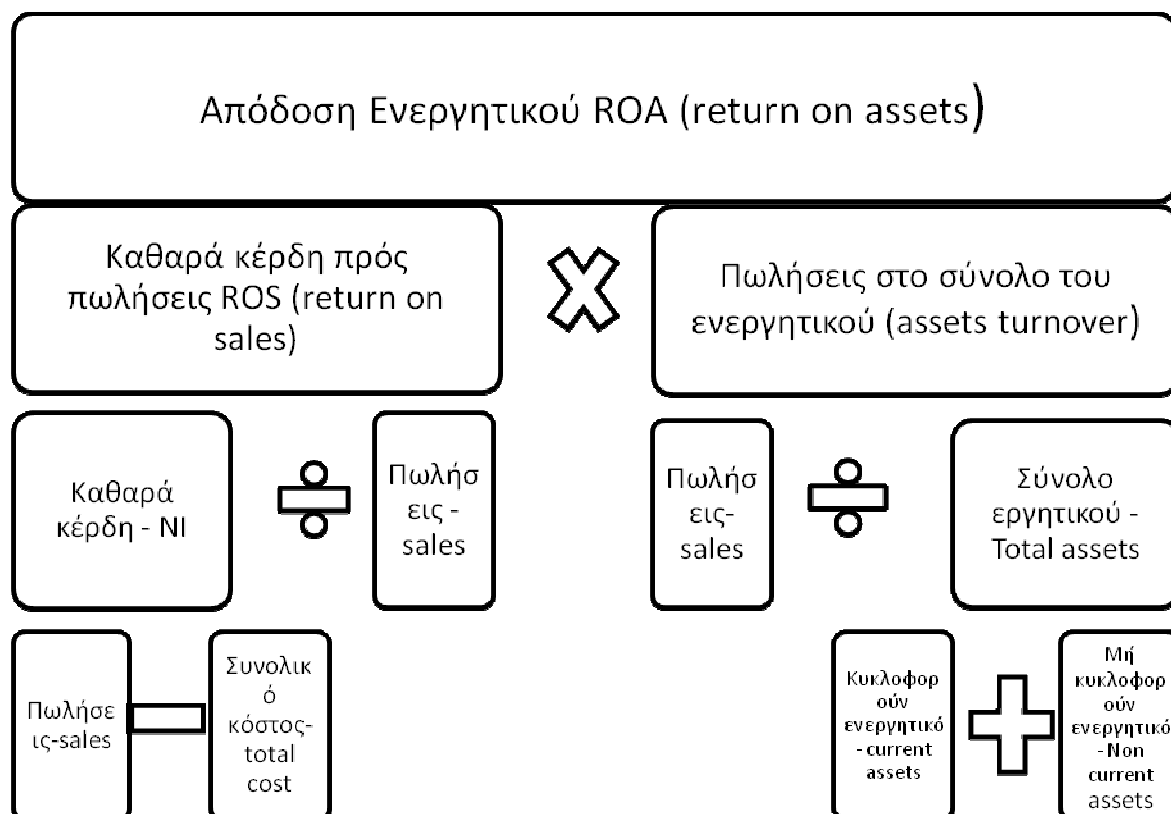
Επίδοση - Score	Πιθανότητα Αποτυχίας- Likelihood of failure	Κριτικές τιμές πτώχευσης – Mean Z-score
... < 1.80	Πολύ υψηλή - Very high	Πτώχευση - bankrupt 1.62
1.81 < ... < 2.67	Υψηλή - High	
2.68 < ... < 2.99	Πιθανή - Possible	Μη πτώχευση - Non bankrupt 4.45
3.00 < ...	Χαμηλή - Low	

4.1.5 Υπόδειγμα Dupont

Το υπόδειγμα Dupont συνδέει τη σχέση απόδοσης μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού και του πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης με τον ακόλουθο τρόπο.

Διάγραμμα 4.2

Υπόδειγμα Dupont



$$\text{Formoula Dupont ROA} = \frac{[\text{sales} - \text{total cost}]}{\text{sales}} * \frac{\text{sales}}{\text{total assets}} = \frac{\text{net income}}{\text{total assets}}$$

$$\begin{aligned} \text{Υπόδειγμα Dupont ROA} &= \frac{[\text{πωλήσεις} - \text{σύνολο κόστους}]}{\text{πωλήσεις}} * \frac{\text{πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} \\ &= \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} \end{aligned}$$

4.1.6 Κόστος κεφαλαίου

Βασικό στοιχείο για τον προσδιορισμό των μεταβολών στη χρηματοοικονομική αξία που διακατέχεται από τους μετόχους μιας επιχείρησης, μέσω των μετοχών που κατέχουν, αποτελεί ο προσδιορισμός του κόστους κεφαλαίου (cost of capital). Τα κεφάλαια με τη σειρά τους μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κατηγορίες, τα δανειακά κεφάλαια (debt capital) και τα κεφάλαια των μετόχων ή ίδια κεφάλαια ή κεφάλαια της επιχείρησης ή καθαρή θέση επιχείρησης (equity capital).

Τα δανειακά κεφάλαια είναι οι επενδύσεις που γίνονται σε μια επιχείρηση από πιστωτές προς επιδίωξη τοκοφόρου απόδοσης. Το συνολικό δανειακό κεφάλαιο είναι το σύνολο όλων των τοκοφόρων υποχρεώσεων μιας επιχείρησης. Το ποσοστό απόδοσης – επιτόκιο των δανειακών κεφαλαίων μιας επιχείρησης εξαρτάται από τη χρηματοοικονομική της «ισχύ». Το ύψος του επιτοκίου αποδίδει κυρίως την τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου για την επιχείρηση και του κινδύνου επιτοκίων. Τα επιτόκια αυτά είναι συνήθως μεγαλύτερα από τις αποδόσεις – επιτόκια των πλέον μακροπρόθεσμων κυβερνητικών ομολόγων π.χ. 30ετίας, 25ετίας. Οι τόκοι - έξοδα αναγνωρίζονται σε όλες τις χώρες φορολογικά. Έτσι, το ονομαστικό επιτόκιο διαφοροποιείται από το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού μιας επιχείρησης.

$$[\text{Nominal interest rate}] * (1 - [\text{Tax rate}]) = [\text{Effective interest rate}]$$

Το κόστος κεφαλαίου των μετόχων (cost of equity capital) είναι ουσιαστικά το κόστος ευκαιρίας μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων. Το κόστος κεφαλαίων υπολογίζεται στην πράξη συνήθως από τα υποδείγματα τιμολόγησης κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού CAPM (capital assets pricing models) και Gordon.

4.1.6.1 Μέθοδος CAPM

Η τιμολόγηση κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού με τη μέθοδο CAPM γίνεται μέσω της πιο κάτω απλής εξίσωσης:

$$[Cost\ of\ Equity] = i_c = [Risk\ Free\ Rate] + [Equity\ Risk\ Premium]$$

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

όπου :

R_{free} ή R_f το επιτόκιο ασφαλούς επένδυσης

– συνήθως το μακροπρόθεσμο επιτόκιο των κυβερνητικών ομολόγων

R_{market} ή R_m το επιτόκιο αγοράς

– αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά

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

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

Έτσι εάν :

$$\begin{aligned}
 R_f &= 7,5\%, R_m = 13,5\% \text{ και } \beta = 1,3 \text{ τότε } i_s = R_f + \beta(R_m - R_f) \\
 &= 7,5\% + 1,3(13,5\% - 7,5\%) = 7,5\% + 1,3 * 6\% = 7,5\% + 7,8\% \\
 &= 15,3\%
 \end{aligned}$$

4.1.6.2 Μέθοδος Gordon

$$\begin{aligned}
 [\text{Cost of Equity}] &= i_s \\
 &= \left[\frac{\text{EPS earnings per share}}{\text{P common stock Price}} \right] + [\text{Expected long term growth rate}]
 \end{aligned}$$

$$i_{\text{Share Capital}} = i_s = \left[\frac{\text{EPS}}{\text{P}} \right] + g$$

Έτσι εάν:

EPS=10%, **P**:1,00 και **g**:5% τότε

$$i_s = \left[\frac{\text{EPS}}{\text{P}} \right] + g = \left[\frac{0,10}{1,00} \right] + 0,05 = 0,15 = 15\%$$

4.2 Τεχνική ανάλυση

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και φερεγγυότητας εταιρειών REITs που εδράζουν στις χώρες που αναφέρονται στο Κεφάλαιο 3 (Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ελλάδα, Η.Π.Α., Αυστραλία, Ιαπωνία, Χόνγκ Κόνγκ, Σιγκαπούρη).

Στον Πίνακα 4.3 που ακολουθεί εμφανίζονται μακροοικονομικά στοιχεία για τις παραπάνω χώρες κατά την εξαετία 2005 – 2010.

Πίνακας 4.3

Μακροοικονομικά στοιχεία για τα έτη 2005 - 2010

Χώρα	Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Germany	GDP	0,9	3,6	2,8	0,7	-4,7	3,5
	CPI	1,4	1,4	3,1	1,1	0,9	1,7
	UNEMPL.	11,3	9,9	8,4	7,7	8,1	7,4
	SHINT	2,724	3,878	4,066	1,714	0,796	0,603
	LOINT	3,309	3,948	4,307	2,951	3,387	2,963
U.K.	GDP	3,5	6,7	5,1	0,5	-1,7	4,2
	CPI	1,9	3	2,1	3,1	2,9	3,7
	UNEMPL.	5,2	5,5	5,2	6,4	7,8	7,9
	SHINT	4,192	5,283	4,459	0,538	0,583	0,603
	LOINT	4,1	4,741	4,508	3,02	4,015	3,396
Greece	GDP	2,9	4,4	3,6	-0,3	-0,7	-6,6
	CPI	3,6223	2,9021	3,8885	1,964	2,6422	5,168
	UNEMPL.	9,6	8,7	8	7,9	10,2	14,1
	SHINT	2,151	3,961	4,204	3,549	2,21	6,265
	LOINT	3,504	4,207	4,629	5,225	5,774	12,472
U.S.A.	GDP	2,7	2,4	2,3	-2,8	0,2	2,8
	CPI	3,4	2,5	4,1	0,1	2,7	1,5
	UNEMPL.	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6
	SHINT	4,3996	4,808	3,0466	0,7643	1,1354	0,5934
	LOINT	4,3911	4,7022	4,0232	2,2123	3,8368	3,2935
Australia	GDP	2,8	3	3,3	3,7	1,4	2,3
	CPI	2,8	3,3	3	3,7	2,1	2,7
	UNEMPL.	5,1	4,6	4,3	4,6	5,5	5
	SHINT	5,398	6,221	6,61	2,88	4,219	4,961
	LOINT	5,2	5,882	6,326	3,992	5,644	5,545

Japan	GDP	2,6	2	1,9	-4,5	-1,5	2,2
	CPI	-0,5	0,3	0,4	0,8	-2,2	-0,1
	UNEMPL.	4,4	4	3,8	4,4	5,2	4,9
	SHINT	0,06	0,515	0,579	0,331	0,139	0,144
	LOINT	1,48	1,685	1,51	1,174	1,295	1,128
Hong Kong	GDP	6,9	6,7	6,9	-2,6	2,5	6,2
	CPI	1,3	2,3	3,8	2,1	1,3	2,9
	UNEMPL.	5,2	4,4	3,4	4,1	5,1	4
	SHINT	3,922	3,502	2,575	0,282	0,237	0,362
	LOINT	4,192	3,745	3,47	1,197	2,599	2,868
Singapore	GDP	14,4	15,4	-1,6	-9	-1,5	3,9
	CPI	1,3	0,8	3,7	5,5	-0,5	4,6
	UNEMPL.	2,6	2,7	1,7	2,5	2,3	2,2
	SHINT	2,85	3,06	1,98	0,74	0,55	0,42
	LOINT	3,21	3,05	2,68	2,05	2,66	2,71

Πηγή: Bloomberg

* GDP: ΑΕΠ

CPI: δείκτης τιμών καταναλωτή

UNEMPL.: ανεργία

SHINT: αποδόσεις ομολόγων 1 έτους

LOINT: αποδόσεις ομολόγων 10ετίας

Στη συνέχεια γίνεται ανάλυση των δεικτών ευρωστίας των επιχειρήσεων REITs των χωρών αυτών.

Πίνακας 4.4

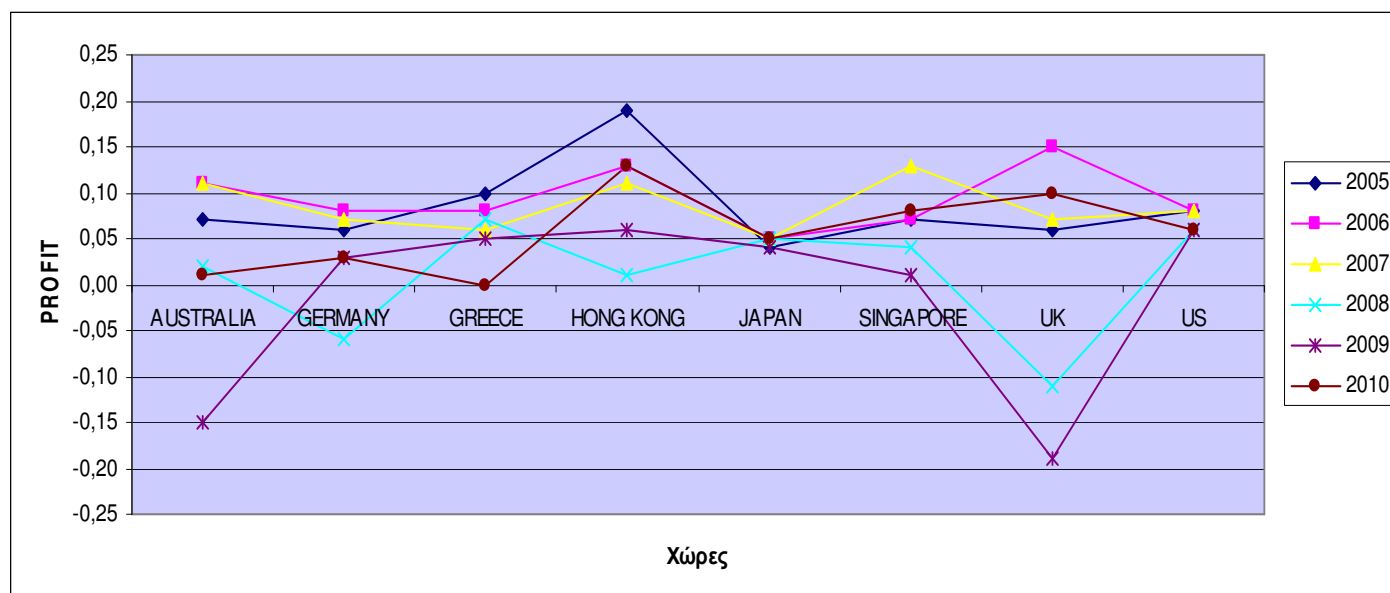
PROFIT=EBITDA (earnings before tax interest depreciation and amortization)/total assets

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.07	0.11	0.11	0.02	-0.15	0.01
GERMANY	0.06	0.08	0.07	-0.06	0.03	0.03
GREECE	0.10	0.08	0.06	0.07	0.05	-0.00
HONG KONG	0.19	0.13	0.11	0.01	0.06	0.13
JAPAN	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04	0.05
SINGAPORE	0.07	0.07	0.13	0.04	0.01	0.08
UK	0.06	0.15	0.07	-0.11	-0.19	0.10
US	0.08	0.08	0.08	0.06	0.06	0.06

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.3

PROFIT



Στο Διάγραμμα 4.3 εμφανίζεται ο δείκτης κερδοφορίας των επιχειρήσεων REITs των οκτώ χωρών. Σύμφωνα με αυτό, η Αυστραλία και το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη πτώση κατά το έτος 2009, ενώ, όπως είναι αναμενόμενο λόγω των γενικότερων οικονομικών συνθηκών (βλ. Πίνακα 4.3), τα υψηλότερα κέρδη για όλες τις χώρες σημειώνονται κατά την τριετία 2005-2007, όποτε και άρχισε να γίνεται ιδιαίτερα αισθητή η παγκόσμια οικονομική κρίση. Η Ελλάδα εμφανίζει την υψηλότερη κερδοφορία το 2005 και τη χαμηλότερη το 2010, γεγονός απολύτως κατανοητό δεδομένων των συνθηκών που επικρατούν στη χώρα μας την τελευταία διετία.

Πίνακας 4.5

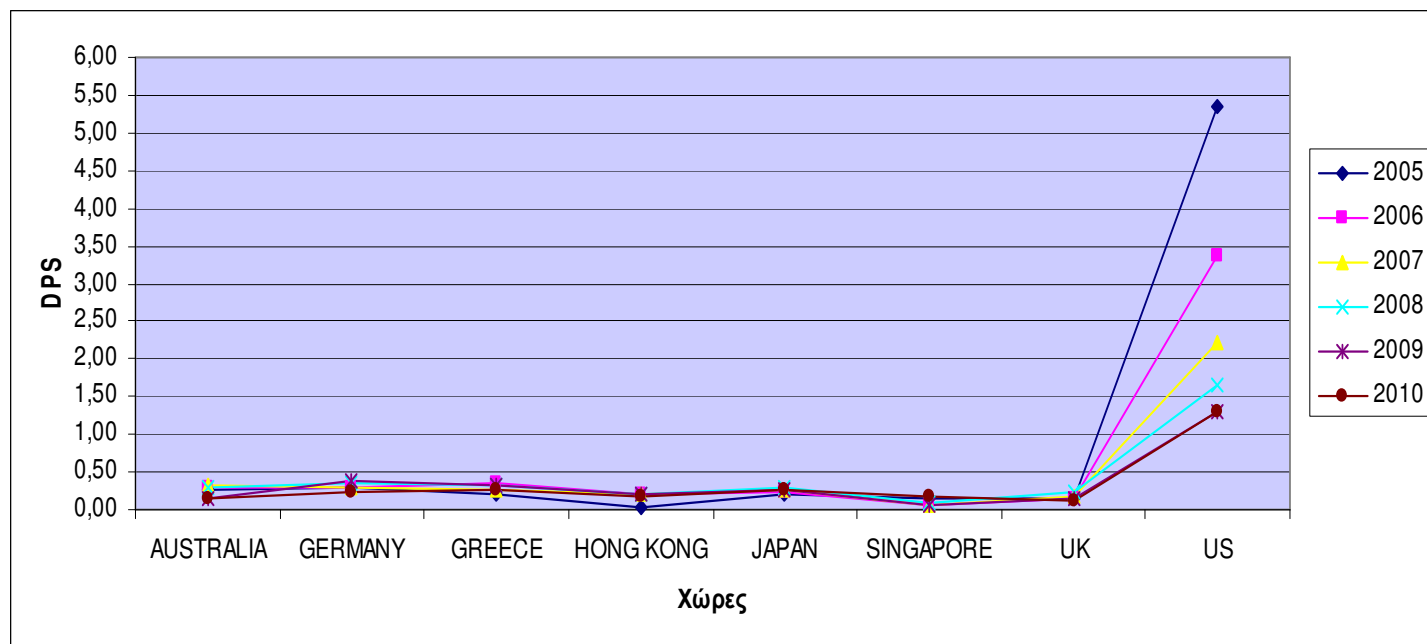
DPS=divident/share

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.28	0.31	0.32	0.31	0.16	0.15
GERMANY	0.30	0.30	0.30	0.35	0.37	0.23
GREECE	0.22	0.34	0.28	0.32	0.33	0.26
HONG KONG	0.02	0.20	0.20	0.22	0.21	0.18
JAPAN	0,21	0,25	0,26	0,30	0,26	0,28
SINGAPORE	0.04	0.06	0.07	0.08	0.06	0.06
UK	0.14	0.15	0.17	0.23	0.16	0.13
US	5.35	3.38	2.21	1.66	1.29	1.29

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.4

DPS



Σύμφωνα με το Διάγραμμα 4.4, είναι εμφανής η μεγάλη απόκλιση στην απόδοση μετοχών των Η.Π.Α. σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες, η οποία, βέβαια, σημειώνει πτωτική μεταξύ 2005 και 2010, έτη που οι Ηνωμένες Πολιτείες βίωσαν μια εκ των πιο σημαντικών οικονομικών υφέσεων της ιστορίας της, η οποία επηρέασε κατά μεγάλο ποσοστό τον τομέα των ακινήτων.

Πίνακας 4.6

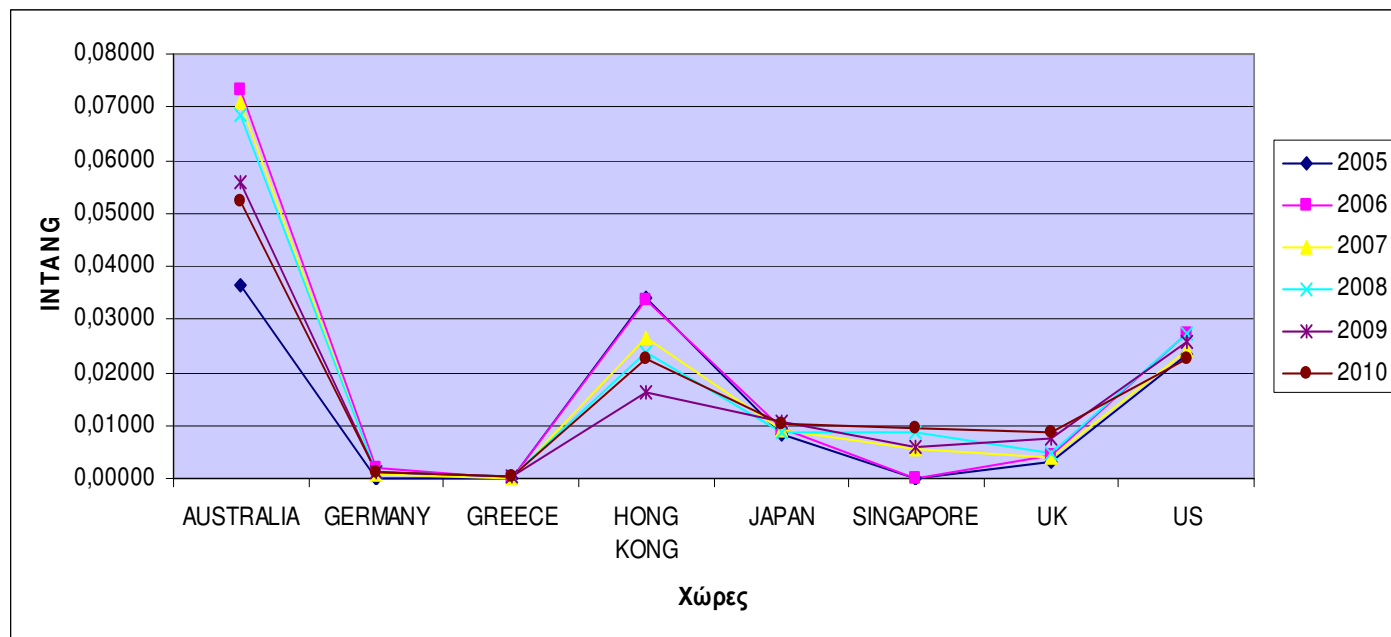
INTANG=intangible assets/total assets

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.03660	0.07309	0.07104	0.06846	0.05600	0.05217
GERMANY	0.00005	0.00183	0.00081	0.00103	0.00133	0.00111
GREECE	0	0	0.00001	0.00039	0.00032	0.00028
HONG KONG	0.03424	0.03384	0.02635	0.02376	0.01643	0.02239
JAPAN	0.00833	0.00970	0.00892	0.00875	0.01086	0.01019
SINGAPORE	0	0	0.00554	0.00852	0.00602	0.00943
UK	0.00333	0.00432	0.00412	0.00483	0.00759	0.00878
US	0.02344	0.02745	0.02420	0.02728	0.02564	0.02254

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.5

INTANG



Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 4.5, η Αυστραλία διαθέτει τα υψηλότερα ποσοστά άυλων στοιχείων του ενεργητικού, ακολουθούμενη από το Χόνγκ Κόνγκ και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η Ελλάδα και η Σιγκαπούρη σημειώνουν τις χαμηλότερες τιμές άυλων στοιχείων ενεργητικού.

Πίνακας 4.7

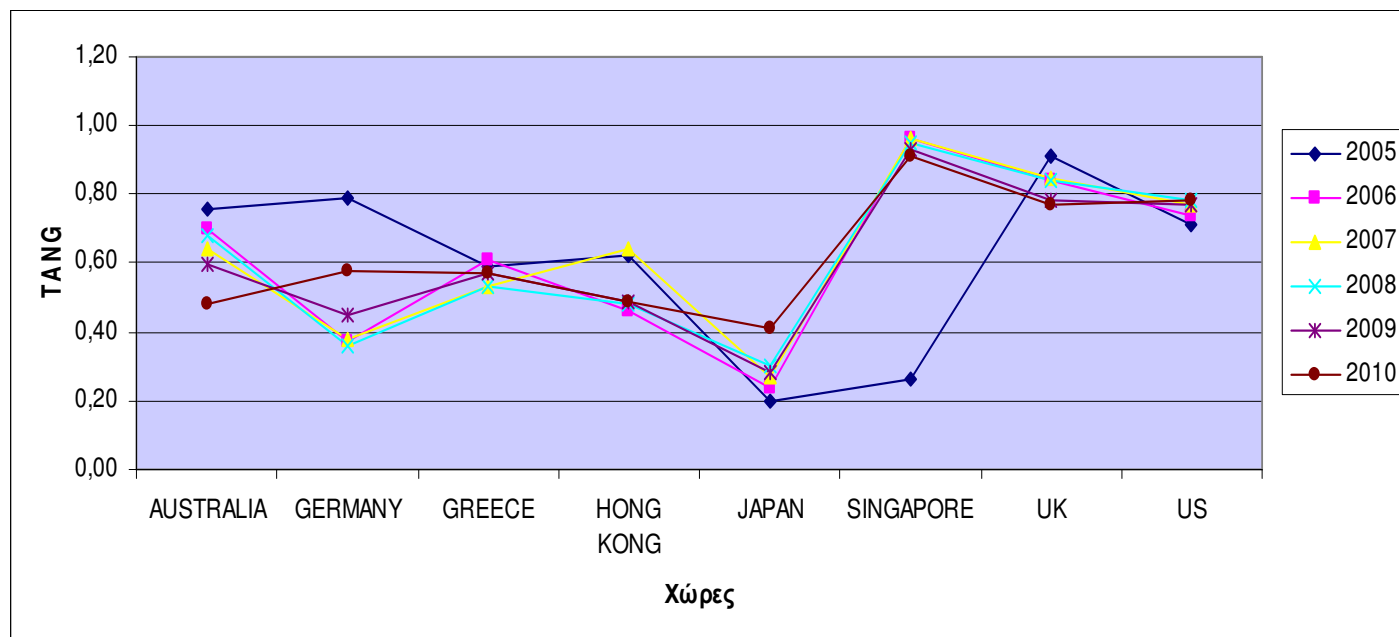
TANG=fixed (tangible) assets/total assets

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.76	0.70	0.64	0.68	0.60	0.48
GERMANY	0.79	0.37	0.38	0.36	0.45	0.58
GREECE	0.59	0.61	0.53	0.53	0.57	0.57
HONG KONG	0.62	0.46	0.64	0.48	0.49	0.49
JAPAN	0.20	0.24	0.27	0.30	0.28	0.41
SINGAPORE	0.96	0.96	0.96	0.95	0.93	0.91
UK	0.91	0.84	0.85	0.84	0.78	0.77
US	0.71	0.74	0.77	0.78	0.77	0.78

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.6

TANG



Στο Διάγραμμα 4.6 παρουσιάζονται τα «απτά» (tangible) στοιχεία ενεργητικού των επιχειρήσεων. Η Αυστραλία, η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζουν πτωτικές τάσεις μεταξύ 2005 και 2010, με το 2010 να σημειώνει τη μεγαλύτερη πτώση. Αντίθετα, η Ιαπωνία, οι Ηνωμένες Πολιτείες σημειώνουν σημαντικότερη πτώση κατά το 2005. Η Ελλάδα φαίνεται να κινείται σε σταθερά επίπεδα, εμφανίζονται τη μεγαλύτερη άνοδο το 2006, όπως και η Σιγκαπούρη.

Πίνακας 4.8

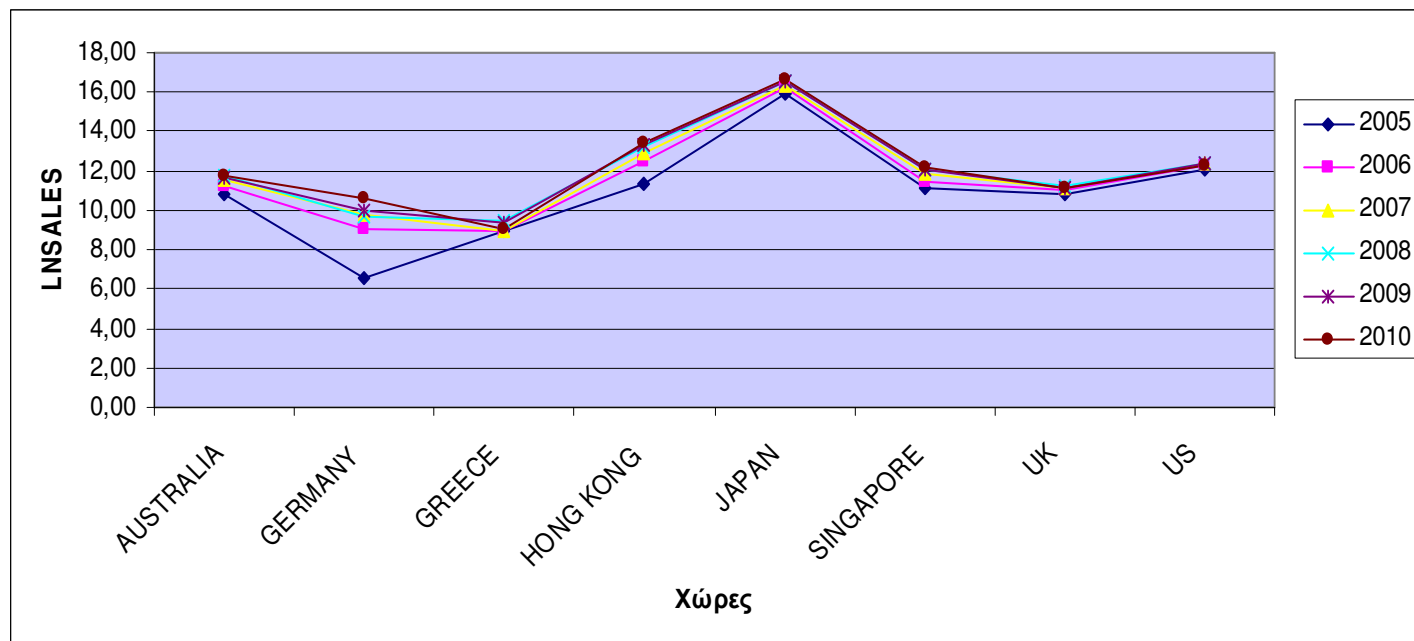
LNSALES

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	10.85	11.27	11.59	11.77	11.64	11.78
GERMANY	6.58	9.09	9.75	9.72	9.94	10.59
GREECE	8.95	8.93	8.94	9.47	9.38	9.04
HONG KONG	11.37	12.52	12.88	13.25	13.33	13.40
JAPAN	15.93	16.21	16.36	16.53	16.56	16.64
SINGAPORE	11.13	11.46	11.87	12.08	12.09	12.22
UK	10.79	11.04	11.14	11.19	11.15	11.10
US	12.08	12.24	12.34	12.40	12.34	12.30

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.7

LNSALES

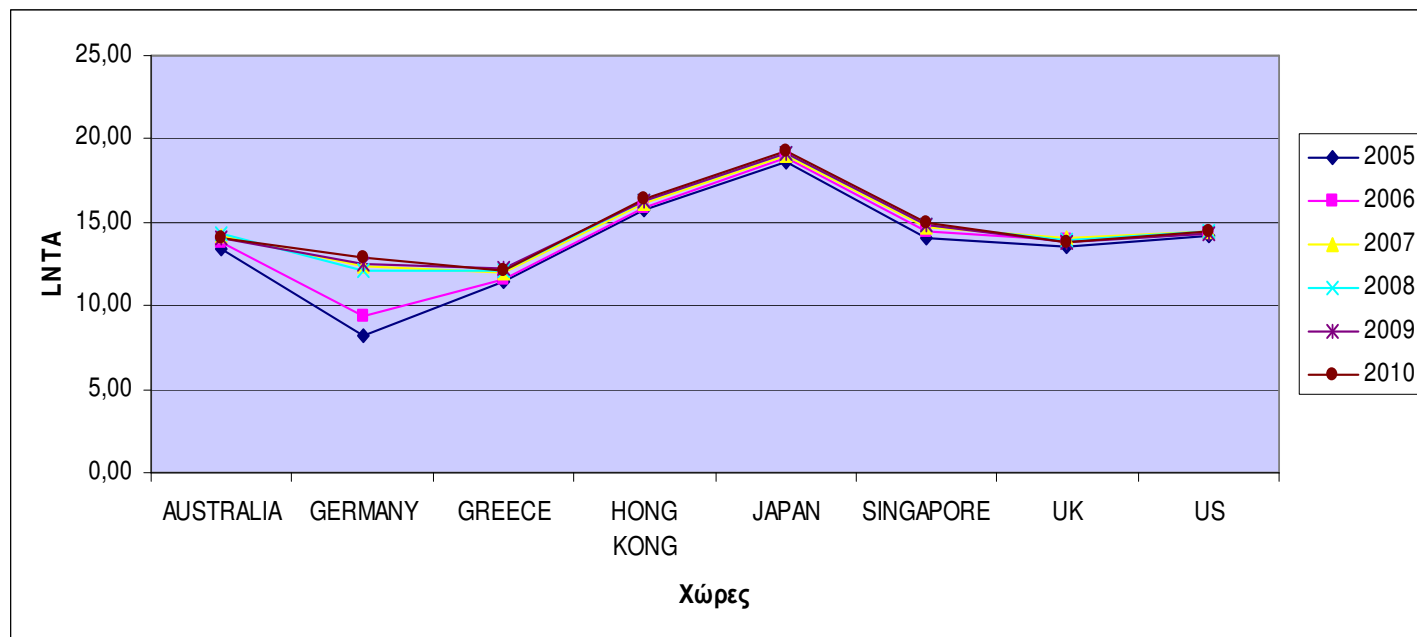


Στο Διάγραμμα 4.7 παρουσιάζονται λογαριθμικά οι πωλήσεις των εταιρειών κατά την εξαετία 2005-2010. Όλες σχεδόν οι χώρες φαίνεται να κινούνται σε σταθερά επίπεδα, σημειώνοντας τις υψηλότερες τιμές κατά το έτος 2010. Εξάιρεση αποτελεί η Γερμανία και το Χόνγκ Κόνγκ, όπου εμφανίζεται μια σχετικά σημαντική πτώση, σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες, κατά το έτος 2005.

Πίνακας 4.9**LNTA=ln(total assets)**

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	13.43	13.82	14.16	14.27	14.02	14.00
GERMANY	8.23	9.31	12.41	12.16	12.50	12.92
GREECE	11.42	11.56	11.98	12.14	12.19	12.16
HONG KONG	15.79	15.94	16.19	16.25	16.28	16.38
JAPAN	18.65	18.85	19.01	19.15	19.16	19.26
SINGAPORE	14.05	14.41	14.73	14.79	14.83	14.99
UK	13.53	13.90	14.09	13.98	13.75	13.78
US	14.17	14.35	14.40	14.43	14.38	14.41

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.8**LNTA**

Στο Διάγραμμα 4.8 παρουσιάζονται τα συνολικά δεδομένα (οι τιμές είναι σε λογαρίθμους) ενεργητικού των εταιρειών των οκτώ χωρών. Όλες οι χώρες τείνουν να κινούνται σε σταθερά επίπεδα καθ' όλη την εξαετία 2005-2010, παρουσιάζοντας τις υψηλότερες τιμές το 2010, ενώ τις χαμηλότερες το 2005. Εξαίρεση αποτελεί η Γερμανία, η οποία εμφάνισε σημαντικά χαμηλότερες τιμές το 2005 συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες και, επομένως, τη μεγαλύτερη άνοδο τιμών κατά τα επόμενα έτη. Η Ιαπωνία φαίνεται να κινείται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες, ενώ η Γερμανία και η Ελλάδα κατέχουν τις δυο τελευταίες θέσεις του πίνακα.

Πίνακας 4.10

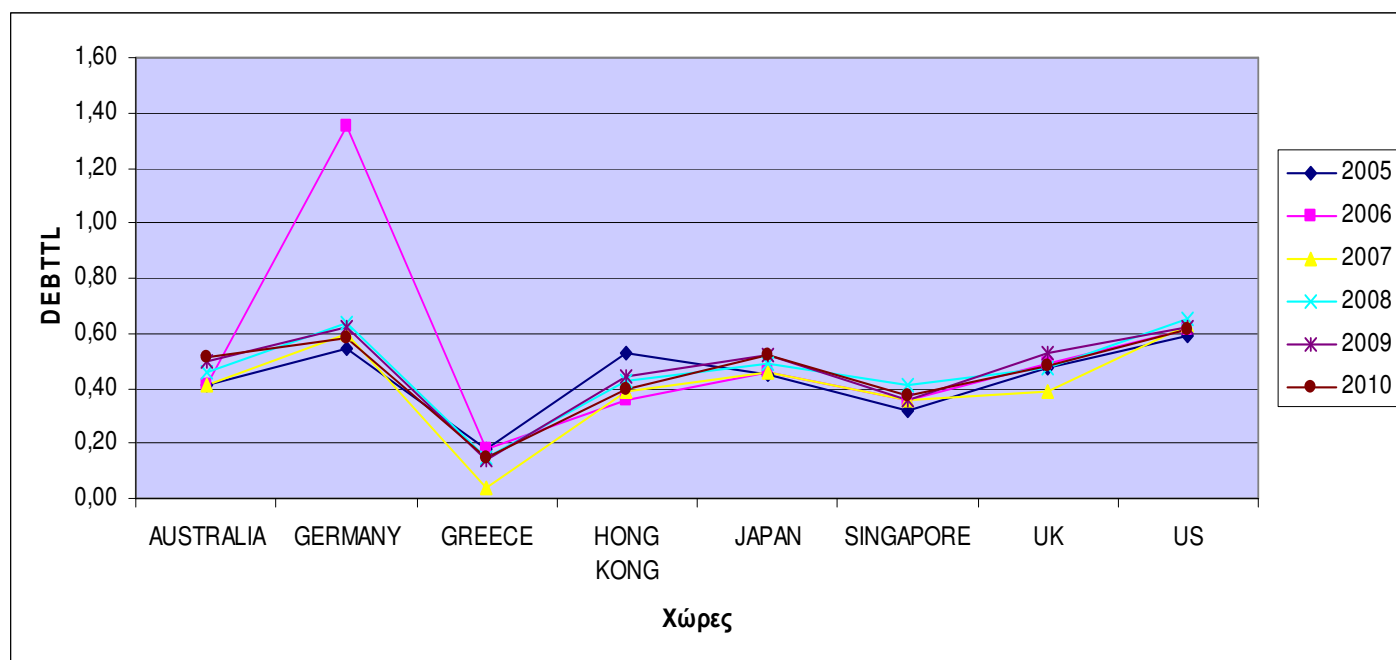
DEBTTL=debt/total liabilities

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.41	0.41	0.41	0.46	0.50	0.51
GERMANY	0.54	1.35	0.60	0.64	0.62	0.58
GREECE	0.18	0.18	0.04	0.15	0.14	0.15
HONG KONG	0.53	0.36	0.39	0.43	0.44	0.40
JAPAN	0.45	0.46	0.46	0.49	0.52	0.52
SINGAPORE	0.32	0.36	0.36	0.41	0.36	0.37
UK	0.47	0.49	0.39	0.47	0.53	0.48
US	0.59	0.61	0.63	0.65	0.62	0.61

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.9

DEBTTL



Στο Διάγραμμα 4.9 παρουσιάζεται το ποσοστό δανεισμού επί των συνολικών υποχρεώσεων των εταιρειών των χωρών. Σημαντική απόκλιση εμφανίζει η Γερμανία κατά το 2006, όπου το ποσοστό δανεισμού επί των συνολικών υποχρεώσεων αγγίζει το 1,35. Τόσο η Αυστραλία όσο και η Ιαπωνία παρουσιάζουν υψηλότερα ποσοστά για το έτος 2010. Η Σιγκαπούρη και οι Ηνωμένες Πολιτείες σημειώνουν υψηλότερα ποσοστά δανεισμού κατά το 2008, το Ηνωμένο Βασίλειο το 2009, ενώ η Ελλάδα το 2005-2006.

Πίνακας 4.11

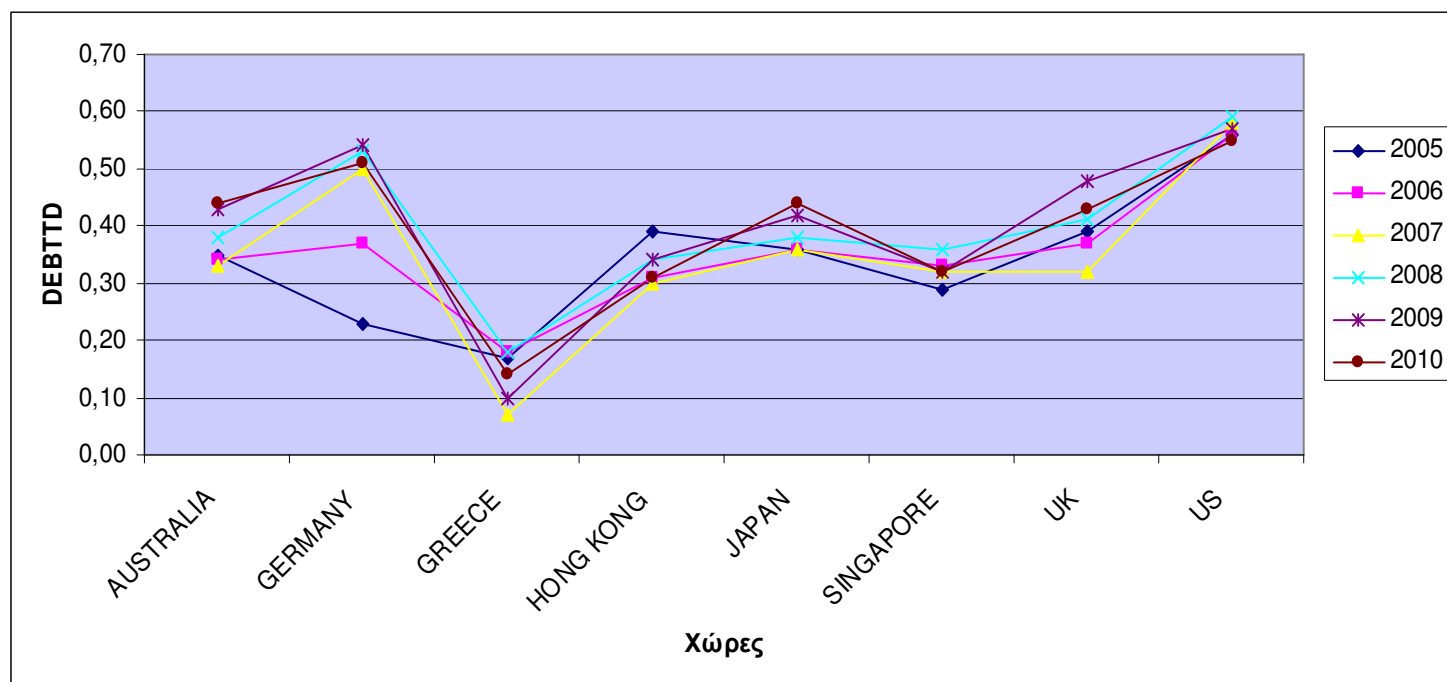
DEBT/TTD=total debt/total assets

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.35	0.34	0.33	0.38	0.43	0.44
GERMANY	0.23	0.37	0.50	0.53	0.54	0.51
GREECE	0.17	0.18	0.07	0.18	0.10	0.14
HONG KONG	0.39	0.31	0.30	0.34	0.34	0.31
JAPAN	0.36	0.36	0.36	0.38	0.42	0.44
SINGAPORE	0.29	0.33	0.32	0.36	0.32	0.32
UK	0.39	0.37	0.32	0.41	0.48	0.43
US	0.56	0.56	0.58	0.59	0.57	0.55

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.10

DEBT/TTD



Στο Διάγραμμα 4.10 παρουσιάζεται το επίπεδο δανεισμού ως ποσοστό των συνολικών στοιχείων ενεργητικού των επιχειρήσεων των χωρών. Τα υψηλότερα ποσοστά εμφανίζουν η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο το 2009, καθώς και οι Ηνωμένες Πολιτείες το 2008. Αντίθετα, τα χαμηλότερα ποσοστά σημειώνουν η Ελλάδα το 2007, η Γερμανία και η Σιγκαπούρη το 2005.

Πίνακας 4.12

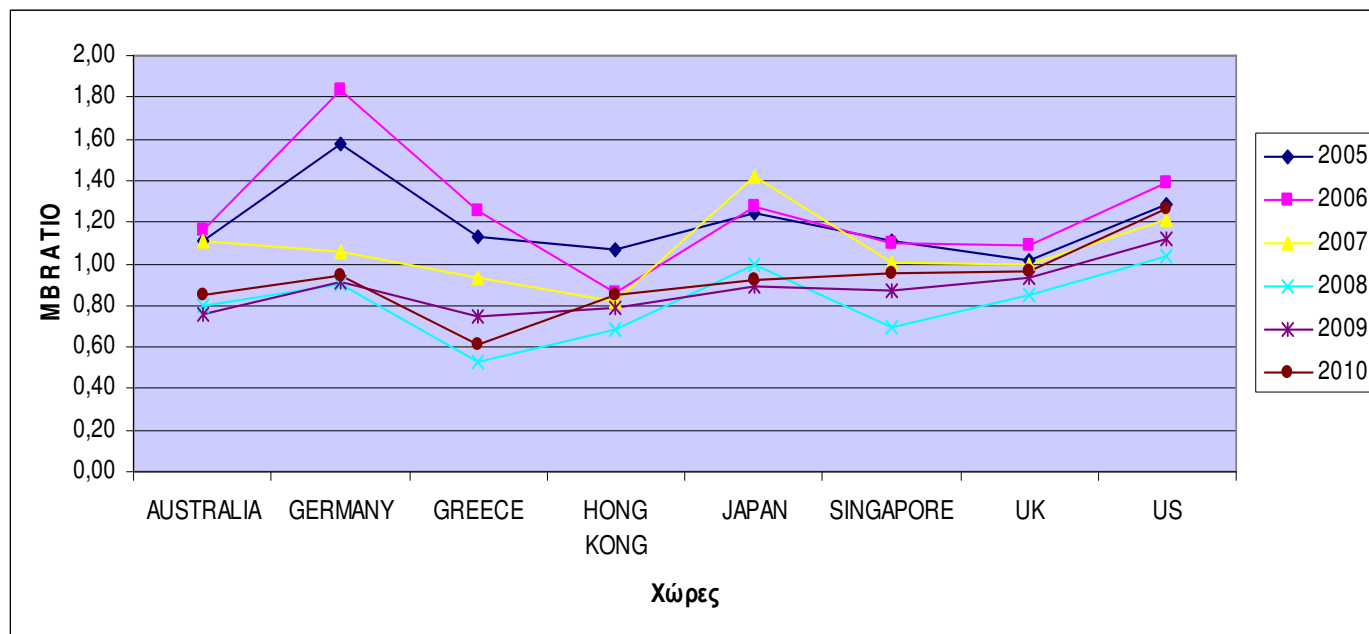
$$\text{MBRATIO} = (\text{total assets} - \text{equity} + \text{market value equity}) / \text{total assets}$$

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	1.11	1.16	1.11	0.80	0.76	0.85
GERMANY	1.57	1.83	1.06	0.90	0.91	0.94
GREECE	1.13	1.25	0.93	0.53	0.75	0.61
HONG KONG	1.07	0.86	0.82	0.68	0.79	0.85
JAPAN	1.24	1.27	1.42	1.00	0.89	0.92
SINGAPORE	1.11	1.10	1.01	0.69	0.87	0.95
UK	1.02	1.09	0.99	0.85	0.93	0.96
US	1.28	1.39	1.21	1.04	1.12	1.26

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.11

MBRATIO



Στο Διάγραμμα 4.11 παρουσιάζεται ο δείκτης MBRATIO για τις επιχειρήσεις των οκτώ χωρών. Η Γερμανία, οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Ιαπωνία εμφανίζουν τις υψηλότερες τιμές κατά τα έτη 2006 και 2007 αντίστοιχα. Χαμηλότερες τιμές του δείκτη εμφανίζουν η Ελλάδα, η Σιγκαπούρη και το Χόνγκ Κόνγκ το 2008. Σημαντική πτώση φαίνεται να σημειώνει η Γερμανία μετά το 2006.

Πίνακας 4.13

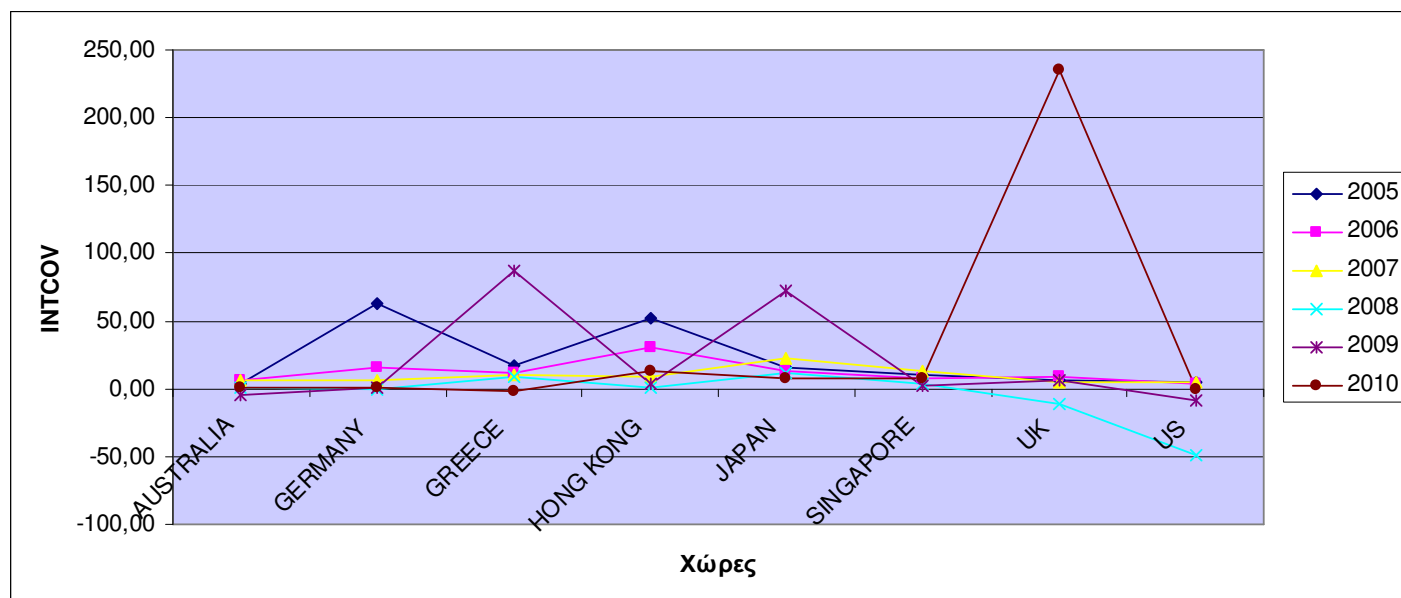
INTCOV=profit/interest expense

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	3.98	6.57	6.63	0.88	-3.98	0.97
GERMANY	63.54	16.29	6.83	0.18	1.10	1.41
GREECE	17.76	12.33	9.79	8.71	86.74	-1.24
HONG KONG	52.45	29.97	9.22	0.80	4.26	12.86
JAPAN	15.32	12.45	22.74	12.31	72.61	7.88
SINGAPORE	9.94	7.58	12.96	3.30	1.83	7.73
UK	6.68	9.59	4.69	-10.98	6.00	235.32
US	4.50	3.52	4.49	-49.12	-7.81	-1.00

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.12

INTCOV

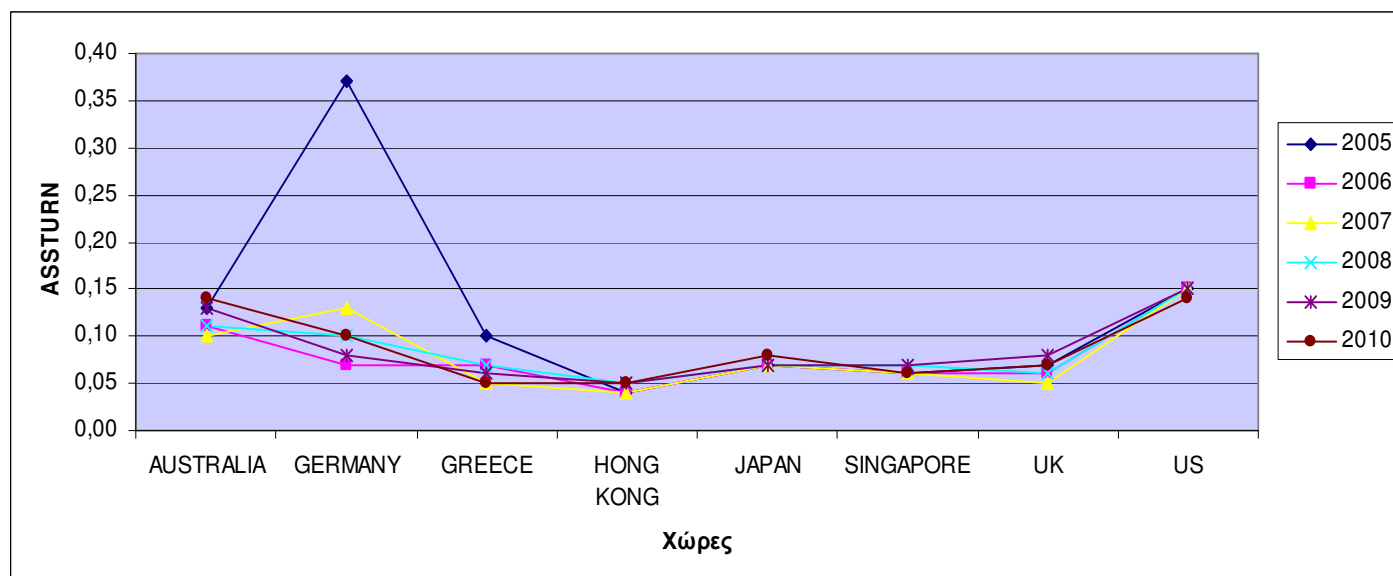


Το Διάγραμμα 4.12 παρουσιάζει το δείκτη INTCOV, ο οποίος αποτελεί το λόγο των κερδών των επιχειρήσεων προς τις δαπάνες για αποπληρωμή τόκων. Με μια πρώτη ματιά, γίνεται ιδιαίτερα αισθητή η εκτόξευση του δείκτη αυτού για το Ηνωμένο Βασίλειο κατά το 2010, η τιμή του οποίου από τις 6 μονάδες ανήλθε μέσα σε ένα έτος στις 235. Η Αυστραλία, η Σιγκαπούρη και οι Ηνωμένες Πολιτείες δείχνουν σταθερές τάσεις καθ' όλη την εξαετία. Η Γερμανία και το Χόνγκ Κόνγκ εμφανίζουν πτωτικές τάσεις από το 2005 και μετά, ενώ η Ελλάδα και η Ιαπωνία σημειώνουν σταθερές τάσεις με εξαίρεση το έτος 2009, όπου και παρουσιάζουν ιδιαίτερα αυξημένες τιμές του δείκτη σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη.

Πίνακας 4.14**ASSTURN=sales/total assets**

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.13	0.11	0.10	0.11	0.13	0.14
GERMANY	0.37	0.07	0.13	0.10	0.08	0.10
GREECE	0.10	0.07	0.05	0.07	0.06	0.05
HONG KONG	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
JAPAN	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08
SINGAPORE	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06
UK	0.07	0.06	0.05	0.06	0.08	0.07
US	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.14

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.13**ASSTURN**

Στο Διάγραμμα 4.13 παρουσιάζεται ο δείκτης ASSTURN, ο οποίος αποτελεί το λόγο των πωλήσεων προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού των επιχειρήσεων των χωρών. Όλες οι χώρες φαίνεται να σημειώνουν σταθερές τάσεις καθ' όλη την εξαετία, με εξαίρεση τη Γερμανία και την Ελλάδα να εμφανίζουν υψηλές τιμές για το 2005 και στη συνέχεια να κινούνται σε χαμηλότερα επίπεδα.

Πίνακας 4.15

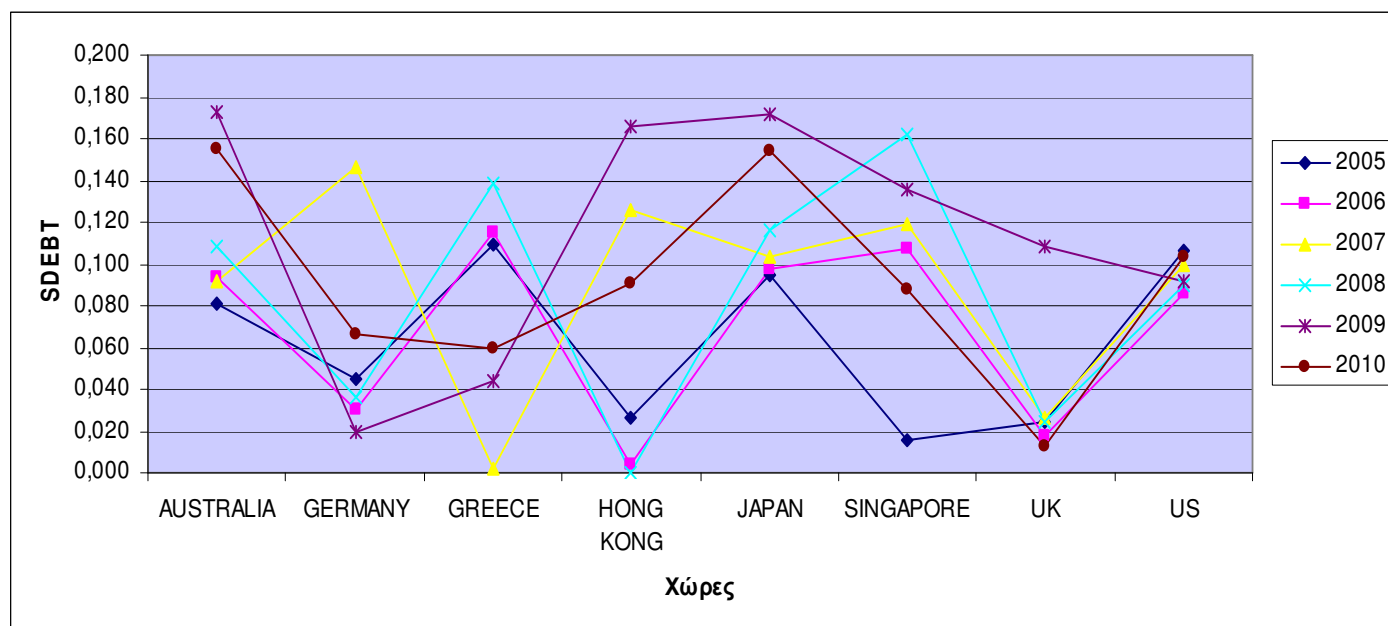
SDEBT=short debt/total assets

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.081	0.094	0.092	0.108	0.173	0.155
GERMANY	0.045	0.030	0.146	0.036	0.020	0.066
GREECE	0.109	0.115	0.002	0.139	0.044	0.060
HONG KONG	0.026	0.004	0.126	0	0.166	0.091
JAPAN	0.095	0.098	0.103	0.116	0.172	0.154
SINGAPORE	0.016	0.107	0.119	0.162	0.136	0.088
UK	0.024	0.018	0.026	0.024	0.108	0.013
US	0.106	0.086	0.100	0.090	0.092	0.103

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.14

SDEBT



Στο Διάγραμμα 4.14 παρουσιάζεται ο λόγος των βραχυχρόνιων οφειλών των επιχειρήσεων προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού, ο οποίος φαίνεται να σημειώνει σημαντική διαφοροποίηση τόσο μεταξύ των χωρών όσο και κατά την εξετία για κάθε χώρα ξεχωριστά. Υψηλότερες τιμές εμφανίζουν η Αυστραλία, το Χόνγκ Κόνγκ και η Ιαπωνία για το έτος 2009, ενώ χαμηλότερες η Ελλάδα, το Χόνγκ Κόνγκ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τις μεγαλύτερες αποκλίσεις μπορούμε να διακρίνουμε για το Χόνγκ Κόνγκ και τη Σιγκαπούρη, ενώ τις μικρότερες, έως και ελάχιστες, για τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Πίνακας 4.16

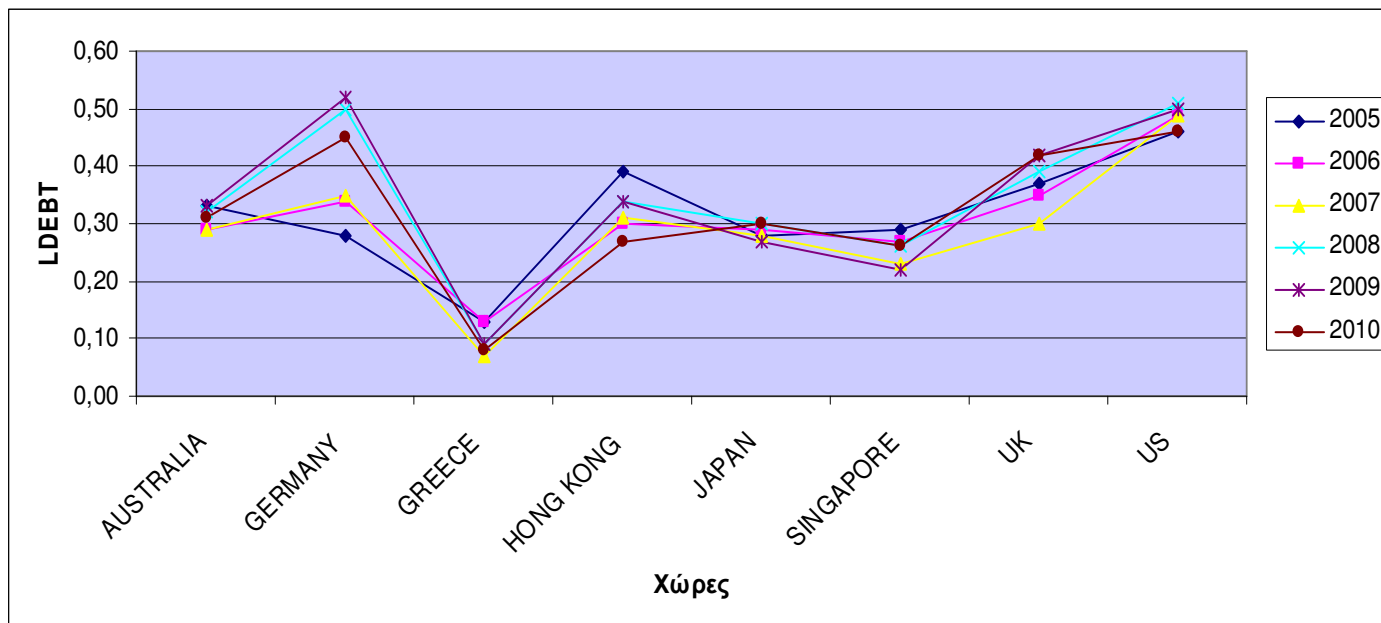
LDEBT=long debt/total assets

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.33	0.29	0.29	0.32	0.33	0.31
GERMANY	0.28	0.34	0.35	0.50	0.52	0.45
GREECE	0.13	0.13	0.07	0.09	0.09	0.08
HONG KONG	0.39	0.30	0.31	0.34	0.34	0.27
JAPAN	0.28	0.29	0.28	0.30	0.27	0.30
SINGAPORE	0.29	0.27	0.23	0.26	0.22	0.26
UK	0.37	0.35	0.30	0.39	0.42	0.42
US	0.46	0.49	0.49	0.51	0.50	0.46

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.15

LDEBT



Στο Διάγραμμα 4.15 παρουσιάζεται ο δείκτης, LDDEBT, ο οποίος αποτελεί το λόγο των μακροχρόνιων οφειλών των επιχειρήσεων προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού τους. Ο δείκτης εμφανίζει υψηλότερες τιμές για τη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες για τα έτη 2009, 2010 και 2008 αντίστοιχα, ενώ χαμηλότερες τιμές φαίνεται να σημειώνουν η Ελλάδα και η Σιγκαπούρη για το 2007 και 2009 αντίστοιχα. Σε γενικές γραμμές, όλες οι χώρες κινούνται σε σταθερά επίπεδα, με εξαίρεση τη Γερμανία, η οποία εμφανίζει τη μεγαλύτερη εξέλιξη, ειδικά μετά το 2007.

Πίνακας 4.17

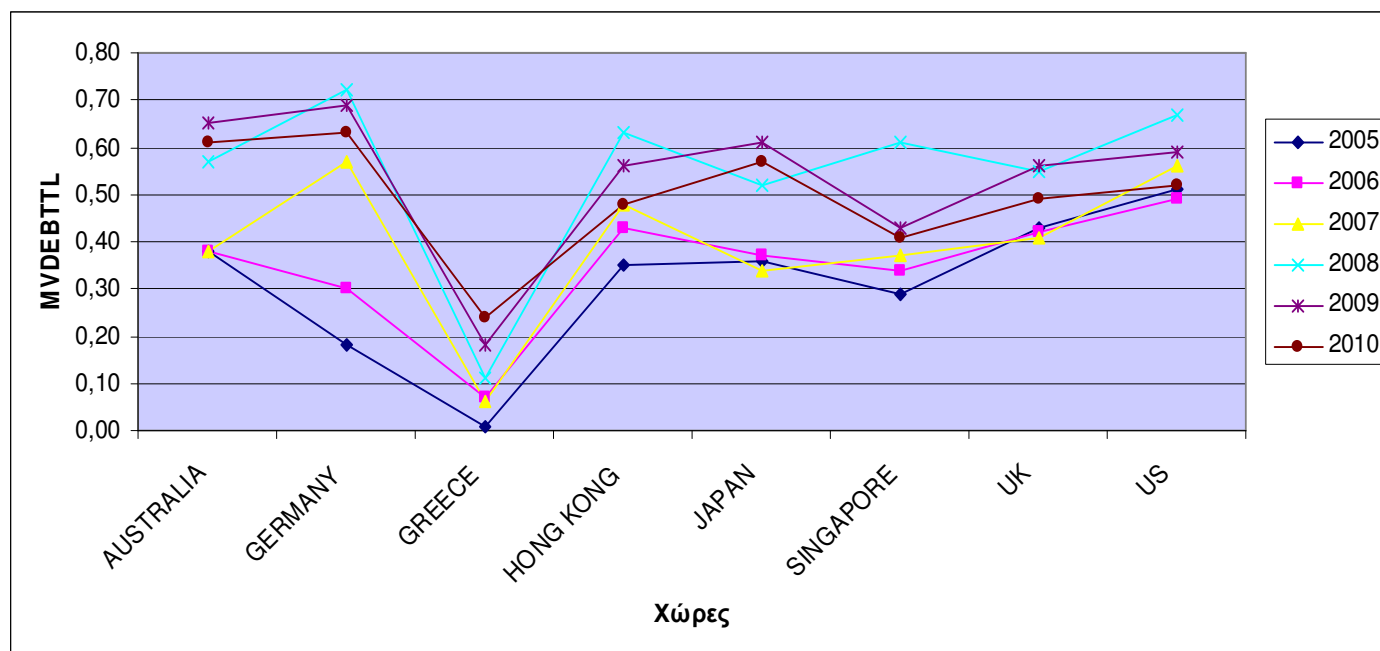
$$MVDEBTTL = \text{total liabilities} / (\text{total liabilities} + \text{market value equity})$$

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.38	0.38	0.38	0.57	0.65	0.61
GERMANY	0.18	0.30	0.57	0.72	0.69	0.63
GREECE	0.01	0.07	0.06	0.11	0.18	0.24
HONG KONG	0.35	0.43	0.48	0.63	0.56	0.48
JAPAN	0.36	0.37	0.34	0.52	0.61	0.57
SINGAPORE	0.29	0.34	0.37	0.61	0.43	0.41
UK	0.43	0.42	0.41	0.55	0.56	0.49
US	0.51	0.49	0.56	0.67	0.59	0.52

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.16

MVDEBTTL



Στο Διάγραμμα 4.16 παρουσιάζεται ο δείκτης MVDEBTTL, ο οποίος εμφανίζει τις υψηλότερες τιμές κατά το έτος 2008 για τη Γερμανία, το Χόνγκ Κόνγκ, το Ηνωμένο Βασίλειο, τις Ηνωμένες Πολιτείες. Αντίθετα, χαμηλές τιμές σημειώνονται το 2005 για τις περισσότερες χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας. Η χώρα μας φαίνεται να εμφανίζει αύξηση κατά τη διάρκεια της εξαετίας, με μέγιστη τιμή το 2010. Σημαντικές αποκλίσεις εμφανίζουν, επίσης, η Γερμανία και η Ιαπωνία.

Πίνακας 4.18

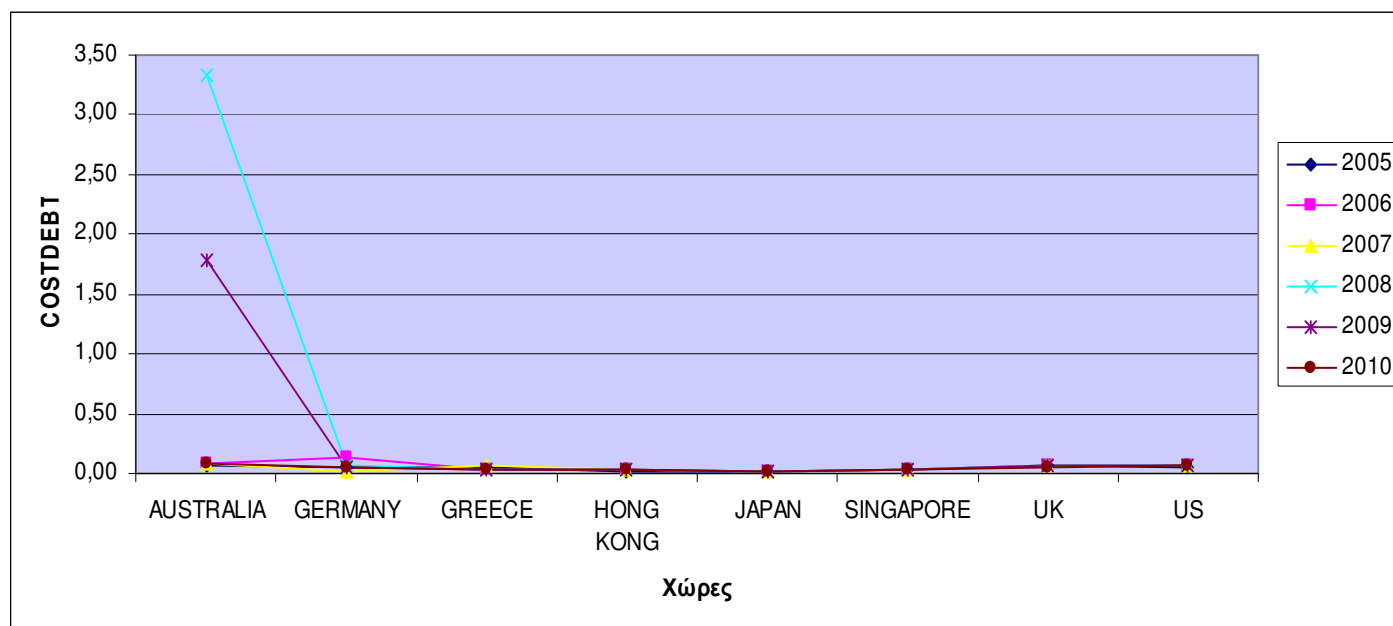
COSTDEBT=interest expense/total debt

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.06	0.08	0.09	3.33	1.78	0.08
GERMANY	0.05	0.13	0.02	0.07	0.05	0.05
GREECE	0.05	0.04	0.07	0.04	0.03	0.03
HONG KONG	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03
JAPAN	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
SINGAPORE	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
UK	0.07	0.06	0.07	0.06	0.06	0.05
US	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.17

COSTDEBT

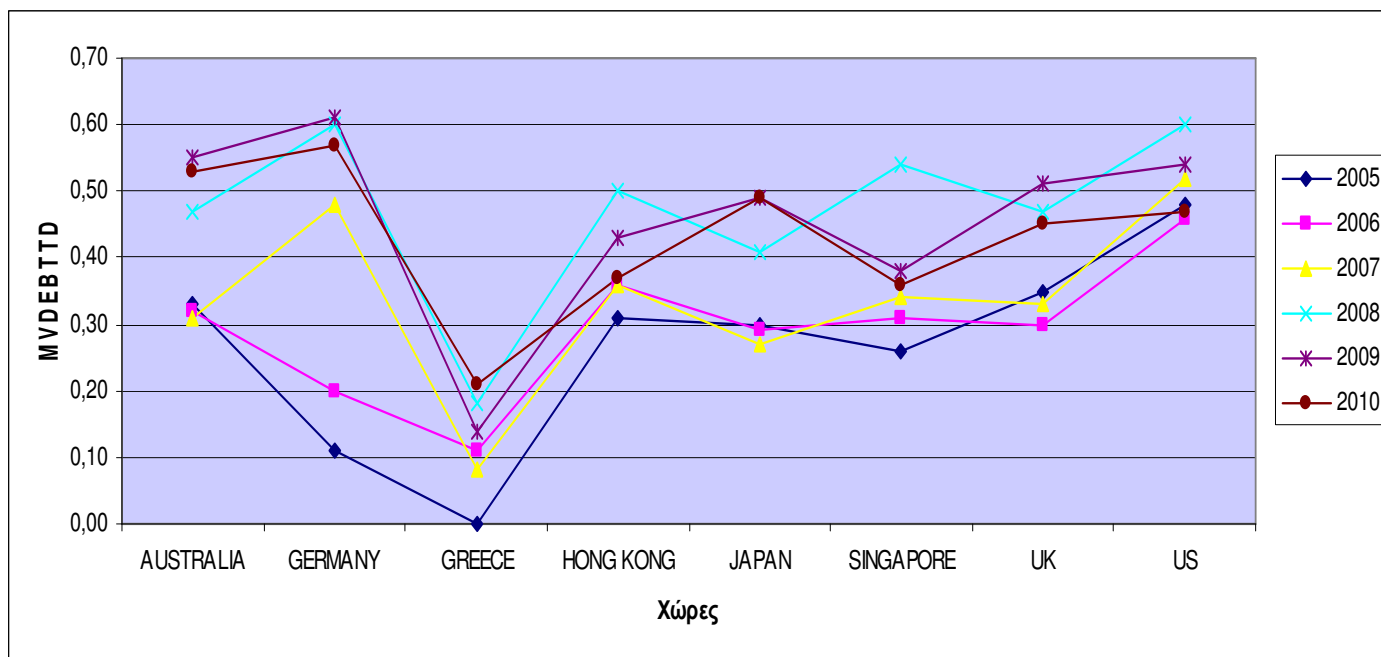


Στο Διάγραμμα 4.17 παρουσιάζεται ο λόγος των οφειλόμενων τόκων προς τις συνολικές οφειλές των επιχειρήσεων των χωρών, ο οποίος κυμαίνεται σε σταθερά επίπεδα για όλες τις χώρες, με μόνη εξαίρεση την Αυστραλία, όπου εμφανίζει μια αξιοσημείωτη άνοδο μεταξύ 2007 και 2008, ενώ στη συνέχεια σημειώνει σημαντική μείωση κατά τη διετία 2008-2010.

Πίνακας 4.19**MVDEBTTD=total debt/(total liabilities+market value equity)**

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.33	0.32	0.31	0.47	0.55	0.53
GERMANY	0.11	0.20	0.48	0.60	0.61	0.57
GREECE	0	0.11	0.08	0.18	0.14	0.21
HONG KONG	0.31	0.36	0.36	0.50	0.43	0.37
JAPAN	0.30	0.29	0.27	0.41	0.49	0.49
SINGAPORE	0.26	0.31	0.34	0.54	0.38	0.36
UK	0.35	0.30	0.33	0.47	0.51	0.45
US	0.48	0.46	0.52	0.60	0.54	0.47

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.18**MVDEBTTD**

Το Διάγραμμα 4.18 παρουσιάζει το δείκτη MVDEBTTD, ο οποίος εμφανίζει αρκετές διαφοροποιήσεις για τις οκτώ χώρες, με κυριότερες τη Γερμανία και την Ιαπωνία. Οι Ηνωμένες Πολιτείες κινούνται, κατά μέσο όρο, σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες. Χαμηλές τιμές δείχνει να σημειώνει η Ελλάδα καθ' όλη την εξαετία, με μέγιστη τιμή για το 2010.

Πίνακας 4.20

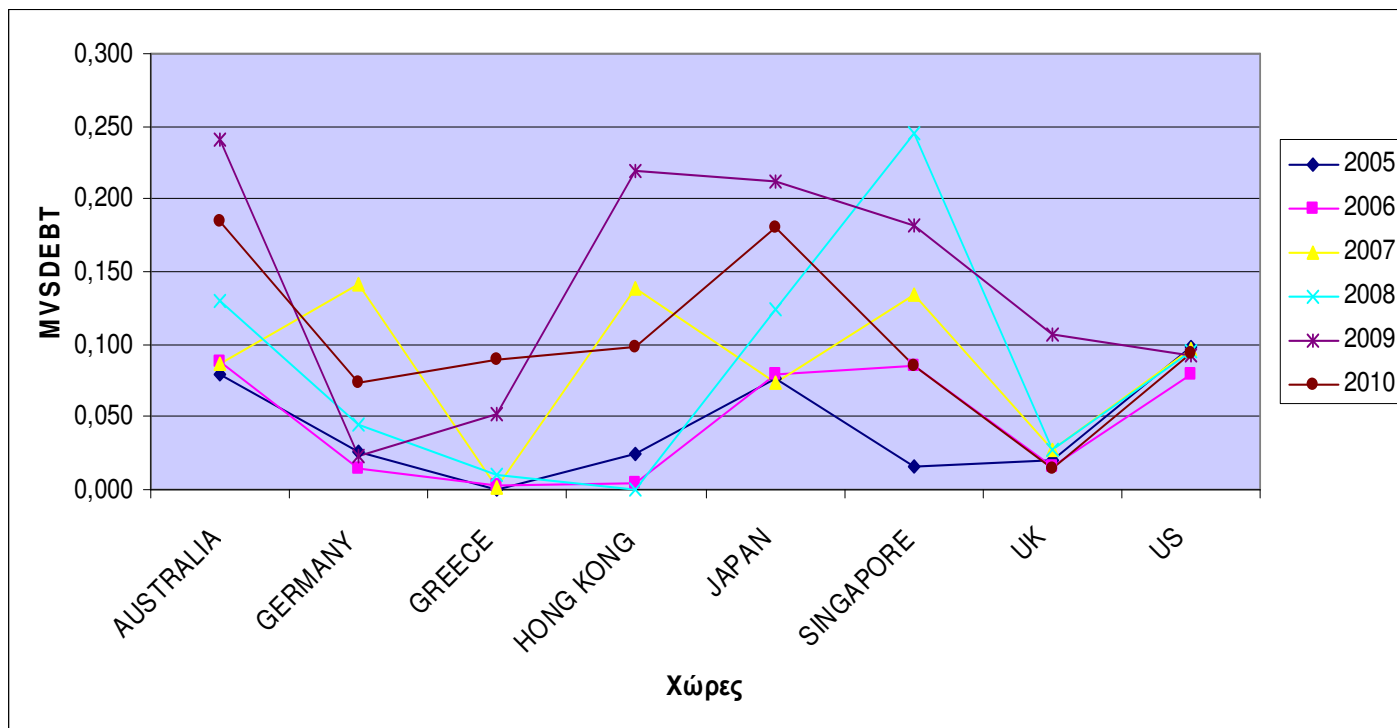
MVSDEBT=short debt/(total liabilities+market value equity)

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.079	0.088	0.087	0.130	0.241	0.184
GERMANY	0.026	0.015	0.141	0.045	0.023	0.073
GREECE	0	0.003	0.002	0.010	0.052	0.089
HONG KONG	0.025	0.005	0.138	0	0.219	0.098
JAPAN	0.077	0.080	0.074	0.124	0.212	0.181
SINGAPORE	0.016	0.085	0.134	0.245	0.182	0.085
UK	0.020	0.016	0.027	0.028	0.107	0.014
US	0.098	0.079	0.096	0.095	0.092	0.094

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.19

MVSDEBT



Πίνακας 4.21

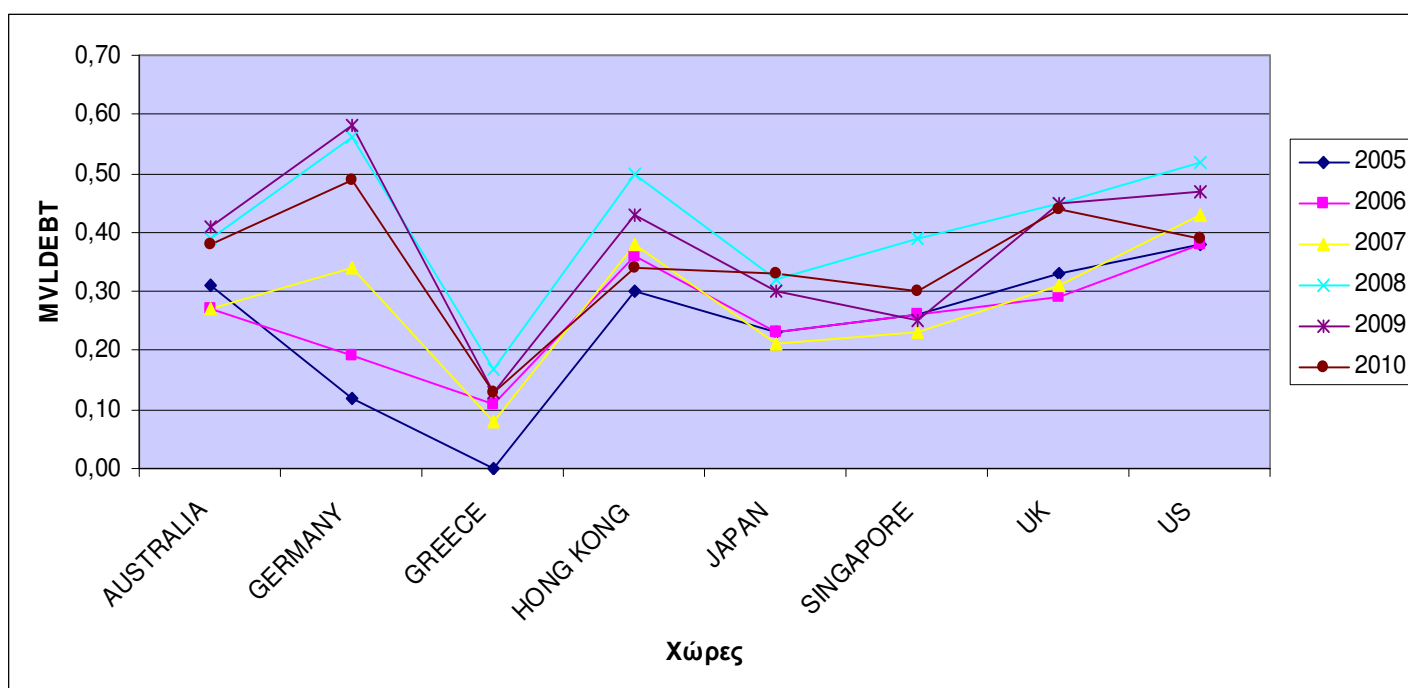
$$MVLDEBT = \text{long debt} / (\text{total liabilities} + \text{market value equity})$$

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	0.31	0.27	0.27	0.39	0.41	0.38
GERMANY	0.12	0.19	0.34	0.56	0.58	0.49
GREECE	0	0.11	0.08	0.17	0.13	0.13
HONG KONG	0.30	0.36	0.38	0.50	0.43	0.34
JAPAN	0.23	0.23	0.21	0.32	0.30	0.33
SINGAPORE	0.26	0.26	0.23	0.39	0.25	0.30
UK	0.33	0.29	0.31	0.45	0.45	0.44
US	0.38	0.38	0.43	0.52	0.47	0.39

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.20

MVLDEBT

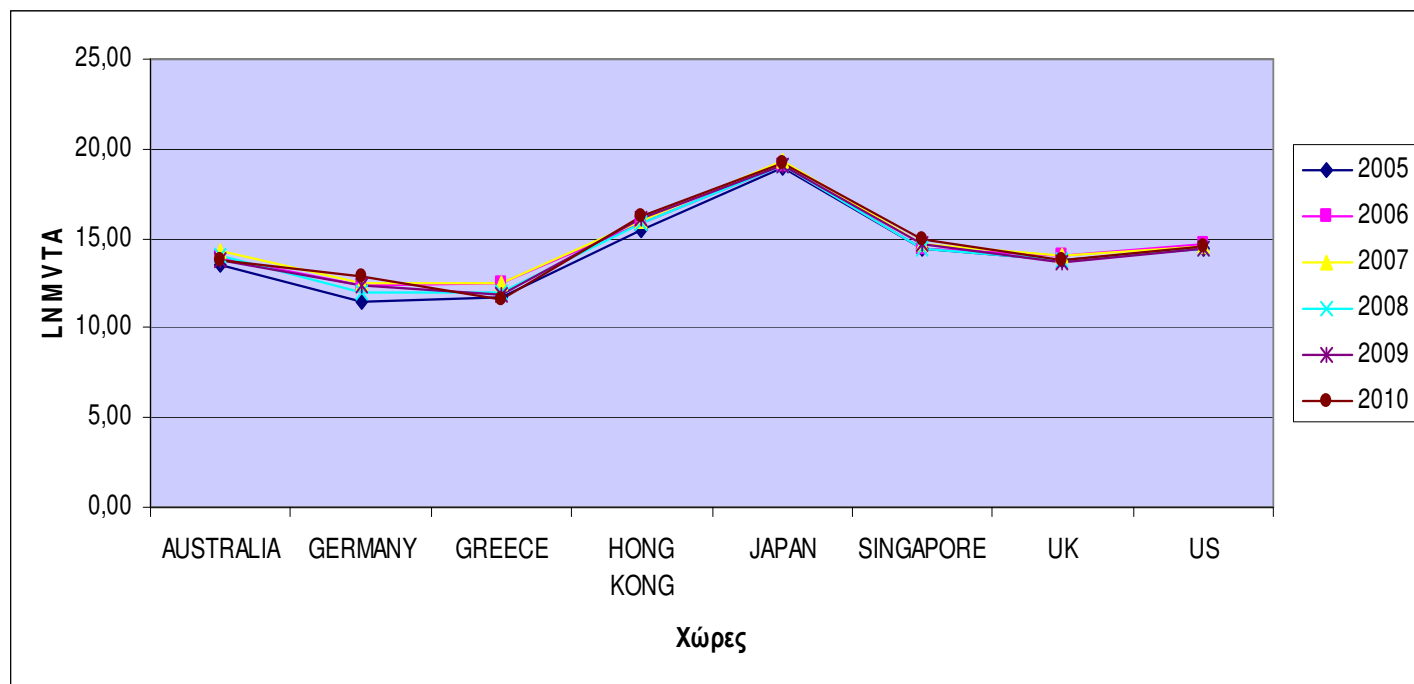


Στα Διαγράμματα 4.19 και 4.20 παρουσιάζονται οι δείκτες MVSDEBT και MVLDEBT, οι οποίοι αφορούν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες οφειλές των επιχειρήσεων αντίστοιχα. Σε γενικές γραμμές, ο δείκτης MVSDEBT κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα κατά το έτος 2009, με μέγιστη τιμή το 2008 για τη Σιγκαπούρη. Η χώρα μας σημείωσε αύξηση του δείκτη αυτού κατά την τελευταία διετία. Ο δείκτης MVLDEBT, όπως και ο MVSDEBT, παρουσιάζει υψηλότερες τιμές κατά τη διετία 2008-2009, με μέγιστη τιμή για τη Γερμανία το 2009. Και εδώ η Ελλάδα εμφανίζει τις χαμηλότερες τιμές συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες.

Πίνακας 4.22**LNMTA=ln(market value of total assets)**

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	13.51	13.92	14.25	14.02	13.73	13.82
GERMANY	11.41	12.39	12.46	12.04	12.40	12.85
GREECE	11.74	12.50	12.52	12.00	11.90	11.65
HONG KONG	15.44	15.80	15.99	15.87	16.05	16.22
JAPAN	18.94	19.08	19.34	19.12	19.03	19.16
SINGAPORE	14.45	14.49	14.72	14.39	14.68	14.92
UK	13.77	14.11	14.06	13.81	13.67	13.73
US	14.43	14.65	14.55	14.42	14.45	14.60

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.21**LNMTA**

Στο Διάγραμμα 4.21 παρουσιάζεται λογαριθμικά η αγοραία αξία των συνολικών στοιχείων ενεργητικού των επιχειρήσεων των οκτώ χωρών. Όπως είναι εμφανές, οι τιμές διαφοροποιούνται ελάχιστα κατά την εξετία για όλες τις χώρες, με υψηλότερες να σημειώνονται για την Ιαπωνία και το Χόνγκ Κόνγκ και χαμηλότερες για την Ελλάδα και τη Γερμανία, με την τελευταία να εμφανίζει μια μικρή σταδιακή άνοδο μεταξύ 2005-2010.

Πίνακας 4.23

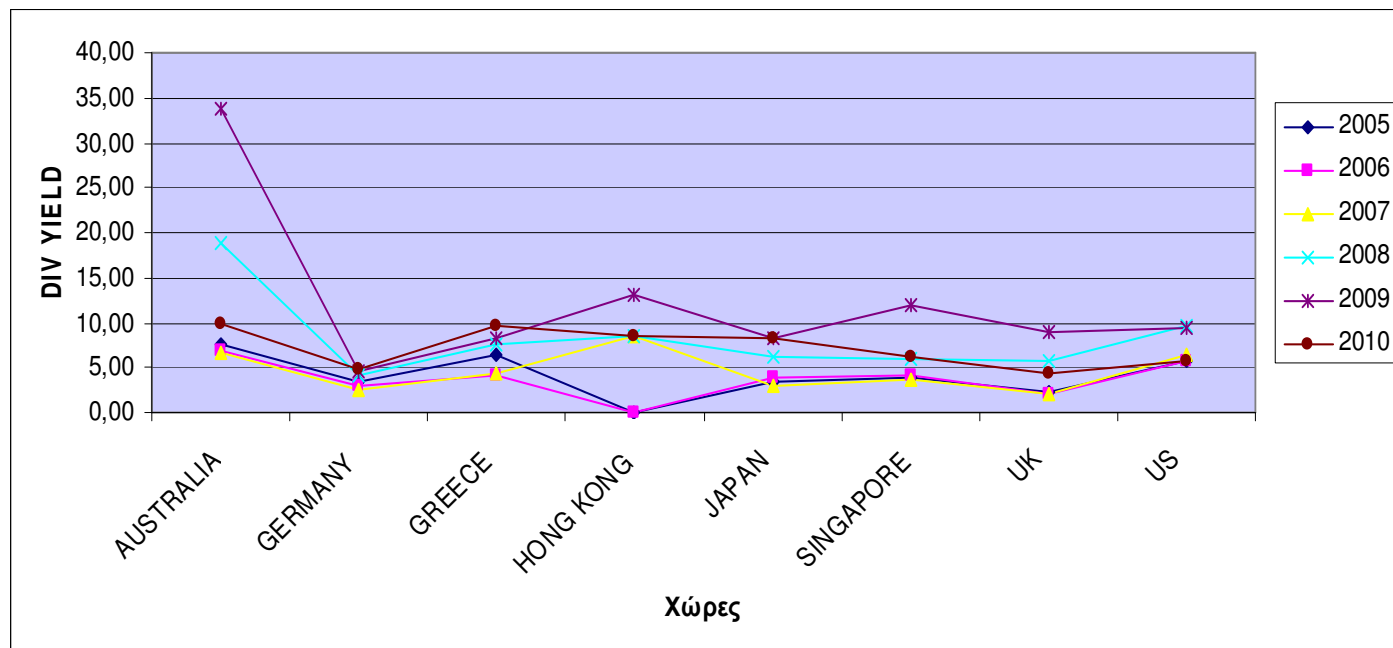
DIV YIELD=divident yield

Χώρα/Ετος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	7.59	6.80	6.62	18.79	33.88	9.99
GERMANY	3.39	2.90	2.56	4.03	4.58	4.90
GREECE	6.49	4.10	4.35	7.50	8.19	9.74
HONG KONG	0	0	8.52	8.58	13.21	8.45
JAPAN	3.45	4.00	3.08	6.12	8.17	8.32
SINGAPORE	3.94	4.23	3.61	6.08	11.87	6.31
UK	2.30	1.97	2.17	5.76	9.00	4.41
US	5.69	5.72	6.52	9.61	9.45	5.79

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.22

DIV YIELD

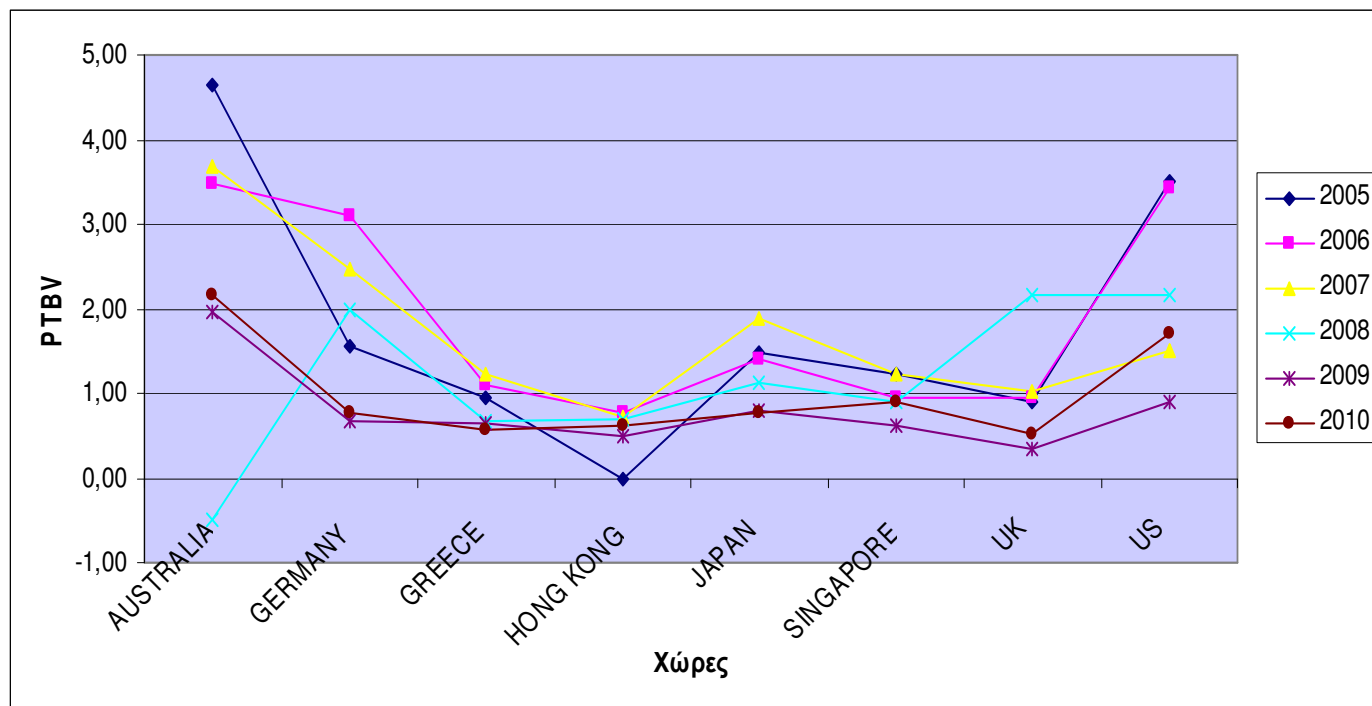


Το Διάγραμμα 4.22 παρουσιάζει τη μερισματική απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων των οκτώ χωρών κατά την εξαετία 2005-2010. Τη μεγαλύτερη απόδοση φαίνεται να σημειώνει η Αυστραλία το 2009, ενώ τη χαμηλότερη το Χόνγκ Κόνγκ κατά τη διετία 2005-2006. Η Ελλάδα εμφανίζει μια μικρή σταδιακή άνοδο με μέγιστη τιμή μερισματικής απόδοσης το 2010, σε αντίθεση με τις Ηνωμένες Πολιτείες που την ίδια χρονικά παρουσίασαν τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση.

Πίνακας 4.24**PTBV=price/tangible book value**

Χώρα/Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AUSTRALIA	4.64	3.47	3.68	-0.49	1.95	2.17
GERMANY	1.55	3.09	2.48	2.00	0.66	0.77
GREECE	0.95	1.10	1.22	0.68	0.65	0.58
HONG KONG	0	0.78	0.72	0.69	0.49	0.62
JAPAN	1.47	1.41	1.88	1.13	0.81	0.77
SINGAPORE	1.23	0.94	1.23	0.89	0.63	0.90
UK	0.91	0.94	1.02	2.17	0.34	0.52
US	3.51	3.44	1.51	2.17	0.91	1.70

Πηγή: Datastream

Διάγραμμα 4.23**PTBV**

Στο Διάγραμμα 4.23 παρουσιάζεται ο δείκτης PTBV, ο οποίος αποτελεί το λόγο της τιμής της επιχείρησης προς την απτή λογιστική αξία της. Ο δείκτης εμφανίζει την υψηλότερη και τη χαμηλότερη τιμή για την Αυστραλία τα έτη 2005 και 2008 αντίστοιχα, σημειώνονται εμφανώς σημαντικές αποκλίσεις. Υψηλές τιμές εμφανίζουν, επίσης, τόσο οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Γερμανία, με σημαντικότερο το έτος 2006. Η Ελλάδα κινείται σε σχετικά σταθερά επίπεδα καθ' όλη την εξαστία, με χαμηλότερη τιμή το 2010.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια ιδιαίτερη αγορά με σημαντική επίδραση στις μακροοικονομικές εξελίξεις και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, αποτελώντας έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της οικονομίας. Η συνεισφορά του τομέα αυτού στις εγχώριες οικονομίες συνεχώς αυξάνεται, γεγονός που οφείλεται στη σύνδεση του *real estate*, μέσω οικονομικών σχέσεων, με όλους τους τομείς παραγωγής, κυρίως δε με το δευτερογενή και τριτογενή.

Ο όρος *real estate* αποτελεί έναν νομικό όρο, ο οποίος περιλαμβάνει γη σε συνδυασμό με προσθήκες στη γη, όπως κτίρια, περιφράξεις, φρεάτια και άλλες βελτιώσεις σταθερές σε θέση. Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων είναι ιδιαίτερα ποικίλης και πολύπλοκης φύσης και τείνουν να ακολουθούν συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο και διαδικασίες ανάλογα με τη φύση αυτή, σημαντικότερη εκ των οποίων φαίνεται να είναι η εκτίμηση. Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων έχουν υψηλό κόστος, γι' αυτό και συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τον τραπεζικό κλάδο. Η χρηματοδότηση, που αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο στις επενδύσεις ακινήτων, διενεργείται μέσω εμπράγματων εξασφαλίσεων και εμπεριέχει, συνήθως, υψηλό πιστωτικό κίνδυνο, εξαιτίας της φύσης της αγοράς ακινήτων, η οποία χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα ευμετάβλητες συνθήκες που επηρεάζουν, κυρίως, τις τιμές των ακινήτων. Η ανάπτυξη του τομέα της κατοικίας θεωρείται ευρέως ως αναπόσπαστο κομμάτι της οικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από το υψηλό ποσοστό της οικονομίας που αποτελεί ο τομέας αυτός, είναι πολύ σημαντικός λόγω των «εξωτερικοτήτων» και της επιρροής του στο κοινωνικό και πολιτικό κλίμα.

Ο θεσμός των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ), γνωστών παγκοσμίως ως REITs (Real Estate Investment Trusts), εμφανίστηκε με τη σύγχρονη μορφή του στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής στις αρχές της δεκαετίας του 1960, ενώ ως έννοια χρονολογείται από το 1880, αποτελεί κινητήριο μοχλό για την αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Πρόκειται για εταιρείες ακινήτων ή επενδυτικές εταιρείες, οι οποίες επωφελούνται από συγκεκριμένες φορολογικές ρυθμίσεις, με στόχο να αποφύγουν διπλή φορολόγηση και διανέμουν στους μετόχους τους σχεδόν όλα τα κέρδη και τις υπεραξίες που προκύπτουν από τη διάθεση των ακινήτων. Ως επενδυτικό μέσο με φορολογική διαφάνεια και υψηλή ρευστότητα, η

αγορά των REITs έχει σημειώσει πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τα τελευταία χρόνια, εξαιτίας, της υψηλής μερισματικής απόδοσης που τείνουν να εμφανίζουν αλλά και των ευνοϊκών τραπεζικών σχέσεων που αναπτύσσουν αυξάνοντας την πιστοληπτική τους ικανότητα (και φυσικά του ευνοϊκού φορολογικού καθεστώτος όπως προαναφέρθηκε). Σε παγκόσμια βάση, οι μερισματικές αποδόσεις των REITs έχουν μειωθεί τα τελευταία χρόνια, ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα, με τα ασιατικά και ευρωπαϊκά REITs να σημειώνουν αρκετά υψηλές αποδόσεις, εφόσον αποτελούν αναπτυσσόμενες αγορές.

Γενέτειρα των REITs, όπως αναφέρεται προηγουμένως, υπήρξαν οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Τα REITs (με την σύγχρονη μορφή τους) ήταν εγκεκριμένα ομοσπονδιακά από τις αρχές του 1960 Όμως υπήρξαν υποεκτιμημένα ως επενδυτικό μέσο μέχρι το 1993, όταν δημιουργήθηκε το πρώτο UPREIT (umbrella partnership REIT), εξαιτίας της έλλειψης ιδιωτικών κεφαλαίων, αποτελώντας έκτοτε βασικό επενδυτικό εργαλείο. Ως τα παλαιότερα και πιο αναπτυγμένα REITs παγκοσμίως, τα REITs των ΗΠΑ (US- REITs) θεωρούνται πολύ επιτυχημένα τόσο εγχώρια, όσο και στις διεθνείς αγορές. Η κεφαλαιαγορά τους ανερχόταν το 2007 σε \$450 δισεκατομμύρια, με 184 εγγεγραμμένα REITs στο χρηματιστήριο.

Η αυστραλιανή αγορά αποτελεί, μαζί με τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, την πιο αναπτυγμένη αγορά REITs παγκοσμίως. Ο θεσμός των LPTs (listed property trusts) εισήχθη για πρώτη φορά το 1971, ενώ πήρε τη σημερινή μορφή του το 1985, και χαρακτηρίζεται ως το πιο ευνοϊκό καθεστώς. Παρά τη βραδεία εκκίνησή τους αρχικά, ο τομέας των LPTs έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Από λιγότερα από \$5 δισεκατομμύρια στις αρχές της δεκαετίας του 1990, έφτασε μια κεφαλαιαγορά των \$115 δισεκατομμυρίων το Φεβρουάριο του 2007. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι χαρακτηρίζονται από διαφοροποιήσεις σχετικά με άλλα διεθνή REITs, που λειτουργούν ως βασικά και πολύ ελκυστικά πλεονεκτήματα για τους πιθανούς επενδυτές.

Η Ευρώπη καθυστέρησε, σχετικά, στην υιοθέτηση του θεσμού. Η Γερμανία, στην οποία ο θεσμός των REITs εισήχθη μόλις το 2007, ανέπτυξε μέσα σε λίγα έτη μια αξιόλογη αγορά. Βασική προϋπόθεση για την υιοθέτηση του καθεστώτος G-REITs και τη χρήση της προστατευμένης επωνυμίας REIT με τα σχετικά πλεονεκτήματα, οι

εταιρείες ακίνητης περιουσίας πρέπει να διατηρούν τη νομική και πραγματική έδρα τους στη Γερμανία και θα πρέπει να ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένες προδιαγραφές, οι οποίες πιστοποιούνται από ορκωτούς λογιστές ετησίως. Με σκοπό να προσελκύσουν τη μετατροπή εταιρειών σε G-REITs, η φορολογική βάση για τα κεφαλαιακά κέρδη μειώθηκε κατά 50% εντός χρονικής περιόδου 3 ετών από τον Ιανουάριο του 2007, γεγονός που εκτόξευσε τη γερμανική αγορά των REITs σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Παρόμοια πορεία με αυτή της Γερμανίας ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο, εισάγοντας στην εγχώρια αγορά το θεσμό των REITs το 2006. Μετά τους αλματώδεις ρυθμούς ανάπτυξης στις αμερικανικές και αυστραλιανές αγορές ακινήτων με τη δημιουργία του θεσμού των REITs, το Ηνωμένο Βασίλειο αποφάσισε να υιοθετήσει το θεσμό, ο οποίος εξασφάλιζε έναν αποτελεσματικό φορολογικά επενδυτικό μηχανισμό.

Τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία, με την «υγιή» νομοθεσία, την ευνοϊκή αποδοχή από το κοινό και τον τεράστιο όγκο διοικούμενων ακινήτων, έχει αποκτήσει την τρίτη μεγαλύτερη αγορά REIT στον κόσμο, μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και την Ιαπωνία. Η σημαντικότητα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου σε όρους μεγεθών υποστηρίζεται από τη θεσμική και δομική φύση της ίδιας της αγοράς.

Η Ελλάδα, αν και εκ φύσεως αποτελεί μια πολύ μικρή αγορά, εισήγαγε το πρώτο REIT στο χρηματιστήριο το 2005, ενώ το θεσμικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται ΑΕΕΑΠ – Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία ή REICs - Real Estate Investment Companies) υφίσταται από το 1999 (Νόμος 2778/1999). Με το νόμο αυτό επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με κύριο σκοπό την αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Μέχρι σήμερα, τρία REICs έχουν εισαχθεί στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αθηνών και ακόμα δύο βρίσκονται στη διαδικασία της ίδρυσης. Δυστυχώς, η οξύτατη οικονομική κρίση που χαρακτηρίζει σήμερα τη χώρα μας περιορίζει τις δυνατότητες και τις προοπτικές που φάνηκε να έχει η ελληνική αγορά REITs κατά τα πρώτα έτη της εγχώριας λειτουργίας του θεσμού.

Η ιαπωνική αγορά REITs (J-REITs) αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές παγκόσμιες αγορές REITs και συνεχίζει να αναπτύσσεται ως μέρος της αλλαγής της δομής στην

ιαπωνική βιομηχανία ακινήτων, με τα J-REITs να αποκτούν όλο και πιο σημαντική θέση στις αυξανόμενες επενδύσεις ακινήτων. Τα J-REITs εισήχθησαν με την τροπολογία του Νόμου Εταιρικών Επενδύσεων και Κεφαλαίων το Νοέμβριο 2000, δημιουργώντας ταυτόχρονα φορολογική νομοθεσία για τα J-REITs. Τα δύο πρώτα J-REITs εισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Τόκυο το Σεπτέμβριο του 2001 και μέχρι τις αρχές του 2007 41 J-REITs είχαν εισαχθεί, με προσεγγιστική αγοραία αξία της τάξεως των \$50 δισεκατομμυρίων. Στο Χόνγκ Κόνγκ, ο Κώδικας των REITs (HK-REITs) και η Πράξη Εφαρμογής εισήχθησαν για πρώτη φορά το 2003. Μέχρι το Φεβρουάριο του 2007, πέντε REITs ήταν εγγεγραμμένα στο χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ, με συνολική αγορά κεφαλαιοποίησης \$59 εκατομμύρια. Οι πρώτες κανονιστικές οδηγίες για το θεσμό των REITs στη Σιγκαπούρη εκδόθηκαν το 1999, ενώ το πρώτο REIT εισήχθη στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης τον Ιούλιο του 2002. Σήμερα, είναι εισηγμένα συνολικά 16 REITs με αγοραία κεφαλαιοποίηση της τάξεως των 17 δισεκατομμυρίων δολαρίων περίπου. Η απόδοση των REITs της Σιγκαπούρης παρουσιάζεται αρκετά ικανοποιητική, παρά τη σχετικά υποτονική αγορά ακινήτων. Παρόλα αυτά, υπάρχουν ακόμα προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου αυτού. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, η Βόρειος Αμερική κατέχει το προβάδισμα στην αγορά των REITs, ακολουθούμενη από την Αυστραλία και την Ευρώπη.

Στο τελευταίο μέρος της παρούσας εργασίας, παρουσιάζονται διάφορες μέθοδοι αξιολόγησης της οικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης με υποδείγματα που στηρίζονται, κυρίως, σε ποσοτικά στοιχεία και πραγματοποιείται μέσω δεικτών απόδοσης. Οι περιοχές κυρίως αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης αποτελούνται από την κερδοφορία, τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητα. Δύο από τις σημαντικότερες μεθόδους ανάλυσης της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης είναι η μέθοδος του Altman (Altman's Z-score) και το υπόδειγμα Dupont, οι οποίες, δίνοντας ένα εύρος κριτικών τιμών, καθορίζουν το επίπεδο ρευστότητας, κερδοφορίας και φερεγγυότητας της επιχείρησης. Εκτός από την αξιολόγηση της ευρωστίας, το βασικό στοιχείο για τον προσδιορισμό των μεταβολών στη χρηματοοικονομική αξία που διακατέχεται από τους μετόχους μιας επιχείρησης, μέσω των μετοχών που κατέχουν, αποτελεί ο προσδιορισμός του κόστους κεφαλαίου. Το κόστος κεφαλαίων υπολογίζεται στην πράξη συνήθως από τα υποδείγματα τιμολόγησης κεφαλαιακών στοιχείων ενεργητικού CAPM (capital assets pricing models) και Gordon.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και φερεγγυότητας εταιρειών REITs που δραστηριοποιούνται στις χώρες που αναφέρονται στο Κεφάλαιο 3 (Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ελλάδα, Η.Π.Α., Αυστραλία, Ιαπωνία, Χόνγκ Κόνγκ, Σιγκαπούρη). Οι δείκτες αυτοί προέρχονται από την επεξεργασία χαρακτηριστικών ποσοτικών στοιχείων των εταιρειών ακινήτων και αποτελούν λόγους βασικών εταιρικών δεδομένων, όπως τα κέρδη, οι πωλήσεις, τα άυλα στοιχεία ενεργητικού κ.ά. Σύμφωνα με τον Πίνακα 4.3, όλες οι επιλεγμένες χώρες σημείωσαν φθίνοντες έως και αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης μετά το 2007, όποτε και άρχισε να γίνεται αισθητή η παγκόσμια οικονομική κρίση. Το γενικά υποτονικό οικονομικό κλίμα είχε, όπως ήταν αναμενόμενο, αντίκτυπο και σε βασικά οικονομικά μεγέθη, όπως τα κέρδη των REITs και τα επίπεδα δανεισμού. Ισχυρές οικονομίες REITs, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ήρθαν αντιμέτωπες με αρκετά επώδυνες μεταβολές εξαιτίας της οικονομική ύφεσης.

Η Γερμανία παρουσίασε πτώση του ΑΕΠ, το οποίο σημείωσε μια μικρή άνοδο το 2010, ενώ η ανεργία μειώθηκε. Ο δείκτης καταναλωτή παρέμεινε σε σταθερά επίπεδα. Το ετήσιο και δεκαετές ομόλογο εμφάνισε αύξηση μέχρι το 2007, ενώ κατά την επόμενη τριετία πτώση. Αν και τα κέρδη των γερμανικών REITs ακολούθησαν πτωτική πορεία, εμφανίζοντας μάλιστα και ζημία το 2008, οι πωλήσεις, τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού των επιχειρήσεων και η αγοραία αξία τους, καθώς και η μερισματική απόδοση αυξήθηκαν. Αντίθετα, οι συνολικές οφειλές εμφάνισαν αύξηση σε σχέση με τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού, γεγονός που συνδέεται άμεσα με τη μειωμένη κερδοφορία των επιχειρήσεων και έμμεσα με τη μείωση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος για όλη τη χώρα.

Το Ηνωμένο Βασίλειο, για το ίδιο χρονικό διάστημα, παρουσιάζει παρόμοιες οικονομικές συνθήκες με τη Γερμανία, εμφανίζοντας, ταυτόχρονα, άνοδο της ανεργίας και πτώση των κρατικών ομολόγων (έντονη για το μονοετές ομόλογο). Το γενικότερα αρνητικό οικονομικό κλίμα στη χώρα φαίνεται να επηρέασε ιδιαίτερα την απόδοση των εισηγμένων UK-REITs. Τα κέρδη των εταιρειών κινήθηκαν σε σταθερά επίπεδα, σημειώνοντας σφοδρή πτώση κατά τη διετία 2008-2009. Οι πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού παρέμειναν, γενικά, σταθερά. Ο λόγος των

κερδών των εταιρειών προς τις δαπάνες για την αποπληρωμή τόκων δανείων εκτοξεύτηκε στις 235 μονάδες για το 2010, γεγονός που μπορεί, εν μέρει, να δικαιολογηθεί από την επικείμενη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων στην πόλη του Λονδίνου το 2012.

Η Ελλάδα, κατά την εξαετία αυτή, παρουσίασε παρόμοια εικόνα ύφεσης με αυτή του Ηνωμένου Βασιλείου. Από το 2008 και μετά, όταν η οικονομική κρίση άρχισε να γίνεται ιδιαίτερα αισθητή στη χώρα μας, οι ρυθμοί του ΑΕΠ σημείωσαν αρνητικές τιμές και η ανεργία αυξήθηκε. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή, όπως, επίσης, και τα κρατικά ομόλογα, εμφάνισαν μικρές αυξομειώσεις, ενώ το 2010 παρουσίασαν αύξηση. Η κερδοφορία των ΕΕΑΠ ακολούθησε πτωτική πορεία, ενώ οι πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού σημείωσαν μικρή άνοδο. Αντίθετα, ο λόγος του κέρδους προς τους οφειλόμενους τόκους μειώθηκε, φτάνοντας αρνητικές τιμές για το 2010, με εξαίρεση το 2009 όπου υπήρξε μια σημαντική αύξηση. Οι μερισματικές αποδόσεις των εισηγμένων REITs στο ελληνικό χρηματιστήριο μειώθηκαν μεταξύ 2005-2007, ενώ την επόμενη τριετία παρουσίασαν αύξηση.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής βίωσαν, κατά την εξεταζόμενη εξαετία, μια από τις πιο έντονες οικονομικές υφέσεις στην ιστορία τους. Το ΑΕΠ, ο δείκτης τιμών καταναλωτή και τα κρατικά ομόλογα σημείωσαν έντονη πτωτική πορεία, ειδικά μετά το 2008. Η ανεργία, αν και διατηρήθηκε αρχικά σε χαμηλά επίπεδα, την τελευταία διετία εμφάνισε αύξηση. Το αρνητικό αυτό οικονομικό κλίμα επηρέασε σημαντικά τα εισηγμένα US-REITs, τα οποία κινήθηκαν σε σταθερά επίπεδα κερδοφορίας, πωλήσεων και μερισματικών αποδόσεων. Ο λόγος του κέρδους προς τους οφειλόμενους τόκους είχε πτωτική πορεία, η οποία έγινε ιδιαίτερα αισθητή κατά τη διετία 2008-2009.

Και η Αυστραλία, επηρεασμένη από τις παγκόσμια οικονομική ύφεση της τελευταίας εξαετίας, παρουσίασε μετά το 2008 φθίνοντες ρυθμούς ΑΕΠ και δείκτη τιμών καταναλωτή. Η ανεργία κινήθηκε σε σταθερά επίπεδα, με μια μικρή άνοδο το 2009, ενώ τα κρατικά ομόλογα σημείωσαν, κατά μέσο όρο, άνοδο. Τα κέρδη των αυστραλιανών REITs εμφάνισαν αύξηση μέχρι το 2007 και στη συνέχεια μείωση με αρνητικές, μάλιστα, τιμές για το 2009. Αντίθετα, σε θετικό κλίμα κινήθηκαν οι

πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού τους. Ύφεση εμφάνισε και η μερισματική απόδοση των αυστραλιανών εταιρειών επενδύσεων ακινήτων μέχρι το 2007, ενώ στη συνέχεια αυξήθηκε με σημαντική άνοδο το 2009.

Οι ασιατικές οικονομίες δέχθηκαν, επίσης, τις επιδράσεις της διεθνούς οικονομικής κρίσης, έχοντας ανάλογο αντίκτυπο και στις αγορές REITs. Η Ιαπωνία σημείωσε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ και του δείκτη τιμών καταναλωτή μεταξύ 2008-2009. Πτωτικές τάσεις εμφάνισαν, επίσης, τα κρατικά ομόλογα. Τα κέρδη των εταιρειών κινήθηκαν σε σταθερά επίπεδα, ενώ οι πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού παρουσίασαν μικρή αύξηση. Άνοδος υπήρξε και στις μερισματικές αποδόσεις των J-REITs. Παρόμοιο υπήρξε το οικονομικό κλίμα και για το Χόνγκ Κόνγκ, όπου το ΑΕΠ και ο δείκτης τιμών καταναλωτή εμφάνισαν πτώση μέχρι το 2009, ενώ το 2010 υπήρξε μια μικρή ανάκαμψη. Το επίπεδο ανεργία μειώθηκε σε γενικές γραμμές, ενώ τα κρατικά ομόλογα σημείωσαν πτώση. Τα κέρδη των HK-REITs μειώθηκαν, με εξαίρεση το 2010, ενώ οι πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού αυξήθηκαν. Τα μειωμένα κέρδη επηρέασαν το λόγο κέρδους προς οφειλόμενων τόκων, ο οποίος σημείωσε έντονη μείωση το 2008. Οι μερισματικές αποδόσεις των εταιρειών κινήθηκαν σε ανοδικά επίπεδα. Στη Σιγκαπούρη, η ανεργία παρέμεινε σχετικά σταθερή, ενώ ο δείκτης τιμών καταναλωτή καθώς και το ΑΕΠ εμφάνισαν πτώση, με αρνητικές τιμές για το 2009. Τα κρατικά ομόλογα ακολούθησαν το γενικότερο αρνητικό κλίμα ύφεσης. Τα κέρδη των εισηγμένων REITs της Σιγκαπούρης παρέμειναν, σε γενικές γραμμές, σταθερά, σημειώνοντας αύξηση το 2010. Ανοδική πορεία ακολούθησαν οι πωλήσεις και τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Εξαιτίας της αυξημένης κερδοφορίας, ο λόγος κέρδους προς οφειλόμενων τόκων για τα έτη 2007 και 2010 παρουσίασε αύξηση. Μικρές αυξομειώσεις υπήρξαν στις μερισματικές αποδόσεις, με σημαντική άνοδο το 2009.

Η Ελλάδα μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια εμβρυϊκή αγορά REITs, η οποία διαθέτει πολλές προοπτικές για να αποτελέσει σημαντικό μέρος της εγχώριας αγοράς επενδύσεων ακινήτων στο εγγύς μέλλον. Η χώρα μας βρίσκεται σε μια χρονική στιγμή που ο θεσμός των εταιρειών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας μπορεί να πραγματοποιήσει ραγδαία ανάπτυξη, κυρίως μάλιστα όσο το Χρηματιστήριο Αθηνών

δεν μπορεί να προσελκύσει νέους επενδυτές, λόγω του κλίματος αναξιοπιστίας που επικρατεί. Οι προοπτικές αυτές θα πρέπει να ενισχυθούν από ευέλικτες πολιτικές που να βελτιώνουν το σχετικό θεσμικό πλαίσιο, να περιορίζουν τη γραφειοκρατία, να ενισχύουν τις υποδομές και να αναπτύσσουν ένα βιώσιμο σύστημα οργάνωσης και διαχείρισης κρατικών πρακτικών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

- Alchian, A.A. (1977). Some Economics of Property Rights. In *Landmark Papers in Economics: Politics and Law*, pp. 12–34, UK: Edward Elgar.
- Allen, M.T., Madura, J., & Springer, M. (2000). REIT characteristics and the sensitivity of REIT returns. *The Journal of Real Estate and Economics*, Vol.21, No.2, pp.141-152.
- Bardhan, A.D., Datta, R., Edelstein, R., & Kim, L.S. (2003). A tale of two sectors: Upward mobility and private housing in Singapore. *Journal of Housing Economics*, 12(2), pp. 83–105.
- Bardhan, A.D., & Barua, S. (2004). The Real Estate Industry in India: A Potential Engine of Growth, *India Infrastructure Report*, OxfordUniversity Press, Delhi.
- Barzel, Y. (1997). *Economic Analysis of Property Rights* (2nd ed.). UK: Cambridge University Press
- Baum, A., & Lizieri, C. (2000). *Space Race: the Contribution of Property Markets to the Competitiveness of London and Frankfurt*. Department of Land Management, UK: University of Reading.
- Baum, A., & Devaney, S. (2008). Depreciation, income distribution and the UK REIT. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol.26, No.3, pp.195-209, Emerald Group Publishing
- Block, R.L. (2002). *Investing in REITs – Revised & Updated Edition*. Princeton: Bloomberg Press.
- Boot, A., & Thakor, A. (1994). Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game. *International Economic Review*, 35(4): 899–920.
- Brown, D.T., & Riddiough, T.J. (2003). Financing Choice and Liability Structure of Real Estate Investment Trusts. *Real Estate Economics*, 31(3): 313–346.

- Brown, D.T., & Marble, H. (2007). *Secured Debt Financing and Leverage: Theory and Evidence*, Working Paper, University of Florida.
- Brueggeman, W.B., & Fisher, J.D. (2005). *Real Estate Finance and Investments*. New York: McGraw-Hill International.
- Case, B., Goetzemann, W., & Rouwenhorst, G. (2000). Global real estate markets - cycles and fundamentals. *NBER Working Papers*, No.7566.
- Cheung, S. (1983). The Contractual Nature of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 17, 53–71.
- Chiquier, L., Hassler, O., & Lea, M. (2004). Mortgage Securities in Emerging Markets. *World Bank Policy Research*, Working Paper 3370, August, Available on the World Bank public website: <http://econ.worldbank.org/resource.php>
- Clayton, J., & Mackinnon, G. (2003). The relative importance of stock, bond, and real estate factors in explaining REIT returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 27:39-60.
- Davis, C.E., & Zhu, H. (2004). Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence. *BIS Working Papers*, No.150.
- Damodaran, A., Kose, J., & Crocker, H.L. (1997). The determinants of organizational form changes: evidence and implications from real estate. *Journal of Financial Economics*, 45:169-92.
- De Francesco A. (2007). Gearing and the Australian real estate investment market. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol.25, No.6, pp.579-602.
- Dennis, S., Nandy, D.K., & Sharpe I.J. (2000). The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1): 87–110.
- Di Pasquale, D., & Glaeser, E. (1999). Incentives and social capital: are homeowners better citizens?. *Journal of Urban Economics*, 45(2), pp. 354–84.
- Drucker, S., & Puri, M. (2005). On the benefits of concurrent lending and underwriting. *The Journal of Finance*, 60(6): 2763–2799.
- Evangelou, K. (2009). Advantages and benefits of REITS in the Greek market: the sophisticated way to invest in real estate. *Business Partners*, September – October 2009.

- Feng, Z., Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2007). On the capital structure of real estate investment trusts (REITs). *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34:81-10.
- French, N., Hatzichristos, T., Pagourtzi, E., & Assimakopoulos, V. (2003). Real estate appraisal: a review of valuation methods. *Journal of Property Investment & Finance*, pp.383-400.
- Geltner, D., & Miller, N. (2001). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Upper Saddle River. NJ: Prentice-Hall.
- Giambona, E., Harding, J.P., & Sirmans, C.F. (2008). Explaining the variation in REIT capital structure: The role of asset liquidation value. *Real Estate Economics*, 36 (1): 111-37.
- Glascock, J.L., Chiuling, L., & Raymond, W.S. (2000). Further evidence on the integration of REIT, bond, and stock returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20 (2): 177-94.
- Gordon, M. (2008). *The complete guide to investing in REITS - Real Estate Investment Trusts: how to earn high rates of returns safely*. Atlantic Publishing Group Inc.
- Herring, R., & Wachter, S. (1999). *Real estate booms and banking busts: an international perspective*. The Wharton Financial Institutions Center. WP 99-27.
- Hilbers, P., Qin, L., & Lisbeth, Z. (2001). Real estate market developments and financial sector soundness. *IMF Working Papers*, WP/01/129.
- Hoesli, M., & MacGregor, B.D. (2000). *Property Investments-Principles and Practice of Portfolio Management*. London: Longman.
- Hofmann, B. (2001). The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?. *BIS Working Papers*, No.108.
- Hong How, H., Kent, P., & Seabrooke, W. (2004). *International Real Estate: an institutional approach*. United Kingdom: Blackwell Publishing.
- Houston, J., & James, C. (2001). Do relationship have limits: banking relationships, financial constraints and investment. *Journal of Business*, 74(3): 347-374.
- Howe, J. S., & Shilling, J. D. (1988), Capital structure theory and REIT security offerings. *Journal of Finance*, 43 (4): 983-93.

- Jaffe, J. F. (1991). Taxes and the capital structure of partnerships, REIT's, and related entities. *Journal of Finance*, 46 (1): 401-7.
- Johnson, S. (1998). The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure. *Financial Management*, 27(1): 47–56.
- Kallberg, J.G., Liu, C.H., & Srinivasan, A. (2003). Dividend Pricing Models and REITs. *Real Estate Economics*, 31 (1): 435-450.
- Li, Z. (2008). *An analysis of key points for REITs development strategy*. Master of Science Thesis no.422. Dept of Real Estate and Construction Management. KTH Architecture and the Built Environment. Stockholm.
- Liapis, K. (2010). The residual value models: a framework for business administration. *European Research Studies*, XIII (1): 83-102.
- MacKinnon, G.H., & Ashraf, Z. (2009). Real estate for the long term: the effect of return predictability on long-horizon allocations. *Real Estate Economics*, 37 (1): 117-53.
- Mc Lean, A., & Eldred, W. G. (2006). *Investing in real Estate*. pp.52-74.
- Merrill Lynch. *REIT Preferred Index*. February 1997- December 2006.
- Moss, A. (2007). *The Global REIT Market*. IPE European Property Investment Conference.
- Nelling, E.F., & Goldstein, M.A. (1999). REIT return behaviour in advancing and declining stock markets. *Real Estate Finance Journal*, Vol.15, No.4.
- Newell, G., Ooi, J., & Sing, T. (2006). The growth of REIT markets in Asia. *Journal of Real Estate Literature*, Vol.14, No.2.
- Nikkei Report, 2004.
- Proxenos, S. (2002). Homeownership rate: a global perspective. *Housing Finance International*, 17(2), pp. 3–7.
- Schacht, U., & Wimschulte, J. (2008). German property investment vehicles and the introduction of G-REITs: an analysis. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol.26, No.3, pp.232-246.
- Wallis, J.J., & North, D.C. (1986). Measuring the transaction sector of the american economy: 1870–1970. In: Engerman S.L. & Gallman R.E. (eds.), *Long-Term Factors in American Economic Growth*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Wooldrige, P.D., Domanski, D., & Cobau, A. (2003). Changing links between mature and emerging financial markets, *BIS Quarterly Review*, September.

- World Federation of Exchanges and Euronext statistics and European Public Real Estate Association (2007).

Ελληνική βιβλιογραφία

- Groppelli, A., Nikbakht, E. (2002). *Χρηματοοικονομική*, Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- Καρυτινός, Α. *Εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας*, www.bankofgreece.gr.
- Καρυτινός, Α. (2006). Έμμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία, σύνοψη μελέτης που δημοσιεύτηκε στην ειδική δίγλωσση ετήσια έκδοση του περιοδικού *Real Estate and Development* για το 2006, με τίτλο «Η Αγορά Ακίνητης Περιουσίας στην Ελλάδα».
- Κιόχος, Π. (2006). Εισαγωγή στην εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, Αθήνα: Κιόχου.
- Λιάπης, Κ. (2011), Μέθοδοι Αξιολόγησης Περιφερειακών Προγραμμάτων, Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, Πάντειο Πανεπιστήμιο
- Μάρκου, Α. (2006). *REITs: ένας νέος θεσμός στην Ελλάδα*, διπλωματική εργασία, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοίκησης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Σκουλούδης, Ζ. (1999). *Δίκαιο Ιδιωτικής Ασφάλισης* (Β' έκδοση). Αθήνα: Σάκκουλας.

Ηλεκτρονικές πηγές

- All Business Company, <http://www.allbusiness.com/real-estate-rental-leasing/4506592-1.html>
- The CPA Journal, <http://www.nysscpa.org/cpajournal/old/14152800.htm>
- Capital Flow Analysis, www.capital-flow-analysis.com
- National Association of REITs, www.nareit.com
- Premium Property Operations, www.ppo.gr
- www.finanzstandort.com
- CMS von Erlach Henrici AG, www.cms-veh.com, REITs: a comparative approach throughout Europe
- The Australian Securities and Investments Commission (Australian Regulatory Framework), Issued in Reserve Bank of Australia online, <http://www.rba.gov.au/FinancialSystemStability/AustralianRegulatoryFramework/asic.html>, retrieved on 16 Nov, 2007
- McGiveron Th., Real Estate Characteristics., www.ezinearticles.com
- Bloomberg, www.bloomberg.com
- Datastream, www.thomsonone.com

