

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

Διπλωματική εργασία

ΘΕΜΑ:

«Οικονομική ανάλυση των Αγορών Ακινήτων»

ΜΑΡΚΑΚΗ ΜΑΡΙΑ

A.M.: 0811M002



Επιβλέπων: Αντώνιος Ροβολής, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Λοιπά μέλη εξεταστικής επιτροπής:

Αναστάσιος Καραγάνης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κωνσταντίνος Λιάπης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Αθήνα, Ιούνιος 2014

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

Διπλωματική εργασία

ΘΕΜΑ:

«Οικονομική ανάλυση των αγορών Ακινήτων»

ΜΑΡΚΑΚΗ ΜΑΡΙΑ

Α.Μ.: 0811Μ002

Επιβλέπων: Αντώνιος Ροβολής, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Λοιπά μέλη εξεταστικής επιτροπής:

Αναστάσιος Καραγάνης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Κωνσταντίνος Λιάπης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Αθήνα, Ιούνιος 2014

Στη μητέρα 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, τόσο 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 διαταράσσει τη μακροοικονομική ισορροπία του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βασικό χαρακτηριστικό της ανάπτυξης στις αγορές ακινήτων αποτελεί η ραγδαία αύξηση των τιμών, η οποία συχνά «τροφοδοτείται» από επεκτατικές νομισματικές πολιτικές ή από μεγάλες εισροές κεφαλαίου από το εξωτερικό. Την αύξηση διαδέχεται 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: «Οικονομική Ανάλυση των αγορών ακινήτων» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις ευρωπαϊκές αγορές. Στόχος της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακίνητης περιουσίας γενικότερα και ειδικότερα στην Ευρώπη μέσω της οικονομικής ανάλυσης των εταιρειών Real Estate σε 11 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η εργασία χωρίζεται σε δύο βασικές ενότητες. Το Α΄ Μέρος περιλαμβάνει το θεωρητικό υπόβαθρο και το Β΄ Μέρος την τεχνική ανάλυση που το στελεχώνει. Στο Α΄ Μέρος, το οποίο αποτελείται από δύο επιμέρους κεφάλαια, επιχειρείται μια σύντομη σχετικά περιγραφή του θεσμού της ακίνητης περιουσίας και των σύγχρονων τάσεων που επικρατούν στη συνεχώς εξελισσόμενη αυτή αγορά σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στο Β΄ Μέρος, το οποίο αποτελεί το τεχνικό τμήμα της, παρουσιάζονται, αρχικά, μέθοδοι αξιολόγησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας μέσω δεικτών

απόδοσης και στη συνέχεια γίνεται ο υπολογισμός διαφόρων δεικτών χρηματοοικονομικής ευρωστίας εισηγμένων εταιρειών Real Estate για 11 αντιπροσωπευτικά κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά τη διάρκεια της εξαετίας 2005-2010. Επιπλέον, γίνεται ανάλυση παλινδρόμησης και μια προσπάθεια ομαδοποίησης των δεδομένων μέσω της cluster analysis με 3 διαφορετικές μεθόδους για κάθε έτος ξεχωριστά. 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 κλάδο 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 πολύ μεγάλη σημασία, τόσο για την πληρέστερη αξιολόγηση των μακροοικονομικών συνθηκών και προοπτικών της εγχώριας οικονομίας αλλά και των διεθνών αγορών.

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο: «Οικονομική Ανάλυση των Εταιρειών Real Estate στην Ευρώπη» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις ευρωπαϊκές αγορές. Στόχος της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακίνητης περιουσίας γενικότερα και ειδικότερα στην Ευρώπη μέσω της οικονομικής ανάλυσης των εταιρειών Real Estate σε 11 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη χρονική περίοδο 2005-2010.

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 Αναστάσιο Καραγάνη και Κωνσταντίνο Λιάπη, για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση τους καθώς και για την άρτια συνεργασία μας. Τέλος, τη μητέρα μου για την πολύτιμη στήριξη και την υπομονή της καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου αλλά και για τη συγγραφή της διπλωματικής αυτής εργασίας.

Αθήνα, Ιούνιος 2014

Μαρία Μαρκάκη

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	σελ.4-5
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	σελ.6
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	σελ.7-9
ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	σελ.10
ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	σελ.11
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	σελ.12
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	σελ.13-14

ΜΕΡΟΣ Α: Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ(ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

1.1 Εισαγωγή.....	σελ.16-17
1.2 Αγορές και θεσμοί στον κλάδο των ακινήτων και των κατασκευών	
1.2.1 Τα χαρακτηριστικά της αγοράς των ακινήτων.....	σελ.17-19
1.2.2 Κόστος συναλλαγών.....	σελ.19-21
1.3 Η «μοναδικότητα» του κλάδου της ακίνητης περιουσίας.....	σελ.22-23
1.4 Ο κλάδος των ακινήτων και οι αγορές κατοικίας.....	σελ.23-24
1.5 Η ανάπτυξη των ακινήτων(development process).....	σελ.24-26

1.6 Ο «τοπικός» χαρακτήρας των αγορών ακινήτων.....σελ.26-27
1.7 Η στέγαση είναι χωρικά καθορισμένη και αποτελεί ένα διαρκές αγαθό.....σελ.27-28
1.8 Η μελέτη της λειτουργίας των αγορών ακινήτων.....σελ.28-32

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

2.1 Εισαγωγή.....σελ.32-33
2.2 Τα χαρακτηριστικά των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων.....σελ.33-44
2.3 Η Σύγκλιση των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων στα ενοίκια.....σελ.44-49
2.4 Ευρωπαϊκά παραδείγματα
2.4.1 Η γερμανική αγορά ακινήτων.....σελ.49-56
2.4.2 Η αγορά ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο.....σελ.56-58
2.4.3 Οι επιπτώσεις των παρατεταμένων μακροοικονομικών ανισορροπιών στον τομέα των ακινήτων στην Ελλάδα.....σελ.58-61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Χρηματοοικονομική Ανάλυση της αγοράς ακινήτων

3.1 Θεωρητική ανάλυση δεικτών απόδοσης.....σελ.63-64
3.1.1 Κερδοφορία.....σελ.64-66
3.1.2 Ρευστότητα.....σελ.66-67
3.1.3 Φερεγγυότητα.....σελ.67-68

3.1.4 Altman's Z-score.....σελ.68	σελ.68
3.1.4.1 Το εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score.....σελ.68-69	σελ.68-69
3.1.4.2 Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score.....σελ.69-70	σελ.69-70
3.1.5 Υπόδειγμα Dupont.....σελ.71	σελ.71
3.1.6 Κόστος κεφαλαίου.....σελ.71-72	σελ.71-72
3.1.6.1 Μέθοδος CAMP.....σελ.72-73	σελ.72-73
3.1.6.2 Μέθοδος Gordon.....σελ.73-74	σελ.73-74
3.2 Μέθοδοι Ανάλυσης Δεδομένων	
3.2.1 Οργάνωση Δεδομένων Πάνελ (panel data).....σελ.74-75	σελ.74-75
3.2.2 Προηγμένες μέθοδοι δεδομένων Πάνελ.....σελ.75-77	σελ.75-77
3.3 Θεωρητικό υπόβαθρο της ανάλυσης.....σελ.77--82	σελ.77--82
3.4 Τεχνική ανάλυση.....σελ.82-98	σελ.82-98
3.5 Ανάλυση παλινδρόμησης.....σελ.98-106	σελ.98-106
3.6 Ανάλυση κατά συστάδες- Cluster Analysis.....σελ.106-135	σελ.106-135
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ.136-151	σελ.136-151
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ.152-157	σελ.152-157

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ	
Πίνακας 1.7	Το μέγεθος των κατοικιών, ο αριθμός των κατοικιών και το ποσοστό των κατοικιών σε κάθε μέγεθος
Πίνακας 1.8	Το συνολικό απόθεμα των κατοικιών στην Ευρώπη για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες για τα έτη 2000 και 2006 αντίστοιχα
Πίνακας 2.1	Επενδύόμενο εμπορικό απόθεμα της αγοράς ακινήτων, για τις 10 κορυφαίες χώρες παγκοσμίως για το 2006 και η πρόβλεψη για την ανάπτυξη μεταξύ του 2006-2011
Πίνακας 3.1	Εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
Πίνακας 3.2	Γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
Πίνακας 3.3	Η κερδοφορία= EBITDA / Σύνολο Ενεργητικού (PROFIT)
Πίνακας 3.4	Παγιοποίηση = Πάγια στοιχεία ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού (TANG)
Πίνακας 3.5	Μέγεθος της επιχείρησης = Φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (LNTA)
Πίνακας 3.6	Ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς = (Σύνολο Υποχρεώσεων + Αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων) / Σύνολο Ενεργητικού (MBRATIO)
Πίνακας 3.7	Επιχειρηματικός Κίνδυνος (δανεισμένος beta) = $\beta / [1 + (1 - T) * (D / E)] \sim \text{beta} * E / (D + E)$ (UNGEARED BETA)
Πίνακας 3.8	Κάλυψη Τόκων = EBITDA έξοδα / τόκοι για το χρέος (INTCOV)
Πίνακας 3.9	Ενεργητικό-Κύκλος Εργασιών = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού
Πίνακας 3.10	Χρεωστικές του κόστους = πληρωμές τόκων χρέους / Σύνολο χρέους (COSTDEBT)
Πίνακας 3.11	Συντελεστής συσχέτισης
Πίνακας 3.12	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- TANG
Πίνακας 3.13	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- LNTA
Πίνακας 3.14	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- MBRATIO
Πίνακας 3.15	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- UNGEAREDBETA
Πίνακας 3.16	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- INTCOV
Πίνακας 3.17	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- ASSTURN
Πίνακας 3.18	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- COSTDEBT
Πίνακας 3.19	Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- Όλες οι μεταβλητές
Πίνακας 3.20	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2005
Πίνακας 3.21	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2005
Πίνακας 3.22	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2005
Πίνακας 3.23	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2006
Πίνακας 3.24	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2006
Πίνακας 3.25	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2006
Πίνακας 3.26	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2007
Πίνακας 3.27	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2007
Πίνακας 3.28	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2007
Πίνακας 3.29	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2008
Πίνακας 3.30	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2008
Πίνακας 3.31	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2008
Πίνακας 3.32	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2009
Πίνακας 3.33	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2009
Πίνακας 3.34	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2009
Πίνακας 3.35	Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2010
Πίνακας 3.36	Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2010
Πίνακας 3.37	Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2010

ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	
Διάγραμμα 1.8	Η ηλικία του αποθέματος των κατοικιών για επιλεγμένες Ευρωπαϊκές χώρες κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2006
Διάγραμμα 1.9	Το απόθεμα των κατοικιών σε σχέση με τον πληθυσμό για την Ευρώπη των 27-χωρών το 2006(αριθμός των κατοικιών ανά 1000 κατοίκους)
Διάγραμμα 1.10	Η πυκνότητα των κατοικιών για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες το 2006(κατοικίες ανά Km ²)
Διάγραμμα 1.15	Ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών για κατοικίες για επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης των 27-χωρών για τα έτη 2001 και 2006
Διάγραμμα 1.20	Το κόστος συναλλαγών για επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης των 27-χωρών το 2007
Διάγραμμα 2.1	Παγκόσμιο απόθεμα περιουσίας το 2006
Διάγραμμα 2.2	Η ένταση των άμεσων επενδύσεων της αγοράς ακινήτων στην Ευρώπη, 2000-2007
Διάγραμμα 2.4	Πηγές του επενδύμενου κεφαλαίου στις ευρωπαϊκές αγορές ακινήτων, 2007 (ποσοστά από το συνολικό)
Διάγραμμα 2.5	Προσανατολισμός του επενδύμενου κεφαλαίου στην ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων το 2007(ποσοστά)
Διάγραμμα 2.6	Οι 10 κορυφαίες ευρωπαϊκές πόλεις, επένδυση κατά παράγοντες για το 2006 (ποσοστά επί του συνόλου)
Διάγραμμα 3.1	Υπόδειγμα Dupont
Διάγραμμα 3.2	PROFIT
Διάγραμμα 3.3	TANG
Διάγραμμα 3.4	LNTA
Διάγραμμα 3.5	MBRATIO
Διάγραμμα 3.6	UNGEAREDBETA
Διάγραμμα 3.7	INTCOV
Διάγραμμα 3.8	ASSTURN
Διάγραμμα 3.9	COSTDEBT
Διάγραμμα 3.10	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2005
Διάγραμμα 3.11	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2005
Διάγραμμα 3.12	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2005
Διάγραμμα 3.13	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2006
Διάγραμμα 3.14	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2006
Διάγραμμα 3.15	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2006
Διάγραμμα 3.16	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2007
Διάγραμμα 3.17	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2007
Διάγραμμα 3.18	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2007
Διάγραμμα 3.19	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2008
Διάγραμμα 3.20	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2008
Διάγραμμα 3.21	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2008
Διάγραμμα 3.22	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2009
Διάγραμμα 3.23	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2009
Διάγραμμα 3.24	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2009
Διάγραμμα 3.25	Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2010
Διάγραμμα 3.26	Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2010
Διάγραμμα 3.27	Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2010

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	
BETA	Beta Coefficient of Risk Factor
DID	Deutsche Immobilien Datenbank
DIX	Deutsche Immobilien Index
EBS	European Business School
EKT	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
EPRE	European Public Real Estate
GIF	Gesellschaft fur Immobilienwirtschaftliche Forschunge
INTCOV	Interest Cost Value
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
REITs	Real Estate Investment Trusts
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROGA	Return on gross Assets
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Investment Capital
ROTA	Return on total Assets
TANG	Fixed (tangible) Assets
ONE	Οικονομική και Νομισματική Ένωση

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία με τίτλο: «Οικονομική Ανάλυση των Εταιρειών Real Estate στην Ευρώπη» πραγματεύεται το θεσμό της ακίνητης περιουσίας και κυρίως το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας και συμμετοχής του στις ευρωπαϊκές αγορές. Στόχος της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακίνητης περιουσίας γενικότερα και ειδικότερα στην Ευρώπη μέσω της οικονομικής ανάλυσης των εταιρειών Real Estate σε 11 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη χρονική περίοδο 2005-2010.

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 δύο 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. Επιπλέον, παρουσιάζεται η «μοναδικότητα» του κλάδου της ακίνητης περιουσίας και η διαδικασία ανάπτυξης του (development process). Στη συνέχεια, στο Κεφάλαιο 2 γίνεται μια ανάλυση των χαρακτηριστικών των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων παρουσιάζοντας στοιχεία που έχουν να κάνουν με το μέγεθος, το απόθεμα και την πυκνότητα των κατοικιών. Τέλος, αναλύονται ως χαρακτηριστικά παραδείγματα ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων η αγορά της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου καθώς οι συνέπειες των παρατεταμένων μακροοικονομικών κρίσεων στην ελληνική αγορά ακινήτων.

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 του κεφαλαίου της (μέθοδος CAMR, μέθοδος Gordon). Έπειτα, γίνεται υπολογισμός διαφόρων δεικτών ευρωστίας εισηγμένων εταιρειών ακινήτων (profit, tang, assturn, costdebt κλπ.) για τις 11 χώρες που έχουμε επιλέξει κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 2005-2010 και γίνεται σχολιασμός των αποτελεσμάτων που προκύπτουν. Επιπλέον, υπολογίζεται ο πίνακας συσχετίσεων μεταξύ των 8 μεταβλητών που

έχουμε χρησιμοποιήσει στην ανάλυση μας και γίνεται ανάλυση παλινδρόμησης βάσει τριών μεθόδων: μέσω της μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων(OLS), μέσω της μεθόδου των Σταθερών Επιδράσεων(Fixed Effects) και των Τυχαίων Επιδράσεων(Random Effects), που αποτελούν τις βασικές μεθόδους ανάλυσης για δεδομένα πάνελ(panel data). Στη συνέχεια, γίνεται μια προσπάθεια ομαδοποίησης των δεδομένων μέσω της Cluster Analysis με βάσει 3 διαφορετικές μεθόδους: μέθοδος του εγγύτερου γείτονα(nearest neighbor-single linkage), μέθοδος του απώτερου γείτονα(farthest neighbor-complete linkage) και η μέθοδος της Μέσης απόστασης(Average linkage) για κάθε έτος ξεχωριστά. 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.

A decorative scroll graphic with a purple outline and grey circular accents at the corners, framing the title text.

ΜΕΡΟΣ Α:
Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
(ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η αγορά ακίνητης περιουσίας

1.1 Εισαγωγή

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, τόσο 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 διαταράσσει την μακροοικονομική ισορροπία του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βασικό χαρακτηριστικό της ανάπτυξης των αγορών ακινήτων αποτελεί η ραγδαία αύξηση των τιμών, η οποία συχνά «τροφοδοτείται» από επεκτατικές νομισματικές πολιτικές ή από μεγάλες εισροές κεφαλαίου από το εξωτερικό. Την αύξηση διαδέχεται οξεία ύφεση, η οποία έχει καθοριστικές συνέπειες για την αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού κλάδου.¹

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της οικονομίας όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά παγκοσμίως. Ο συνολικός τζίρος που αντιστοιχεί στην κατασκευή, πώληση και ενοικίαση ακινήτων παγκοσμίως αντιπροσωπεύει σχεδόν το 15% του ΑΕΠ των πλουσιότερων χωρών, ενώ οι επενδυτές έχουν πολλαπλάσια κεφάλαια τοποθετημένα σε ακίνητα από ότι σε μετοχές και ομόλογα.²

Η μεγάλη πτώση της δραστηριότητας στην αγορά ακινήτων στην Ελλάδα την περίοδο 2008-2013, μετά τη δυναμική άνοδό της την περίοδο 2000-2007, χαρακτηρίζεται, μεταξύ των άλλων, από δύο παράγοντες (Alpha Bank, 13/6/2013):

α) τη δραματική πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες και σε άλλες κατασκευές η οποία οδήγησε σε μεγάλη πτώση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας στον τομέα των κατασκευών,

β) την πρωτοφανή, σχεδόν πλήρη, διακοπή των συναλλαγών σε ακίνητα κάθε κατηγορίας, αφού ο αριθμός των συμβολαίων συναλλαγών επί ακινήτων

¹ Τράπεζα της Ελλάδος (2013), Ανάλυση αγοράς ακινήτων, διαθέσιμο στο: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/realestate/default.aspx>, [Προσπελάστηκε στις 25/08/2013]

² Μπαλωμένος Π. & Παλάσκας Θ. (2005), σελ.123-158

διαμορφώθηκε το 2012 στο 16,7% του αριθμού αυτών των συμβολαίων το 2005. Υπήρξε δηλαδή μία πτώση της τάξεως του 83,3%.

Από τις αρχές του 2013 έως σήμερα, η αγορά συνεχίζει να κλυδωνίζεται από την επικείμενη αλλαγή στη φορολόγηση των ακινήτων η οποία σύμφωνα με το νέο σχέδιο για την κλιμακωτή χρέωση στα αγροτεμάχια, βαρύνει κυρίως τα παραθαλάσσια οικόπεδα με κτίσματα.³

1.2 Αγορές και θεσμοί στον κλάδο των ακινήτων και των κατασκευών

1.2.1 Τα χαρακτηριστικά της αγοράς των ακινήτων

Ένα από τα βασικότερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων και κατασκευών είναι οι ποικίλες και ανταγωνιστικές υποαγορές, που διακρίνονται από χαρακτηριστικά όπως τον τύπο του κτιρίου, τη θέση και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Η νεοκλασική προσέγγιση θεωρεί ότι αν δεν υπάρχουν παρεμβάσεις των κυβερνήσεων ή περιορισμοί στις συναλλαγές δημιουργούνται τέλεια ανταγωνιστικές αγορές επειδή υπάρχει πλήθος αγοραστών και προμηθευτών. Η τεχνολογία συμβάλλει σε αυτό το ανταγωνιστικό περιβάλλον υπό την ευρεία έννοια αφού μπορεί να επηρεάσει τα φυσικά χαρακτηριστικά των κατασκευών. Η ύπαρξη των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας πάνω στη γη αποτελούν άλλο ένα βασικό παράγοντα για τη διατήρηση του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στην αγορά ακίνητης περιουσίας.

Στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας δε μπορεί κάποιος να εντοπίσει τους βασικούς «παίκτες» μέχρι να φτάσουμε στο τελικό προϊόν, δηλαδή δεν υπάρχουν προφανείς «επιχειρήσεις εστίασης», γιατί ο κατάλογος είναι πολύ μεγάλος παρουσιάζοντας διαφορές στα χαρακτηριστικά τους μεταξύ των χωρών. Το πρόβλημα έγκειται στον εντοπισμό των χαρακτηριστικών στα οποία θα πρέπει να επικεντρωθούμε.

Τα περισσότερα από αυτά τα χαρακτηριστικά δεν είναι διαφορετικά από εκείνα που συνδέονται με οποιοδήποτε άλλο προϊόν ή υπηρεσία σε μια σύγχρονη οικονομία. Ωστόσο, ο κλάδος των ακινήτων και των κατασκευών παρουσιάζει

³ Ευθυμίουπουλος Α. (13/06/2013), Αγορά ακινήτων: επιβράδυνση και προϋποθέσεις ανάπτυξης, διαθέσιμο στο: <http://www.indeepanalysis.gr/?q=kladikes-analyseis/agora-akinhtwn-epivradynsh-kai-proypotheseis-anaptykshs>, [Προσπελάστηκε στις 25/08/2013]

ορισμένα ειδικά χαρακτηριστικά που αποτελούν δομικά χαρακτηριστικά της ανάλυσης μας. Αυτά είναι:

- Τα κτίρια διαρκούν για μεγάλο χρονικό διάστημα εν' μέρει λόγω της διαρκούς τους φύσης αλλά και λόγω των δαπανών που απαιτούνται για την κατασκευή και την κατεδάφιση τους. Σε όρους προστιθέμενης αξίας, περίπου το 10%-15% των ετήσιων οικονομικών μιας χώρας είναι αφιερωμένο στην ακίνητη περιουσία και στις κατασκευές.
- Οι τελικοί χρήστες ποικίλλουν καθώς τα κτίρια χρησιμοποιούνται σε διαφορετικές πτυχές της ζωής.
- Τόσο το προϊόν όσο και η διαδικασία παρουσιάζουν ετερογένεια σε σχέση με τα φυσικά χαρακτηριστικά, την τοποθεσία, τη χρήση, το μέγεθος, το ύψος και πολλά άλλα χαρακτηριστικά.
- Η τοποθεσία διαφοροποιεί και τμηματοποιεί τις αγορές ακίνητης περιουσίας και απαιτεί ότι η κατασκευή είναι μια μεταβλητή διαδικασία παραγωγής.

Μέσα σε αγορές που χαρακτηρίζονται από τεράστιες συστοιχίες κτιρίων, εξαιρετικά διαφοροποιημένες και μακράς διάρκειας, που έχουν εξαπλωθεί σε όλες τις περιοχές, οι πληροφορίες αποτελούν ένα βασικό περιουσιακό στοιχείο. Παρ' όλα αυτά, στην αγορά ακινήτων αυτές οι πληροφορίες είναι σχετικά κακής ποιότητας, ακριβές και δυσπρόσιτες. Αν και η τάση αυτή έχει επιταχυνθεί τις τελευταίες δεκαετίες με την εξέλιξη των σύγχρονων τεχνολογιών και επικοινωνιών.

Ο κύριος λόγος για την αποτελεσματικότητα των ανταγωνιστικών αγορών είναι λόγω της ελαχιστοποίησης του κόστους και της βέλτιστης κατανομής των πόρων με βάση τις προτιμήσεις των καταναλωτών. Οι μόνες εξωτερικές πληροφορίες που χρειάζονται οι συμμετέχοντες στην αγορά για την επίτευξη των στόχων τους είναι η τιμή. Η τιμή σύμφωνα με την περίφημη φράση του Adam Smith δρα ως «αόρατο χέρι» συντονίζοντας ιδιοτελείς ενέργειες σε συλλογικά ανώτερες εκβάσεις..

Αρκετές προσεγγίσεις χρειάζονται για να κατανοήσουμε τις αγορές και τους οργανισμούς. Πολλές απ' αυτές δεν είναι πραγματικά διακριτικές θεωρίες αλλά συμπληρωματικές. Υπάρχουν διαφορές μεταξύ των θεωριών στην ορολογία και την έμφαση που δίνουν γι' αυτό και πολλές φορές συσκοτίζουν τα πράγματα, όπως είναι

για παράδειγμα κάποιοι ισχυρισμοί για τη δυναμική συμπεριφορά των συστημάτων. (Milgrom & Roberts 1992, Holmstrom & Roberts 1998)

Οι επιλογές παραγωγής των επιχειρήσεων ποικίλλουν ανάλογα με τις διαθέσιμες τεχνολογίες και τις τιμές. Στο πλαίσιο της προσέγγισης με επίκεντρο την τεχνολογία παραγωγής το μέγεθος των επιχειρήσεων εξαρτάται από την ύπαρξη των οικονομιών κλίμακας. Η προσέγγιση αυτή είναι χρήσιμη για την εξέταση του τρόπου που οι κλάδοι δρουν στο σύνολο τους λόγω του ότι οι περισσότερες αγορές είναι τέλεια ανταγωνιστικές. Μεγάλο μέρος της ιστορίας των βιομηχανικών οικονομιών τα τελευταία διακόσια χρόνια έχει συσχετισθεί με την αύξηση στην κλίμακα των κλάδων και στην εξέλιξη γιγαντιαίων επιχειρήσεων (Chandler 1990). Ως εκ τούτου, είναι χρήσιμο σε πρώιμο στάδιο μελέτης των επιχειρήσεων να εξεταστούν οι τεχνολογικές συνθήκες παραγωγής και οι επιπτώσεις που έχουν στις δομές της αγοράς.

Εστιάζοντας όμως στις τεχνολογίες παραγωγής και στις δομές της αγοράς ανακύπτουν προβλήματα κινήτρων. Μπορούν όμως να εξελιχθούν οργανωτικές μορφές για τον περιορισμό των αρνητικών αυτών επιπτώσεων εξαιτίας αυτών των ασυμμετριών πληροφόρησης (Sappington 1991, Molho 1997, Laffont 1999).

1.2.2 Κόστος συναλλαγών

Οι επιχειρήσεις στην αγορά των ακινήτων και των κατασκευών είναι συχνά αλληλένδετες μέσω των δικτύων των αγορών και άλλων ειδών τυπικών ή άτυπων σχέσεων. Τρεις διαστάσεις των τύπων δικτύων έχουν ιδιαίτερη σημασία κατά την εξέταση των ακινήτων και των κατασκευών: η ομαδοποίηση των προμηθευτών, τα δίκτυα που δημιουργούνται στην αγορά και οι ειδικοί σε κάθε χώρα παράγοντες. Δεν έχουν όμως όλες οι διαφορές μεταξύ των χωρών τις ρίζες τους στην αγορά των ακινήτων και των κατασκευών. Υπάρχουν και άλλα χαρακτηριστικά που παίζουν σημαντικό ρόλο, όπως είναι η φύση των οικονομικών συστημάτων. Με βάση τις σχέσεις των οικονομικών συστημάτων οι τράπεζες και οι άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις δημιουργούν σημαντικές μακροπρόθεσμες σχέσεις δανεισμού όπως στη Γερμανία, τη Γαλλία και πολλές χώρες της Ασίας.⁴

⁴ Ball M. (2006), pp.6-28

Το κόστος συναλλαγών ποικίλλει ανάλογα το είδος της συναλλαγής και τον τρόπο που είναι οργανωμένη. Τα θέματα του κόστους συναλλαγής μπορούν να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες: σ' αυτά που συντονίζουν τις συναλλαγές και στους παράγοντες που υποκινούν και εξασφαλίζουν αμοιβαία ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των συναλλασσόμενων μερών (Milgrom & Roberts 1992). Ανάλογα το είδος της συναλλαγής προκύπτουν και διαφορετικά αποτελέσματα που έχουν να κάνουν με τη συχνότητα της συναλλαγής, την αβεβαιότητα σχετικά με την προβλεπόμενη απόδοση της και το είδος του περιουσιακού στοιχείου. Σύμφωνα με τα οικονομικά του κόστους συναλλαγών υποστηρίζεται ότι οι οικονομικές δραστηριότητες και οι οργανώσεις είναι δομημένες να ελαχιστοποιούν το κόστος συναλλαγών για όλα τα μέρη. Οι οικονομικοί ιστορικοί έχουν διαπιστώσει ότι η προσέγγιση αυτή είναι ευεργετική για την κατανόηση της πτώσης και της ανόδου των οικονομικών συστημάτων (North 1990,1991, Alston 1996).

Ανακύπτουν όμως και προβλήματα με την εφαρμογή του κόστους συναλλαγών που έχουν να κάνουν με τις αλλαγές στις πληροφοριακές δομές ως αποτέλεσμα των διαφορετικών δομών διακυβέρνησης και με τη δυσκολία διαχωρισμού του κόστους παραγωγής από το κόστος συναλλαγών. Επιπλέον, μια συναλλαγή λαμβάνεται ως αντικείμενο της έρευνας και ως μονάδα μέτρησης δηλαδή οι επιχειρήσεις και οι αγορές είναι στο σύνολο τους συναλλαγές. Αυτό όμως θεωρείται από τους Bolton & Sharfstein (1998) μία μάλλον περιορισμένη άποψη για τη δράση των επιχειρήσεων και των οργανισμών.

Ο Williamson (1999, 2000), ωστόσο, πρότεινε την ανάγκη για νέες ευκαιρίες σχετικά με τη φύση της επιχείρησης ενσωματώνοντας περισσότερες δυνατότητες από ότι μόνο την ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγών. Για την κατανόηση του ρόλου των επιχειρήσεων ένα από τα πιο αποδοτικά αποτελέσματα των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας είναι η άποψη ότι οι ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης έχουν δικαιώματα στον έλεγχο της χρήσης των περιουσιακών στοιχείων ώστε να μπορούν να ελέγχουν τη χρήση τους με όποιο τρόπο θέλουν εκτός αν προβλέπεται κάτι άλλο από το νόμο (Hart 1995, Bolton & Sharfstein 1998).

Είναι χαρακτηριστική ειδικά στα πλαίσια της ανάλυσης του κόστους συναλλαγών η μελέτη των θεσμών. Γενικά, η ορολογία ποικίλλει αλλά συνήθως υπάρχουν κανόνες με βάσει τους οποίους ενεργούν, οι οποίοι μπορεί να είναι επίσημοι ή ανεπίσημοι, άμεσοι ή έμμεσοι και οι υπηρεσίες λειτουργούν βάσει αυτών των κανόνων. Ο παθητικός αυτός ρόλος των επιχειρήσεων στη νέα θεσμική θεωρία θέτει ευρύτερα ζητήματα σχετικά με την πολυπλοκότητα της δράσης των επιχειρήσεων, τους παράγοντες που διαμορφώνουν τη λήψη αποφάσεων στο εσωτερικό τους και το πώς αυτές αλληλεπιδρούν με τις αγορές. Στον πραγματικό κόσμο, όμως, είναι πρακτικά αδύνατο να δώσει κάποιος απαντήσεις και να αναλύσει τον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μια σειρά εναλλακτικών θεσμικών απόψεων έχουν υιοθετηθεί σε μελέτες ακίνητης περιουσίας. Αυτές γενικά προωθούν την ευρεία οικονομική προσέγγιση, ριζικά διαφορετικές θεωρίες από αυτές που έχουν υιοθετηθεί μέχρι τώρα. (Ball 1998, 2003)

Το έργο του Porter είναι ίσως από τα πιο γνωστά που σχετίζονται με τις στρατηγικές των επιχειρήσεων και των εθνικών οικονομιών όσον αφορά τις συνθήκες της αγοράς και τις βιομηχανικές τεχνολογίες που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις και οι βιομηχανίες (Porter 1985, 1990). Μεγάλο μέρος της ανάλυσης του Porter αποτελεί επέκταση και επανερμηνεία των παραδοσιακών βιομηχανικών οικονομικών που τονίζουν χαρακτηριστικά όπως οι οικονομίες κλίμακας, το μέγεθος της αγοράς και οι φραγμοί εισόδου (Bain 1956, Scherer 1980). Βασική υπόθεση της είναι ότι τα χαρακτηριστικά της αγοράς καθορίζουν τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων και ότι η συμπεριφορά της επιχείρησης καθορίζει στη συνέχεια την απόδοση της αγοράς (Martin 2002).

Οι πόροι μιας εταιρίας εξαρτώνται από τα φυσικά περιουσιακά στοιχεία, τις γνώσεις και τις οργανωτικές διαδικασίες. Με τις επιχειρήσεις να θεωρούνται ιδιοκτήτριες των πόρων, που είναι ετερογενείς και όχι ομοιόμορφοι από τη φύση τους. Οι πόροι μιας εταιρείας είναι μοναδικοί, επειδή είναι δαπανηροί στην αντιγραφή τους ή ανελαστικοί στην προσφορά τους. (Barney 2002) Οι πόροι που κατέχουν οι επιχειρήσεις μπορεί να κατηγοριοποιούνται με βάση το κατά πόσον ενισχύουν ή αποδυναμώνουν την ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης. Ο εντοπισμός των ιδανικών συνδυασμών των πόρων και η επίτευξη τους, κατά συνέπεια, γίνεται ο βασικός στόχος των στρατηγικών μιας επιχείρησης.

1.3 Η «μοναδικότητα» του κλάδου της ακίνητης περιουσίας

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας έχει κάποια χαρακτηριστικά που τον καθιστούν μοναδικό. Τα ακίνητα έχουν κατά κύριο λόγο μια φυσική διάσταση, δεδομένου ότι περιλαμβάνουν ένα φυσικό περιουσιακό στοιχείο. Την ίδια στιγμή έχουν μια νομική διάσταση που αναφέρεται στα δικαιώματα ιδιοκτησίας σχετικά με τη φύση του ενεργητικού. Στην πραγματικότητα, αυτό είναι το αντικείμενο διαπραγμάτευσης στον κλάδο των ακινήτων, όχι οι φυσικές μονάδες της γης και των κτιρίων, αλλά τα νόμιμα δικαιώματα ή συμφέροντα που υπάρχουν πάνω τους. Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό αυτής της «φυσικής» πτυχής της ακίνητης περιουσίας που τη χωρίζει από τα άλλα είδη εμπορευμάτων είναι η διάρκεια της. Το απόθεμα σε ακίνητη περιουσία μπορεί να κατασκευαστεί σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, διαρκεί για πολλά χρόνια και η αξία του μπορεί να υποτιμηθεί ή και να καταστεί άνευ αντικειμένου. Επιπροσθέτως, το πρόβλημα της απόσβεσης των ακινήτων και η απαξίωση τους δημιουργεί την ανάγκη για τη συντήρηση τους προσθέτοντας έτσι επιπλέον κόστος. Σημειώνεται ότι η υποτίμηση ή απαξίωση της ακίνητης περιουσίας πρέπει να ερμηνεύεται στην οικονομική και όχι στη φυσική της έννοια. Είναι πιθανό ότι η «φυσική ζωή» ενός κτιρίου μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την «οικονομική ζωή», αν κάποιος θέλει να το χρησιμοποιήσει είτε για στέγαση είτε για εμπορική χρήση.

Τα κτίρια χαρακτηρίζονται από ανθεκτικότητα που σημαίνει ότι ο εφοδιασμός του κλάδου είναι ανελαστικός, αφού το απόθεμα των ακινήτων δεν μπορεί εύκολα ν' αυξηθεί τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα. Ένα άλλο χαρακτηριστικό της ακίνητης περιουσίας είναι ότι είναι εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας. Αυτός είναι ένας άλλος τρόπος να πούμε ότι η δραστηριοποίηση μιας επιχείρησης στον κλάδο των ακινήτων είναι «δαπανηρή» γιατί συνεπάγεται άμεσο κόστος όπως: φόρους, αμοιβές νομικών συμβούλων, αμοιβές εκτιμήσεων ακινήτων, αμοιβές μεσιτών και έμμεσες δαπάνες. Η τελευταία αυτή κατηγορία δαπανών έχει μεγάλη σημασία, καθώς περιλαμβάνει το «κόστος πληροφόρησης» για τα περιουσιακά στοιχεία, τον κίνδυνο που συνδέεται με την ιδιοκτησία συναλλαγής και άλλες δαπάνες.⁵

⁵ Baum A. (2009)

Λόγω των παραπάνω χαρακτηριστικών της ετερογένειας, του χωρικού προσδιορισμού, του υψηλού κόστους συναλλαγών και της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των «παικτών» της αγοράς προκύπτει συχνά ο ισχυρισμός ότι η αγορά ακινήτων είναι αναποτελεσματική. Η έννοια της «αποτελεσματικότητας» σημαίνει στην πραγματικότητα ότι για μια τόσο πολύπλοκη αγορά όπως είναι τα ακίνητα υπάρχει ανεπαρκής θεωρία στη σχετική βιβλιογραφία. Ωστόσο, η απόφαση της αναποτελεσματικότητας προκύπτει από την αναφορά σε μια ιδανική έννοια αποτελεσματικότητας όπου περιλαμβάνει μια τέλεια ανταγωνιστική αγορά σε ισορροπία, η οποία χαρακτηρίζεται από ομοιογενή προϊόντα και από ορθολογικούς και απόλυτα ενημερωμένους «παίκτες». Θεσμικές προσεγγίσεις στο θέμα έχουν «χαλαρώσει» την αυστηρή έννοια της αποτελεσματικότητας και έχουν προσφέρει μια πιο ρεαλιστική σύλληψη, στην οποία ο βαθμός αποτελεσματικότητας της εν λόγω αγοράς αξιολογείται σε σύγκριση με το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.⁶

1.4 Ο κλάδος των ακινήτων και οι αγορές κατοικίας

Η αξία της κατασκευής νέων κτιρίων, είτε ιδιωτικών είτε δημόσιων, αποτελεί μια σημαντική συνιστώσα του ετήσιου Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος στις περισσότερες χώρες. Η αξία των υφιστάμενων κτιρίων είναι το μεγαλύτερο μέρος του αποθέματος πλούτου για ένα έθνος και αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία του ενεργητικού στους ισολογισμούς των περισσότερων επιχειρήσεων. Υπάρχει η άποψη ότι τα οικονομικά της αγοράς της ακίνητης περιουσίας μελετούν την επιχείρηση και τη θεσμική διάσταση των αγορών ακινήτων, ενώ τα οικονομικά των κατοικιών επικεντρώνονται κατά κύριο λόγο στη δημόσια πολιτική.⁷

Η ανάλυση της αγοράς ακινήτων επικεντρώνεται συνήθως σ' ένα συγκεκριμένο είδος ακινήτου, για παράδειγμα κατοικιών ή επαγγελματικών χώρων. Μια τέτοια εμπειρική ανάλυση έχει χωρική διάσταση, δηλαδή αφορά τις αγορές κατοικιών σε μια συγκεκριμένη πόλη ή περιοχή και οι τύποι ιδιοκτησίας κατατάσσονται συνήθως για πρακτικούς λόγους με βάσει τις οικιστικές και τις εμπορικές τους ιδιότητες. Η τελευταία κατηγορία αναλύεται με τη σειρά της σε

⁶ Evans AW. (2004)

⁷ Arnott RJ & McMillen DP (2006), pp.142-144

ιδιωτικά ακίνητα, ξενοδοχεία, γραφεία και βιομηχανικά ακίνητα. Μερικές φορές προστίθενται και τα logistics ως μια ξεχωριστή υποκατηγορία των εμπορικών ακινήτων. Επιπλέον, οι επενδυτές σε προηγμένες αγορές ακινήτων ανήκουν σε δύο μεγάλες κατηγορίες: οι μεμονωμένοι επενδυτές και οι θεσμικοί επενδυτές. Οι μεμονωμένοι επενδυτές επενδύουν στην ακίνητη περιουσία αλλά συχνά συνεργάζονται με ιδρύματα, τα οποία έχουν το κεφάλαιο και θέτουν τους περισσότερους από τους βασικούς κανόνες του επενδυτικού προγράμματος ενώ οι θεσμικοί επενδυτές είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες ζωής, οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα ανοιχτού τύπου (open-end) κεφάλαια (που ονομάζονται έτσι διότι ο επενδυτής μπορεί περιοδικά να αποσύρει το κεφάλαιο του), τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου, καθώς και θεσμικοί και οι ιδιώτες ξένοι επενδυτές.

1.5 Η ανάπτυξη των ακινήτων(development process)

Η ανάπτυξη των ακινήτων πραγματοποιείται από developers που μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία είναι του ιδιωτικού τομέα για την ανάπτυξη, η οποία είναι το τυπικό είδος των developers. Μία άλλη κατηγορία είναι οι μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα developers, που αναλαμβάνουν συνήθως την ολοκλήρωση των έργων όπως, σχολεία και νοσοκομεία. Μία τρίτη κατηγορία που μοιάζει και με την πρώτη είναι οι developers του δημόσιου τομέα. Οι developers του ιδιωτικού τομέα χρεώνουν τέλη σε περίπτωση ανάπτυξης για να καλύψουν τις διοικητικές δαπάνες και τα έξοδα διαβίωσης και τους επιστρέφονται επιπλέον κέρδη από τις πωλήσεις των ανεπτυγμένων ακινήτων. Οι developers μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα κερδίζουν αμοιβές για την ανάπτυξη αλλά δεν τους επιστρέφεται κέρδος, στην ίδια περίπτωση ανήκουν και οι planners του δημόσιου τομέα που εργάζονται σε ειδικές αγορές όπως τα νοσοκομεία, τα σχολεία και τα κυβερνητικά κτίρια.⁸ Οι developers όλων των ειδών έχουν ως καθήκον τους την εκτίμηση της μελλοντικής ζήτησης για το συγκεκριμένο έργο, να υπολογίσουν το κόστος, ν' αποκτήσουν τις απαραίτητες οικοδομικές άδειες, να βρουν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους

⁸ Peca SP. (2009)

για την ολοκλήρωση της κατασκευής του έργου καθώς και τη διαχείριση της κατασκευής του ακινήτου.⁹

Οι McDonald και McMillen(2006)¹⁰ ορίζουν τα στάδια της ανάπτυξης της γης ως εξής:

- Το πρώτο στάδιο (αρχική επαφή με το μεσίτη της γης) περιλαμβάνει την επιθεώρηση, μια προκαταρκτική μελέτη της αγοράς, τις εκτιμήσεις κόστους και την υπογραφή του συμβολαίου με τον ιδιοκτήτη.
- Το δεύτερο στάδιο (περίοδος επιλογής) περιλαμβάνει τις μελέτες του εδάφους και της μηχανικής, την εκτίμηση της σκοπιμότητας της κατασκευής και της στρατηγικής του σχεδιασμού, τα σχέδια χρηματοδότησης κλπ.
- Το τρίτο στάδιο (περίοδος ανάπτυξης) η γη αγοράζεται και τα δάνεια έχουν εξασφαλιστεί.
- Το τέταρτο στάδιο (περίοδος των εκπτώσεων), στο οποίο οι προγραμματιστές εφαρμόζουν τα προγράμματα marketing, το σχεδιασμό των ελέγχων και τη διαχείριση των εγκαταστάσεων.

Οι planners συμμετέχουν σε μία ή περισσότερες δραστηριότητες ή φάσεις της αναπτυξιακής διαδικασίας. Η αναπτυξιακή διαδικασία είναι κατανομημένη για την απόκτηση του χώρου, το κόστος σχεδιασμού, τον προγραμματισμό της αγοράς, τη χρηματοδοτική μίσθωση, το χρονοδιάγραμμα του έργου και τον προγραμματισμό για τη διαχείριση της περιουσίας, την έγκριση του σχεδίου, τον αρχιτεκτονικό σχεδιασμό, τον μηχανικό σχεδιασμό και την πραγματική κατασκευή. Άλλες προτεινόμενες φάσεις της ανάπτυξης περιλαμβάνουν την ιδέα και την αρχική εξέταση, την αξιολόγηση, τη μελέτη σκοπιμότητας, το λεπτομερή σχεδιασμό, τη σύμβαση και την κατασκευή, το marketing, τη διαχείριση και τη διάθεση.¹¹ Προκύπτει, λοιπόν, από την πολύπλοκη διαδικασία ανάπτυξης ότι ένα πρόγραμμα ακίνητης περιουσίας περιλαμβάνει μια μεγάλη ποικιλία επαγγελματιών που οργανώνονται από τον planner.¹²

Οι σύγχρονες αγορές ακινήτων βάσει των υποκείμενων φυσικών περιουσιακών στοιχείων αποτελούν τη βάση ολόκληρης της οικονομικής δομής. Μια κρίσιμη διαφορά που χωρίζει την αγορά ακινήτων από τις άλλες αγορές, για

⁹ Harvey J. & Jowsey E. (2004)

¹⁰ McDonald JF & McMillen DP (2006)

¹¹ Ratcliffe J., Stubbs M. & Shepherd M. (2004)

¹² Peca SP. (2009)

παράδειγμα την κατασκευή, είναι ότι στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας οι επενδυτές μπορούν να κατέχουν άμεσα τα υποκείμενα φυσικά περιουσιακά στοιχεία. Για να έχουν πρόσβαση σε ενσώματα περιουσιακά στοιχεία ακόμη και μικροί επενδυτές υπάρχουν οι Εταιρείες Επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), οι οποίες κατέχουν άμεσα ακίνητη περιουσία και έχουν πρόσβαση σε κεφάλαια.¹³

1.6 Ο «τοπικός» χαρακτήρας των αγορών ακινήτων

Επιπλέον, έχει υποστηριχτεί ότι οι αγορές ακινήτων έχουν «τοπικό» χαρακτήρα, υπό μία έννοια ο πωλητής ενός συγκεκριμένου ακινήτου είναι ένα μονοπώλιο, η ιδιοκτησία είναι μόνο μία και αφορά ένα συγκεκριμένο πάτωμα, στη συγκεκριμένη πλευρά και σε συγκεκριμένο δρόμο. Υπάρχει, ωστόσο, το επιχείρημα ότι υπάρχει μια αυξανόμενη διεθνοποίηση-παγκοσμιοποίηση των αγορών ακινήτων.¹⁴ Η τάση αυτή είχε αρχίσει ή τουλάχιστον ενταθεί, κατά το δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα, όταν μια σειρά από ιστορικά γεγονότα, οικονομικές διαδικασίες και τεχνολογικές αλλαγές μεταμόρφωσαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές που συνδέονταν κυρίως με επενδύσεις σε ακίνητα και κατασκευαστική δραστηριότητα. Η απαρχή για τη διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έγινε με τη συμφωνία του Bretton Woods και τη στροφή προς τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες στις αρχές του 1970. Αυτό οδήγησε στην αύξηση της χρήσης των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων και στη δημιουργία νέων.

Το ζήτημα, ωστόσο, είναι από που προέρχονται αυτά τα τεράστια ποσά. Η σύντομη απάντηση είναι ότι υπήρχαν διάφορες πηγές παγκόσμιας συσσώρευσης του κεφαλαίου τα τελευταία 50 χρόνια.¹⁵ Στην Ευρώπη, η διαδικασία προς μια ενιαία αγορά και η Ευρωπαϊκή Ένωση είχαν, επίσης, βαθιά επίδραση στην ακίνητη περιουσία.¹⁶ Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι διαφορές στη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ δολαρίου και άλλων νομισμάτων έχουν δημιουργήσει μια ροή κεφαλαίων κυρίως από την Ευρώπη προς τις Ηνωμένες

¹³ Block RL. (2006)

¹⁴ Seabrooke W., Kent P. & Hong H. (2004)

¹⁵ Goldberg MA. (2004), pp. 96–129

¹⁶ Nicholls DC. (2004), pp. 155–172

Πολιτείες. Το συμπέρασμα αυτών των θεμελιακών αλλαγών στην αγορά ακινήτων είναι ότι, σε ένα επίπεδο, προσπαθεί να διατηρήσει τα τοπικά χαρακτηριστικά της, αλλά σε ένα άλλο επίπεδο, που συνδέεται με την «οικονομική» φύση των ακινήτων ο κλάδος αυτός διεθνοποιείται όλο και περισσότερο.

Η στέγαση αποτελεί έναν βασικό παράγοντα στις εθνικές οικονομίες, για το λόγο αυτό ο τρόπος που οι αγορές στέγασης λειτουργούν είναι στενά συνδεδεμένος με πολλά στοιχεία της μακροοικονομίας. Η λειτουργία των αγορών κατοικιών μπορεί να εξερευνηθεί μέσω των τυπικών εργαλείων της προσφοράς και της ζήτησης. Ωστόσο, η κατοικία, όπως όλα τα ακίνητα, είναι ένα πολυδιάστατο αγαθό με εγγενή πολυπλοκότητα και διακριτά χαρακτηριστικά. Αυτό σημαίνει ότι στην ανάλυση της αγοράς στέγης πρέπει να ληφθούν υπόψη αυτές οι πολυπλοκότητες. Πρώτα απ' όλα, όπως και όλες οι άλλες μορφές ιδιοκτησίας, η στέγαση είναι ένα ετερογενές αγαθό. Κάθε σπίτι αποτελείται από μια δέσμη χαρακτηριστικών τόσο δομικών (αριθμός δωματίων, το μέγεθος του κήπου, η παρουσία ενός γκαράζ κ.λπ.) όσο και ειδικών που αφορούν τη θέση (γειτνίαση με ένα πάρκο, παράκτια ή ορεινή τοποθεσία, κοντά σε σχολεία κλπ.). Αυτά τα χαρακτηριστικά επηρεάζουν το πόσο οι άνθρωποι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για μια συγκεκριμένη μονάδα στέγασης.

1.7 Η στέγαση είναι χωρικά καθορισμένη και αποτελεί ένα διαρκές αγαθό

Η στέγαση είναι χωρικά καθορισμένη. Αυτό σημαίνει ότι η ύπαρξη ή η απουσία της κατάλληλης στέγασης σ' ένα τόπο επηρεάζει τις αποφάσεις των νοικοκυριών και ως εκ τούτου την κινητικότητα. Αυτός είναι ένας τρόπος με τον οποίο η αγορά στέγασης συνδέεται με την «ευρύτερη» οικονομία και την αγορά εργασίας ειδικότερα. Η ανάπτυξη δημιουργεί σημαντικά ζητήματα για το σχεδιασμό ώστε να μην υπάρχουν αναντιστοιχίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης σε διαφορετικές τοποθεσίες. β) Η στεγαστική αγορά δεν είναι μια «συνολική οντότητα» αλλά μια σειρά αλληλοσυνδεόμενων τοποθεσιών στις επιμέρους αγορές: διεθνές, περιφερειακό ή αστικό επίπεδο. Αναλύσεις σ' αυτές τις διαφορετικές χωρικές κλίμακες οδηγούν σε διαφορετικές αναλύσεις και θέματα πολιτικής.

Τέλος, όπως και όλες οι άλλες μορφές ιδιοκτησίας η κατοικία είναι ένα διαρκές αγαθό και το απόθεμα διαρκεί για πολλά χρόνια*(60-100 έτη), πράγμα που σημαίνει

ότι το υφιστάμενο απόθεμα είναι αρκετά σημαντικό σε σχέση με τη ροή των νεόδμητων. Σημαντικό χαρακτηριστικό της διάρκειας «ζωής» της κατοικίας είναι ότι έχει και μια διάσταση ως «επένδυση». Ως εκ τούτου, κατά την εξέταση των κινήτρων για την εκμετάλλευση των αστικών ακινήτων οι αναλύσεις θα πρέπει να εξετάζουν τα κίνητρα για την εκμετάλλευση των αστικών ακινήτων και να διακρίνουν μεταξύ της ζήτησης για κατοικίες για κατανάλωση και τη ζήτηση για επενδυτικούς σκοπούς. Ωστόσο, η στέγαση εκτός από διαρκές καταναλωτικό αγαθό είναι και «επενδυτικό» αγαθό είναι και μία επένδυση καθώς, επίσης, και κοινωνικό αγαθό: οι κυβερνήσεις έχουν δεσμευτεί να παρέχουν αξιοπρεπή στέγαση σε μειονεκτούντα τμήματα του πληθυσμού. Όλα αυτά τα χαρακτηριστικά της αγοράς των ακινήτων σε συνδυασμό με το υψηλό κόστος συναλλαγών (νομικά τέλη, έξοδα κτηματομεσίτη, κόστος αναζήτησης κλπ.) αποτελούν πηγές αναποτελεσματικότητας στη λειτουργία της αγοράς στέγης. Παραδοσιακά μοντέλα στην νεοκλασική προσέγγιση δεν λαμβάνουν υπόψη αυτές τις πολυπλοκότητες.¹⁷

1.8 Η μελέτη της λειτουργίας των αγορών ακινήτων

Τα ειδικά χαρακτηριστικά των ακινήτων εν γένει και της κατοικίας (ειδικότερα) κάνουν τη μελέτη της λειτουργίας της αγοράς ακινήτων ένα πολύπλοκο έργο. Η αγορά των ακινήτων αποτελείται από ένα σύνολο διασυνδεδεμένων αγορών καθεμιά από τις οποίες συνδέεται ξεχωριστά με τη γενικότερη οικονομία. Από τη μία πλευρά, η ζήτηση για την εμπορική ιδιοκτησία προέρχεται απευθείας από την οικονομική δραστηριότητα, έτσι η γη και η ιδιοκτησία είναι πολύ σημαντικές εισροές στην παραγωγική διαδικασία. Ως αποτέλεσμα στις περισσότερες αναπτυγμένες οικονομίες η μείωση της παραγωγής και η ανάπτυξη του τομέα των υπηρεσιών αντανakλάται στη μειωμένη ζήτηση για τη βιομηχανική ιδιοκτησία και στην αυξημένη ζήτηση για τη λιανική και τους χώρους γραφείων. Υπάρχει η άποψη ότι οι γρήγοροι ρυθμοί της παγκοσμιοποίησης τα τελευταία χρόνια στην τεχνολογία πληροφοριών και επικοινωνιών έχει αποδυναμώσει το ρόλο των ακινήτων ως περιουσιακό στοιχείο κατά τη διαδικασία της παραγωγής. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η σχετική συζήτηση για τον τομέα των ακινήτων είναι σε κάποιο βαθμό υπερβολική. Οι εξελίξεις βέβαια στον τομέα της πληροφορικής και των επικοινωνιών έχουν επιφέρει σημαντικές

¹⁷ MacLennan D. (1996), pp. 387–406

αλλαγές στις επιχειρηματικές διαδικασίες που έχουν πλήξει παραδοσιακούς τομείς και έχουν προκαλέσει ριζικές αλλαγές σε όλους τους τομείς των εμπορικών ακινήτων.¹⁸

Ωστόσο, η αγορά των ακινήτων είναι σε προσαρμογή με αποτέλεσμα την εμφάνιση νέων ειδών ακινήτων καθώς και την αναδιάρθρωση των υφιστάμενων πραγματικών χώρων ακινήτων που μεταβάλλονται για την εξυπηρέτηση διαφορετικών αναγκών. Όσον αφορά την αγορά κατοικίας τα εισοδήματα των νοικοκυριών, οι καταναλωτικές δαπάνες, η διαμόρφωση των μισθών, η ανεργία και η μετανάστευση στην κατασκευή των νοικοκυριών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις νομισματικές πολιτικές με τις επιπτώσεις των διακυμάνσεων των επιτοκίων στο κόστος κατασκευής. Τα αποτελέσματα της πρόσφατης κατάρρευσης της αγοράς κατοικίας και η επακόλουθη οικονομική κρίση έχουν σαφή διασύνδεση στο πλαίσιο μιας όλο και πιο παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και σε περιόδους οικονομικής απελευθέρωσης και διεθνοποίησης.¹⁹

Η ανταπόκριση της προσφοράς κατοικιών επηρεάζεται από τη διαθεσιμότητα οικοδομήσιμης γης καθώς και από τις ρυθμίσεις για τη χρήση της. Μελέτες σε Ευρώπη και ΗΠΑ καταδεικνύουν μια ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της αγοράς κατοικιών και των κανονισμών για τη χρήση της γης, οι οποίοι μπορούν να επιβάλλουν περιορισμούς στη χρήσης της και άμεσα ή έμμεσα επηρεάζουν την αποδοτικότητα της γης για στεγαστικούς σκοπούς. Επιπλέον, η ύπαρξη των επιμέρους αγορών στέγασης και η ετερογένεια των κατοικιών σημαίνει ότι τα εμπόδια για την ανάπτυξη σε μία θέση δεν μπορούν να αντισταθμιστούν από την αυξημένη διαθεσιμότητα της γης για οικιστική ανάπτυξη σε άλλη θέση.

Οι αγορές κατοικιών στις περισσότερες χώρες διαθέτουν διαφορετικούς βαθμούς κυβερνητικής παρέμβασης, η οποία μπορεί να πάρει διάφορες μορφές, από τις άμεσες επιδοτήσεις (επιδόματα στέγασης κλπ.) και δημοσιονομικές παρεμβάσεις (φορολογία κλπ.) με τους κανονισμούς της αγοράς, όπως οι έλεγχοι ενοικίου.²⁰ Οι λόγοι για έναν ενεργό ρόλο από την πλευρά της κυβέρνησης είναι πολύπλευροι. Ένας λόγος είναι η καλά τεκμηριωμένη αναποτελεσματική λειτουργία της αγοράς κατοικίας που καθιστά αναγκαία την κυβερνητική δράση, προκειμένου να επιτευχθεί η κατά Pareto αποτελεσματικότητα. Επιπλέον, υπάρχει και η πτυχή που βασίζεται στην παραδοχή

¹⁸ Dixon T., Thomson B., McAllister P., Marston A. & Snow J. (2005)

¹⁹ Lambiri D. & Rovolis A. (2014), pp. 126-144

²⁰ Aufhauser E., Fischer M. & Schonhofer H. (1986), pp. 133-153

ότι η κατοικία είναι αναγκαίο αγαθό και η κοινωνία θα πρέπει να την παρέχει σε όσους δεν αντέχουν οικονομικά. Κατά συνέπεια, η κατανάλωση της κατοικίας και των επενδύσεων λειτουργεί ως μηχανισμός αναδιανομής του εισοδήματος και πλούτου.

Η κατοικία έχει προσεγγιστεί και αναλύεται πολύ διαφορετικά στην σχετική επιστημονική ευρωπαϊκή και αμερικανική βιβλιογραφία. Παραδοσιακά στην αμερικανική βιβλιογραφία οι τοπικές και εθνικές κυβερνήσεις αντιμετωπίζονται ως παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις ιδιωτικές επενδύσεις στον τομέα της στέγασης μέσω της φορολογίας, του ελέγχου των ενοικίων και επιδοτήσεων κλπ. Αυτές οι μορφές ρύθμισης αντιστοιχούν σε τοπικές πολιτικές και μπορούν ν' αξιολογηθούν μέσω πολλαπλών συγκρίσεων ανά περιοχή. Στην Ευρώπη, από την άλλη, η ρύθμιση της αγοράς κατοικίας προσεγγίζεται κυρίως σε σχέση με την ευημερία και την κοινωνική πολιτική. Οι επιδοτήσεις και ο έλεγχος των ενοικίων γίνεται κυρίως σε εθνικό επίπεδο και ρυθμίζονται από τις τοπικές κυβερνήσεις.²¹

Όπως προαναφέραμε, η στέγαση αποτελεί σημαντικό τομέα των εθνικών οικονομιών και αποτελεί το μεγαλύτερο μερίδιο των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών. Ως αποτέλεσμα, οι μεταβολές στις τιμές των κατοικιών θα έχουν επιπτώσεις σε πολλές πτυχές των εθνικών και περιφερειακών οικονομιών και, το σημαντικότερο, στα εισοδήματα, την κατανάλωση και την αγορά εργασίας. Υπάρχει το επιχείρημα ότι μια από τις πιο σημαντικές πτυχές της κατοικίας είναι η σύνδεση της με το κράτος πρόνοιας. Σε χώρες μ' ένα φιλελεύθερο οικονομικό σύστημα αναμένεται ότι τα νοικοκυριά που έχουν επενδύσει σε οικιστικά ακίνητα θα συσσωρεύσουν πλούτο στη διάρκεια του κύκλου ζωής τους. Οι ισχυρές συνδέσεις της αγοράς κατοικίας με την μακροοικονομία και οι επιπτώσεις της τόσο στη συνολική ζήτηση όσο και στην προσφορά έχουν συζητηθεί ευρέως.^{22,23}

Τα νοικοκυριά σπάνια παίρνουν αποφάσεις σχετικά με την απασχόληση ανεξάρτητα από τις αποφάσεις τους για στέγαση. Η λειτουργία των τοπικών και εθνικών αγορών κατοικίας θα επηρεάσει την κινητικότητα της εργασίας μέσω των επιπέδων τιμών των κατοικιών. Η υψηλή σχετικά τιμή για ένα σπίτι σε μια περιοχή μπορεί να είναι ένας παράγοντας που θα αποθαρρύνει την εσωτερική μετανάστευση και οι σχετικές τιμές των κατοικιών μπορεί να έχουν επιπτώσεις για την επιλογή του

²¹ Whitehead CME. (1999), pp. 1159–1594

²² Kemeny J. (1980), pp. 372–388

²³ Meen G. (2003)

τόπου μετανάστευσης. Επιπλέον, καθώς οι τράπεζες και οι διάφοροι ενυπόθηκοι δανειστές διαθέτουν στεγαστικά δάνεια που βασίζονται στην αξία των κατοικιών οι λιγότερο εύπορες περιφέρειες θα μπορούσαν ν' αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων ενώ αντίθετα οι κάτοικοι στις πλουσιότερες περιοχές θα μπορούσαν να είναι σε πλεονεκτική θέση και να είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν ίδια κεφάλαια προκειμένου να μειώσουν το δανεισμό τους.²⁴

Ακόμα και αν η κινητικότητα μεταξύ των περιφερειών μπορεί να είναι αποτέλεσμα λόγων άσχετων με την επιλογή της απασχόλησης υπάρχουν ισχυρά διαθέσιμα διεθνή στοιχεία που υποστηρίζουν τη σύνδεση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού. Ενδεικτικά, στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν αρνητικές τιμές των ιδίων κεφαλαίων στις αρχές του 1990 και μειωμένος αριθμός νοικοκυριών προτίθενται να πουλήσουν την περιουσία τους και να μετακινηθούν και συνεπώς μείωσαν τη δυνατότητα τους να βρουν δουλειά αλλού. Η μειωμένη κινητικότητα της αγοράς εργασίας οδηγεί σε αδυναμία στο συνδυασμό τους με τις κενές θέσεις εργασίας και κατά συνέπεια προκαλεί ανεπάρκειες στην αγορά εργασίας. Στην περίπτωση της Ιταλίας εξετάστηκε κατά πόσον η αγορά κατοικίας έπαιξε ρόλο στη μείωση της εσωτερικής μετανάστευσης μεταξύ του 1965 και 1995. Παρέχοντας στοιχεία που υποδεικνύουν τις διαφορές στο κόστος των κατοικιών μεταξύ Βορρά και Νότου, στοιχεία που εμπίπτουν με τα πρότυπα της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού.

Τα τελευταία χρόνια οι ολοένα και πιο «απελευθερωμένες» συνθήκες στη διεθνή χρηματοπιστωτική αγορά και οι γενικές διασυνδέσεις του κύκλου των επιχειρήσεων έχουν οδηγήσει τις τιμές των κατοικιών μεταξύ των χωρών να κινούνται στα ίδια επίπεδα. Στα πιο πρόσφατα χρόνια ο βαθμός συγχρονισμού της διεθνούς αγοράς κατοικίας ως έχει ευρέως ερευνηθεί και ακόμη και αν μεμονωμένες χώρες παρουσιάζουν διαφορές στα επίπεδα ανάπτυξης των τιμών των κατοικιών υπάρχουν σημαντικές συσχετίσεις μεταξύ των αγορών στέγασης των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών και των ΗΠΑ.²⁵

Η πρόσφατη οικονομική κρίση και η διεθνής ύφεση της αγοράς κατοικιών από το 2007 τόνωσαν την περαιτέρω έρευνα των αλληλεξαρτήσεων των διεθνών αγορών

²⁴ Cameron G. & Muellbauer J. (1998), pp. 420–446

²⁵ Kim K. & Renaud B. (2009), pp. 7–24

κατοικίας. Η αγορά κατοικίας έχει διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην οικονομική έκρηξη των τελευταίων ετών καθώς και στην επακόλουθη ύφεση. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η κατοικία σχετίζεται με τις στεγαστικές δαπάνες που απαιτούν μεγάλα ποσά κεφαλαίου με υψηλά επίπεδα χρησιμοποίησης ιδίων κεφαλαίων και προκαλούν μεγάλα ποσά χρέους στα νοικοκυριά. Η επίμονη αυτή αύξηση των τιμών των κατοικιών και τα χαμηλά επιτόκια ενθάρρυναν τους λιγότερο εύπορους αγοραστές σπιτιών να εισέλθουν στην αμερικανική στεγαστική αγορά προκαλώντας την κρίση των ενυπόθηκων δανείων που ήταν καταστροφική.²⁶

Τα τελευταία χρόνια συγκριτικές μελέτες σχετικά με τις διεθνείς τάσεις των τιμών των κατοικιών εξέτασαν το θέμα της οικονομικής προσιτότητας της στέγασης. Εκτός από την αποσταθεροποιητική επίδραση της πρόσφατης διεθνούς έκρηξης των τιμών των κατοικιών εγείρονται γενικά ανησυχίες όσον αφορά την οικονομική προσιτότητα της στέγασης. Από τη μία πλευρά, παράγοντες που προαναφέρθηκαν, όπως τα χαμηλά επιτόκια και οι ευνοϊκοί όροι των ενυπόθηκων δανείων αποσκοπούν να ενισχύσουν την προσιτότητα για τους δυνητικούς αγοραστές. Ωστόσο, στις περισσότερες χώρες τα εισοδήματα των μεσαίων νοικοκυριών και των νοικοκυριών χαμηλού εισοδήματος δεν αυξάνονται αναλογικά με τις αυξανόμενες τιμές των κατοικιών οδηγώντας έτσι σε προβλήματα προσιτότητας της ιδιοκτησίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Οι αγορές ακινήτων στην Ευρώπη

1.1 Εισαγωγή

Σε γενικές γραμμές, η Ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων κατάλληλα περιγράφεται ως μερικώς κατατεταγμένη. Η Ευρώπη αποτελείται από μεγάλες και μικρές χώρες με διαφορετικά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης. Ο βαθμός ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς ακινήτων εξαρτάται από μια ποικιλία μακροοικονομικών και οικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν τις πραγματικές τιμές των ακινήτων.

²⁶ Schwartz HM. (2009), pp. 188–207

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τόσο ο κλάδος των ακινήτων γενικότερα όσο και οι αγορές στέγασης ειδικότερα διαφέρουν από χώρα σε χώρα, αφού κάθε οικονομία αντιμετωπίζει διαφορετικές προκλήσεις και προβλήματα. Στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-2009, η αγορά ακινήτων έπαιξε έναν ιδιαίτερο ρόλο, αφού σ' αυτή την αγορά ξεκίνησε η κρίση στις ΗΠΑ, η οποία στη συνέχεια επεκτάθηκε στις υπόλοιπες αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης. Παρακάτω παρουσιάζονται συγκεντρωτικοί πίνακες που αφορούν τα φυσικά χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος, τον αριθμό και την πυκνότητα των κατοικιών, τα συνολικά έξοδα των οικογενειών για στέγαση, το κόστος συναλλαγών και το συνολικό απόθεμα των κατοικιών καθώς και η ηλικία του αποθέματος για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες. Επιπλέον, επειδή δεν υπάρχουν αρκετά άρθρα που να αναλύουν ξεχωριστά την κάθε χώρα παρουσιάζονται τα παραδείγματα της Ηνωμένο Βασίλειο, ως της μεγαλύτερης ευρωπαϊκής αγοράς ακινήτων και της Γερμανίας ως του μεγαλύτερου κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τέλος, δίνεται μια εικόνα των τρεχουσών ανισορροπιών που παρουσιάζει η ελληνική αγορά ακινήτων λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

2.2 Τα χαρακτηριστικά των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων

2.2.1 Το μέγεθος των κατοικιών, ο αριθμός των κατοικιών και το ποσοστό των κατοικιών σε κάθε μέγεθος

Table 1.7 Size of dwellings, selected European countries, various years (number of dwellings and percentage of dwellings of each size)

	Rep. of										
	Austria	Denmark	Finland	France	Germany	Poland	Greece	Hungary	Ireland	Italy	Norway
	2004	2002	2004	2002	2002	2002	2001	2005	2002	1991	2001
Total dwellings (1000s)	3,429	2,409	2,402	24,525	35,033	13,331	3,548	3,997	1,387	19,909	1,962
under 50m ² (%)	11.9	6.1	22	13.6	11.2	35.6	10.1	14.9	12.9	7.9	8.5
50 m ² to 74 m ² (%)	24.8	20.8	29.8	25.6	31.5	33.1	28.9	36.3	65.5	52.7	21.9
75 m ² to 99 m ² (%)	23.1	23.4	21.0	26.5	22.6	12.0	29.7	23.0	n.a.	n.a.	15.8
100m ² to 149 m ² (%)	27.3	31.0	20.9	24.9	25.7	13.2	26.3	21.4	21.6	29.5	30.8
150m ² and more (%)	12.9	18.5	5.3	9.5	9.1	6.0	5.1	4.4	n.a.	9.0	23.0

Source: United Nations Economic Commission for Europe (2006) *Bulletin of Housing Statistics for Europe and North America*.

Από τον παραπάνω πίνακα (Πίνακας 1.7) βλέπουμε το μέγεθος των κατοικιών και το ποσοστό των κατοικιών για κάθε χρήση για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες για διαφορετικές χρονιές. Ο συνδυασμός του αριθμού των ατόμων ανά νοικοκυριό και του μεγέθους των κατοικιών είναι ένας από τους παράγοντες που καθορίζουν την ποιότητα ζωής των πολιτών. Το μέγεθος των κατοικιών αντανακλά μια ανάγκη, βασισμένη στο μέγεθος της κάθε οικογένειας αλλά σχετίζεται και με οικονομικούς παράγοντες, τη στεγαστική πολιτική της κάθε χώρας και την ιστορία της αστικής της ανάπτυξης. Τα μεγέθη των κατοικιών ποικίλλουν ανάλογα με τη χώρα. Στην Πολωνία, για παράδειγμα, το πιο συνηθισμένο μέγεθος των κατοικιών (του 35.6 % των οικογενειών) είναι μικρότερο από 50m². Επιπλέον, κατοικίες μεταξύ των 50m² με 74m² (ως δηλαδή τον πιο κοινό τύπο κατοικίας στις χώρες αυτές) βρίσκουμε κυρίως στην Ιρλανδία (65,5%), την Ουγγαρία (36,3%), τη Γερμανία (31,5%) και στη Φινλανδία το 29,8%. Ενώ κατοικίες μεταξύ των 75 με 99m² είναι πιο

συνηθισμένες στην Ελλάδα (29,7%) και στη Γαλλία (26,5%). Οι κατοικίες, τέλος που έχουν μέγεθος από 100 μέχρι 149m² είναι περισσότερες στη Δανία (31%), τη Νορβηγία (30,8%), την Ιταλία (29,5%) και την Αυστρία (27,3%).

2.2.2 Τα έξοδα των οικογενειών για στέγαση στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 χωρών για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες για τα έτη 2000 και 2005 αντίστοιχα

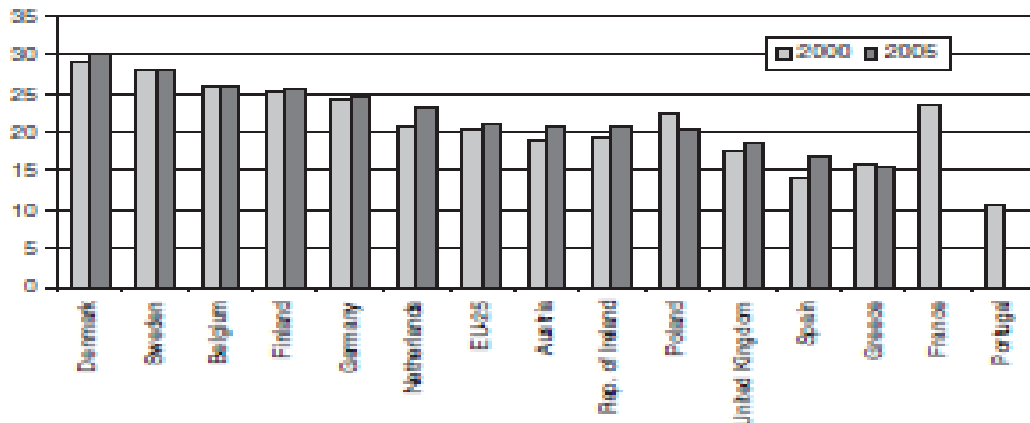


Figure 1.7 Family spending on housing, EU-25 and selected European countries, 2000 and 2005 (percentage of total expenditure)

Note: The data for Sweden, Belgium, Finland, Spain, France, Portugal and EU-25 correspond to 2004.

Source: Ministry of Infrastructure of the Italian Republic (2006) *Housing Statistics in the European Union, 2005/2006* (Federcasa, Italian Housing Federation, September).

Από το παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 1.7) βλέπουμε ότι οι οικογένειες καταναλώνουν για στέγαση το 21% των συνολικών τους εξόδων στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 25 χωρών, ενώ οι Σκανδιναβικές χώρες σπαταλούν μεγαλύτερη αναλογία για στέγαση (περίπου 29%) σε σχέση με το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ελλάδα, την Ισπανία όπου ξοδεύουν για στέγαση το 17%. Η διαφοροποίηση αυτή στα έξοδα των νοικοκυριών για στέγαση σχετίζεται με την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών. Παρόλα αυτά, μεταξύ των ετών 2000 και 2005, η μεγαλύτερη αύξηση στα έξοδα στέγασης πραγματοποιήθηκε στην Ισπανία (περίπου 3 μονάδες) και στις Κάτω Χώρες (2,5 μονάδες). Από την άλλη πλευρά, τα έξοδα στέγασης έπεσαν στην Πολωνία κατά 2 μονάδες. Μία μεταβλητή που συσχετίζεται με τις δαπάνες των οικογενειών για στέγαση είναι το μέγεθος του δανεισμού από αυτούς που έχουν αποφασίσει να αγοράσουν την κατοικία στην οποία θα μείνουν.

2.2.3 Το συνολικό απόθεμα των κατοικιών στην Ευρώπη για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες για τα έτη 2000 και 2006 αντίστοιχα

Table 1.8 Total housing stock, Europe, 1997 and 2006 (thousands of units)

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

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

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

Από τον πίνακα αυτό μπορούμε να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για το συνολικό απόθεμα των κατοικιών στην Ευρώπη μεταξύ του 1997 και του 2006. Εκτός από τη Μάλτα, υπάρχουν 224,1 εκατομμύρια κατοικίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 χωρών (Πίνακας 1.8). Οι χώρες με τις περισσότερες κατοικίες είναι αυτές με το μεγαλύτερο πληθυσμό: Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ισπανία, που οι κατοικίες τους αποτελούν όλες μαζί το 53,4% του συνόλου των κατοικιών. Εκτός από τη Μάλτα, η χώρα με το μικρότερο αριθμό κατοικιών είναι το Λουξεμβούργο με 125.200 κατοικίες. Η Εσθονία και η Σλοβενία, επίσης, έχουν λιγότερο από 1 εκατομμύριο κατοικίες η καθεμία. Εκτός των Ευρωπαϊκών συνόρων, η Τουρκία και η Ουκρανία ξεχωρίζουν με το μεγαλύτερο αριθμό κατοικιών. Από τις χώρες για τις οποίες υπάρχουν δεδομένα γι' αυτή την περίοδο ξεχωρίζει η ανάπτυξη της Ιρλανδίας(58%), της Ισπανίας(29%) και της Κύπρου(27%), αυτές οι χώρες

σημείωσαν έκρηξη όσον αφορά την ανάπτυξη της στεγαστικής τους πολιτικής. Αξιοσημείωτη είναι και η ανάπτυξη στον αριθμό των κατοικιών αυτής της περιόδου στην Πορτογαλία(16%) και στην Πολωνία(12%).

2.2.4 Η ηλικία του αποθέματος των κατοικιών για επιλεγμένες Ευρωπαϊκές χώρες κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2006

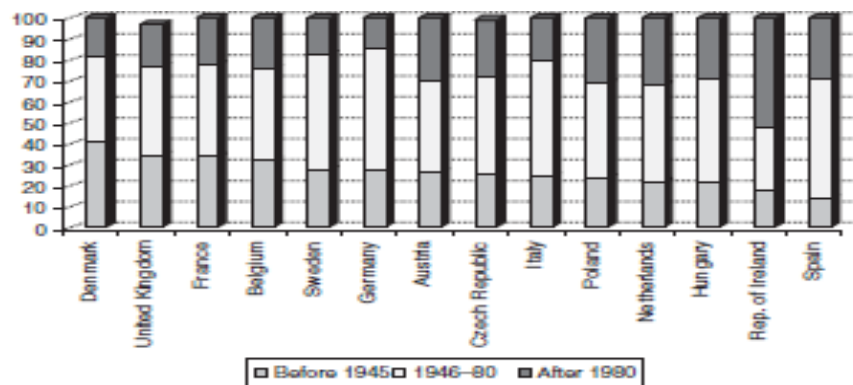


Figure 1.8 Age of the housing stock, selected European countries, 2005-6 (percentage of housing stock by age group)

Note: Data for Belgium, France, Italy, Poland, Spain and the United Kingdom include only houses built before the year 2000.

Source: Ministry of Infrastructure of the Italian Republic (2006) *Housing Statistics in the European Union, 2005/2006* (Federcasa, Italian Housing Federation, September).

Η ηλικία των κατοικιών αντανακλά την ανακατασκευή του αποθέματος των κατοικιών μετά τον Παγκόσμιο Πόλεμο, που μείωσε σοβαρά το απόθεμα των κατοικιών στις Ευρωπαϊκές χώρες. (Διάγραμμα 1.8) Ο μεγαλύτερος αριθμός των περιουσιών στην Ευρώπη χτίστηκε μεταξύ του 1946 και του 1980. Η ηλικία του αποθέματος σε ορισμένες χώρες, όπως η Δανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία, είναι πολύ μεγάλη καθώς πάνω από το 1/3 των κατοικιών στις χώρες αυτές χτίστηκε πριν από το 1945. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση της Ιρλανδίας, όπου περίπου το 20% των κατοικιών έχουν χτιστεί από τη δεκαετία του 1980.

2.2.5 Το απόθεμα των κατοικιών σε σχέση με τον πληθυσμό για την Ευρώπη των 27-χωρών το 2006(αριθμός των κατοικιών ανά 1000 κατοίκους)

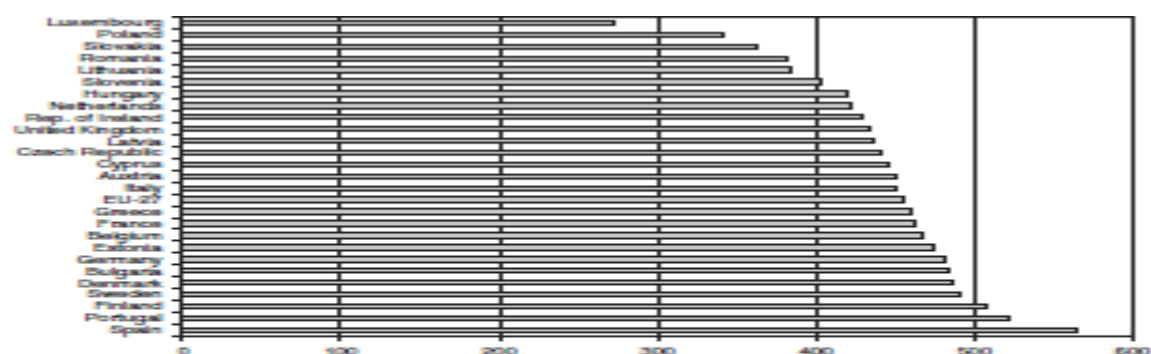


Figure 1.9 Housing stock in relation to the population, EU-27 countries, 2006 (number of dwellings per 1,000 inhabitants)

Note: The data for Finland, Luxembourg, Slovenia, the United Kingdom, Republic of Ireland, Norway and Ukraine are from 2005. The data for Austria, France, Greece and Italy are from the year 2000.

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

Το παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 1.9) μας δείχνει το απόθεμα των κατοικιών σε σχέση με το μέγεθος του πληθυσμού. Ο μέσος αριθμός των κατοικιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 χωρών είναι 457,5 ανά 1000 κατοίκους (αυτός ο υπολογισμός δε συμπεριλαμβάνει τη Μάλτα, για την οποία δεν υπάρχουν τα αναγκαία δεδομένα). Η Ισπανία είναι η χώρα με τις περισσότερες κατοικίες ανά κάτοικο, με 564 κατοικίες ανά 1000 άτομα που αντιστοιχούν στον πληθυσμό. Οι χώρες που είναι κοντά στο μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 27 είναι η Ιταλία, το Λουξεμβούργο, η Πολωνία, η Ουγγαρία, οι Κάτω Χώρες, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο που βρίσκονται πάνω από το μέσο όρο. Όπως είναι αναμενόμενο κάποιες χώρες έχουν το μεγαλύτερο αριθμό ανθρώπων ανά νοικοκυριό, για παράδειγμα η Ιρλανδία και η Ουγγαρία, με 2,9 και 2,5 ανθρώπους ανά νοικοκυριό. Εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ισλανδία, η Σερβία και η Ουκρανία έχουν μεταξύ 400 με 410 κατοικίες ανά 1000 κατοίκους, η Νορβηγία έχει 442 και η Ελβετία έχει 552.

2.2.6 Η πυκνότητα των κατοικιών για επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες το 2006(κατοικίες ανά Km²)

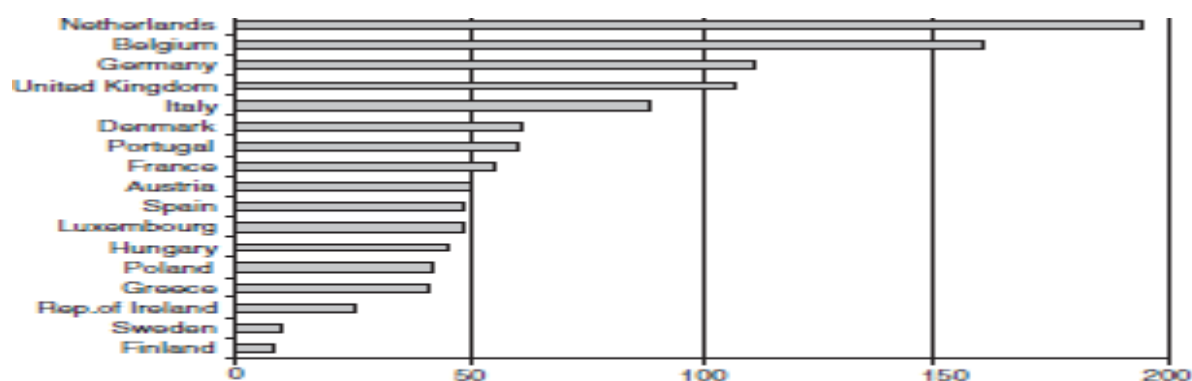


Figure 1.10 Housing density, selected European countries, 2006 (dwellings per km²)
Source: European Mortgage Federation (2007) Hypostat 2006 (November).

Η πυκνότητα των κατοικιών ποικίλλει κατά μήκος των χωρών της Ευρώπης. Στο παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 1.10) βλέπουμε την πυκνότητα των κατοικιών σε 17 χώρες στις οποίες υπάρχουν δεδομένα. Οι χώρες με τη μεγαλύτερη πυκνότητα έχουν 100-200 κατοικίες ανά km², αυτές είναι οι Κάτω Χώρες, το Βέλγιο, η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες είναι και οι τέσσερις χώρες με τη μεγαλύτερη πυκνότητα πληθυσμού(εκτός από τη Μάλτα). Στο επόμενο επίπεδο βρίσκονται η χώρες με μέση πυκνότητα μεταξύ 40-90 κατοικίες ανά km²: η Ιταλία, η Δανία, η Πορτογαλία, η Γαλλία, η Αυστρία, η Ισπανία, το Λουξεμβούργο. Η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Ελλάδα. Τέλος, υπάρχουν χώρες με λιγότερες από 30 κατοικίες ανά km² και οι οποίες έχουν και τη χαμηλότερη πληθυσμιακή πυκνότητα: η Δημοκρατία της Ιρλανδίας, η Σουηδία και η Φινλανδία.

2.2.7 Ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών για κατοικίες για επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης των 27-χωρών για τα έτη 2001 και 2006

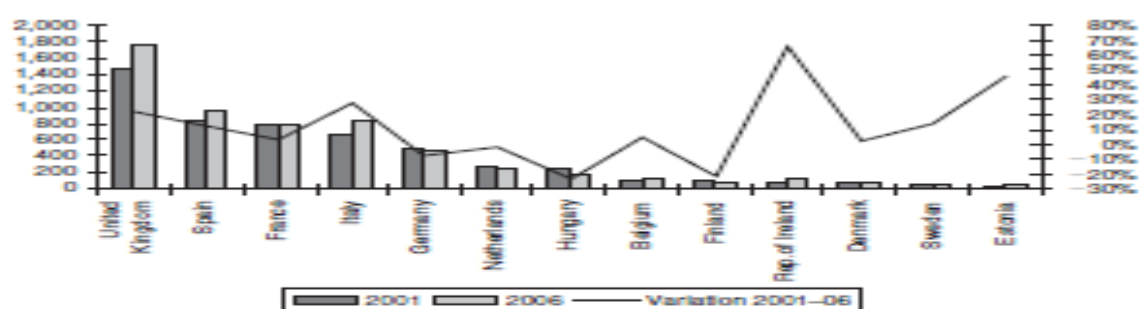


Figure 1.15 Housing transactions, selected EU-27 countries, 2001 and 2006 (000s (lhs) and variations (rhs))
Note: The earliest data available for Germany correspond to 2004. The latest data available for the Netherlands are for 2005, and for the Republic of Ireland, for 2003.
Source: European Mortgage Federation (2007) Hypostat 2006 (November).

Ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών για κατοικίες (που περιλαμβάνει αγορές και πωλήσεις κατοικιών) σε 13 από τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

υπολογίζονται στα 5,8 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση 11,4% σε σχέση με το 2001 (Διάγραμμα 1.15). Το Ηνωμένο Βασίλειο καταλαμβάνει το 30% των συναλλαγών αυτών και ήταν η χώρα με το μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών περιουσίας: φτάνοντας το 1.777.209 το 2006. Ακολουθεί η Ισπανία με 955.187 συναλλαγές, η Ιταλία και η Γαλλία με 800.000 συναλλαγές περίπου η καθεμία. Στη συνέχεια, η Γερμανία με 460.000 συναλλαγές και οι υπόλοιπες επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες που είχαν λιγότερο από 250.000 συναλλαγές.

2.2.8 Το κόστος συναλλαγών για επιλεγμένες χώρες της Ευρώπης των 27-χωρών το 2007

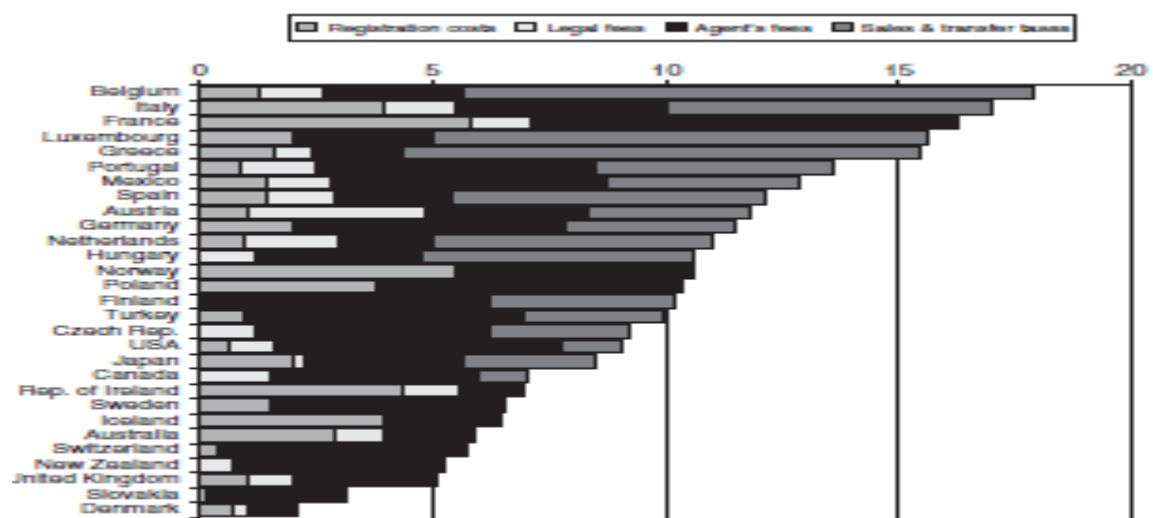


Figure 1.20 Transaction costs, selected countries, 2007 (percentage of the total value of the property)
 source: www.globalpropertyguide.com (accessed 28 December 2007).

Το κόστος συναλλαγής όταν αγοράζεται ή πωλείται ένα σπίτι περιλαμβάνει τους φόρους, την αμοιβή των πρακτορείων, τα νομικά έξοδα και το κόστος εγγραφής. Το κόστος συναλλαγής ως ποσοστό της συνολικής αξίας της περιουσίας φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 1.20) για επιλεγμένες χώρες για το έτος 2007. Το Βέλγιο είναι η χώρα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών που αγγίζει το 17,8% της τιμής πώλησης, ακολουθεί η Ιταλία με 17% και η Γαλλία με 16,3%. Σε αντίθεση με το Βέλγιο και την Ιταλία, όπου οι πωλήσεις και οι φόροι μεταβίβασης περιουσίας έχουν μεγάλο βάρος, στη Γαλλία το μεγαλύτερο ποσοστό του κόστους καταλαμβάνει η αμοιβή των πρακτορείων. Από την άλλη πλευρά, χώρες όπως η Δανία, η Ιρλανδία

και η Σλοβακία έχουν κόστος συναλλαγής που υπολογίζεται στο 2%, το μεγαλύτερο ποσοστό του οποίου περιλαμβάνει τις αμοιβές των πρακτορείων.

Το υπάρχον απόθεμα περιουσίας υπολογίζεται από το διαθέσιμο χώρο δαπέδου και την αξία των επενδύσεων και υπολογίζεται με 3 διαφορετικούς τρόπους. Ένας από αυτούς είναι το συνολικό κατασκευασμένο απόθεμα που έχει διασωθεί. Μια άλλη κατηγορία παρουσιάζεται από αυτές τις περιουσίες που αποτελούν το αντικείμενο των οικονομικών συναλλαγών και οι οποίες αποτελούν υποσύνολο της πρώτης κατηγορίας. Τέλος, ένα υποσύνολο της προηγούμενης κατηγορίας, όλες οι περιουσίες που είναι ήδη στα χέρια αναγνωρισμένων επενδυτών, όπως είναι τα ιδρύματα. Αυτές οι δύο τελευταίες κατηγορίες είναι πιο σχετικές με την οικονομική μελέτη και ονομάζονται «απόθεμα προς επένδυση» ή «επενδύσιμο» απόθεμα.

2.2.9 Παγκόσμιο απόθεμα περιουσίας το 2006

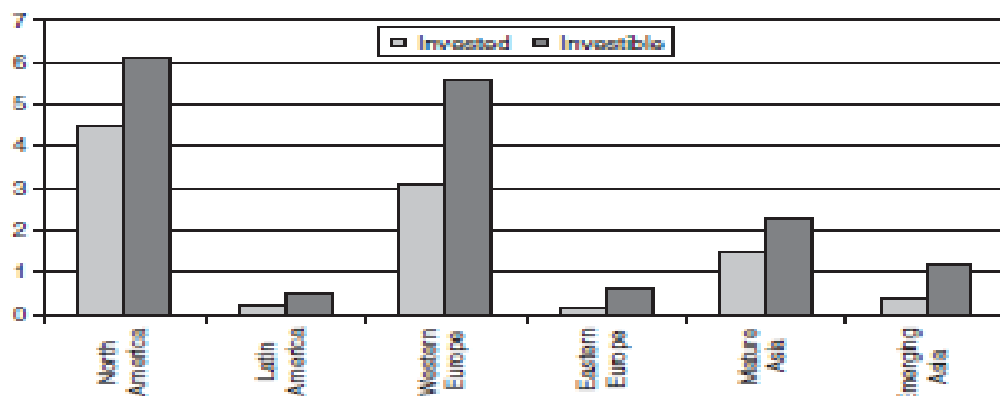


Figure 2.1 Global real estate stock value, 2006 (trillions of US dollars)
Source: BREEF Research (2007) *The Future Size of the Global Real Estate Market* (July): 3.

Το 2006, η Ευρώπη ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη ήπειρος στον κλάδο του αποθέματος ακινήτων μετά τη Νότια Αμερική με επενδύσιμο απόθεμα 6,1 τρισεκατομμύρια δολάρια η πλειονότητα του οποίου ήταν στη Δυτική Ευρώπη. Το συνολικό επενδύσιμο απόθεμα ήταν 3,2 τρισεκατομμύρια \$, το ένα τρίτο του συνολικού παγκόσμιου αποθέματος. Στην τρίτη θέση ακολουθεί η Ασία. Μεταξύ των 13 μεγαλύτερων αγορών στον κόσμο στον τομέα των εμπορικών ακινήτων προς επένδυση: αυτές είναι η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Ιταλία και οι Κάτω Χώρες. (Διάγραμμα 2.1)

Table 2.1 Investible commercial real estate stock, top ten countries globally, 2006 and forecast growth 2006–11 (billions of US dollars)

Country	2006	Growth 2006–11	Percentage change
USA	4,250	1,350	31
Japan	1,200	500	41
Germany	800	300	37
United Kingdom	790	110	14
France	400	150	37
Canada	250	100	50
Italy	250	50	20
Australia	200	50	25
Netherlands	170	66	38
China	168	522	310
Brazil	43	57	135
Russia	35	65	190
India	11	39	350

Source: RREEF Research (2007) *The Future Size of the Global Real Estate Market* (July): 1.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 η ένταση των επενδύσεων και οι τιμές έχουν αυξηθεί σημαντικά στις ευρωπαϊκές αγορές ακινήτων. Το θετικό αποτέλεσμα των βιομηχανιών και η χαμηλή συσχέτιση με την ποσότητα και το σταθερό επενδύσιμο εισόδημα, σε συνδυασμό με την αυξημένη προσβασιμότητα της αγοράς, οδήγησε πολλούς επενδυτές να αυξήσουν το βάρος των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Οι συναλλαγές ήταν τεράστιες το 2006, φτάνοντας τα 253,2 δισεκατομμύρια € (45,6% πάνω από το 2005), αλλά μειώθηκε ελάχιστα το 2007 στα 244,1 δισεκατομμύρια € (4% μικρότερες από το 2006) όπως βλέπουμε από το παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 2.2).

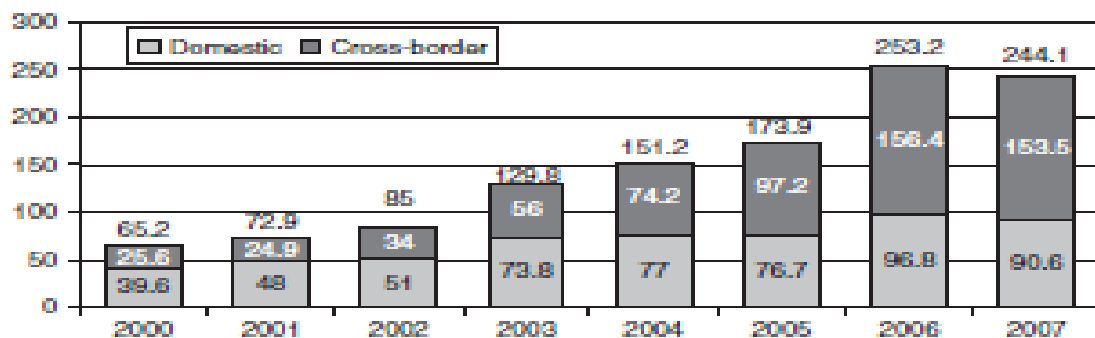


Figure 2.2 Direct real estate investment volume, Europe, 2000–7 (billions of euros)

Source: Jones Lang LaSalle (personal correspondence with the author).

Το 2007 οι τρεις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γερμανία και η Γαλλία που συνεχίζουν να κυριαρχούν στις ευρωπαϊκές επενδύσεις. Στη Γαλλία φτάνουν το 25%, στη Γερμανία το 6% ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο

μειώθηκαν στο 22%. Άλλες αγορές που σημείωσαν αύξηση το 2007 ήταν η Ισπανία (54%), οι Κάτω Χώρες (23%) και το Βέλγιο (6%). Ένας από τους παράγοντες στους οποίους αποδίδεται αυτή η εξάπλωση στην αγορά των ακινήτων πριν το 2006 ήταν η ανάπτυξη των ιδιωτικών έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.. Αυτό έδωσε στους επενδυτές πρόσβαση σε ειδικευμένο management και σε καινούργιες αγορές, προσφέροντας, επίσης, την ευκαιρία να συμμετέχουν σε μεγάλα project στον κλάδο των ακινήτων. Σε αντίθεση, όπως αναφέραμε προηγουμένως, το 2007 σημειώθηκε μια πτώση στην ένταση των επενδύσεων εξαιτίας της χαμηλότερης ρευστότητας που παρατηρήθηκε στον τομέα των ακινήτων λόγω της οικονομικής αναταραχής που σημειώθηκε στα μέσα του χρόνου.²⁷

Όσον αφορά τις συγκεκριμένες πηγές προέλευσης των επενδύσεων στην Ευρώπη κατά τη διάρκεια του 2007 η βασική πηγή των χρημάτων για επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο καταλαμβάνοντας το 26% του συνόλου. Οι επόμενες σημαντικές πηγές ήταν η Γερμανία, η Αμερική και η Ιρλανδία, καθώς το 15% των συνολικών επενδύσεων είχε παγκόσμια προέλευση. (Διάγραμμα 2.4)

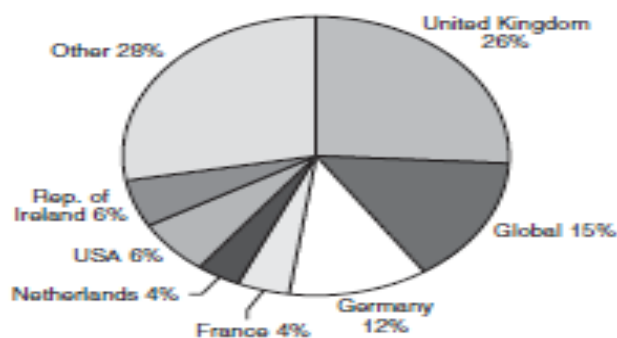


Figure 2.4 Sources of capital invested in European real estate, 2007 (percentages of the total)

Source: Jones Lang LaSalle (personal correspondence with the author).

Επιπλέον, όπως παρατηρούμε από το παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 2.5) το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ο βασικός προορισμός των επενδύσεων κεφαλαίου, με ποσοστό 30% του συνολικού. Ακολουθεί η Γερμανία και η Γαλλία και αυτές είναι οι τρεις αγορές που καταλαμβάνουν το 63% των συνολικών επενδύσεων στην Ευρώπη.

²⁷ Jones Lang LaSalle (2006/2007)

Όπως φαίνεται τώρα από το Διάγραμμα 2.6 τα γραφεία αποτελούν την πιο χαρακτηριστική επένδυση στον τομέα των εμπορικών ακινήτων, εξαιτίας του συνολικού μεγέθους αυτού του παράγοντα, της ρευστότητας τους και επειδή είναι πιο εύκολο ν' αποκτηθούν. Συνήθως χρειάζονται σχετικά μικρή προσπάθεια για να ενοικιαστούν και προσελκύουν «καλής ποιότητας» ενοικιαστές. Τα γραφεία, λοιπόν, αποτελούν τον παράγοντα που κυριαρχεί στον τομέα των εμπορικών ακινήτων.²⁸

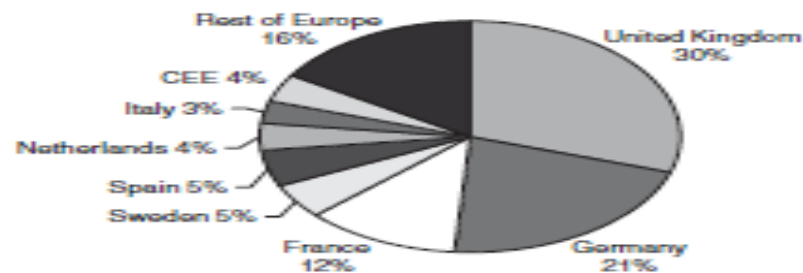


Figure 2.5 Destination of capital invested in European real estate, 2007 (percentages)
Source: Jones Lang LaSalle (personal correspondence with the author).

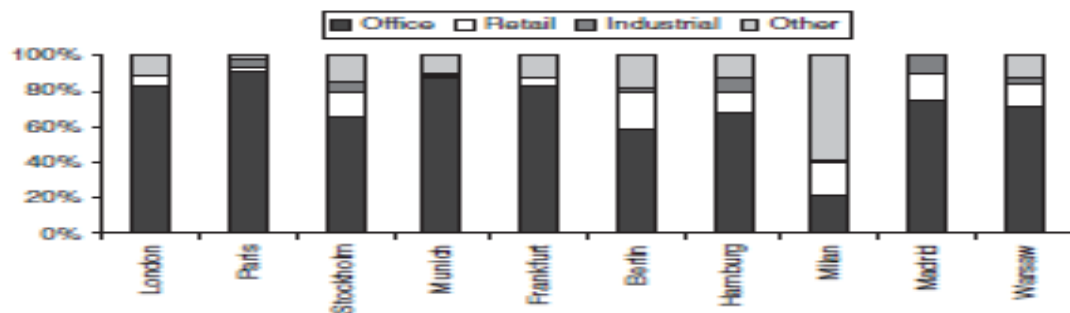


Figure 2.6 Top ten European cities, Investment by sectors, 2006 (percentages of the total)
Source: CB Richard Ellis (2006) *European Investment Market View*: 4.

2.3 Η Σύγκλιση των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων στα ενοίκια

Ο Adam (2002) υποστήριξε ότι «οι χρηματοπιστωτικές αγορές ολοκληρώνονται όταν επικρατεί ο νόμος της μιας τιμής».²⁹ Λαμβάνοντας υπόψη αυτόν τον ορισμό, η πραγματική ολοκλήρωση της αγοράς ακινήτων προϋποθέτει τη σύγκλιση των ενοικίων και των αποδόσεων στις περιουσίες που κατοικούνται σε διαφορετικές χώρες και τη δημιουργία ταυτόσημων ταμειακών ροών (Adjoute &

²⁸ Suarez J. Luis (2009), pp.50-75

²⁹ Adam K., Japlle T., Menichini A., Padula M. and Pagano, M. (2002), pp. 1-95

Danthine, 2003, Baele 2004, Bekaert & Harvey, 1997, among others).³⁰ Στην πραγματικότητα, ο νόμος της μιας τιμής δε θα μπορούσε να ισχύει και στην περίπτωση των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή διαφορετικοί πραγματικοί δείκτες της αγοράς ακινήτων, οι οποίοι δε βασίζονται στις ίδιες ιδιότητες. Επιπλέον, ο νόμος της μιας τιμής δε σημαίνει αναγκαστικά ότι ισχύει σε όλες τις τριβές της αγοράς. Παρ' όλα αυτά, ακόμα και αν τα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι ταυτόσημα, συγκρίνοντας τα ενοίκια των ακινήτων και τις αποδόσεις τους σε διαφορετικές χώρες μας δίνει τη δυνατότητα να εντοπίσουμε το βαθμό συγχρονισμού μεταξύ των αγορών. Αυτή είναι μια σωστή κίνηση μεταξύ των ταμειακών ροών ιδιοκτησίας σε διαφορετικές χώρες και θα μπορούσε να οφείλεται στην ομοιότητα των περιουσιακών στοιχείων ή σε διαταραχές που παρουσιάζουν ή να είναι μείγμα και των δύο αποτελεσμάτων. Για να δοκιμαστεί ο νόμος της μίας τιμής ο Adam (2002) χρησιμοποίησε τις έννοιες της β-σύγκλισης και s-σύγκλισης για να αποδειχθεί η διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης της αγοράς στις χώρες της Ευρωζώνης.

Η προσέγγιση αυτή έχει χρησιμοποιηθεί για να εξεταστούν η ταχύτητα (μέσω της β-σύγκλισης) και το επίπεδο (μέσω της s-σύγκλισης) της σύγκλισης των ενοικίων και των αποδόσεων σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε για επτά ευρωπαϊκές αγορές γραφείου. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αποδόσεις και ειδικότερα τα ενοίκια δεν έχουν συγκλίνει αν και τα αποδεικτικά στοιχεία για τις αποδόσεις είναι πολύ ισχυρότερα από ό, τι για τα ενοίκια ιδίως μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος. Οι ισχυρότεροι δεσμοί των αποδόσεων σε σχέση με τα ενοίκια μπορούν να εξηγηθούν από τις σημαντικές αυξήσεις στις διασυννοριακές επενδύσεις σε ακίνητα σε όλη την Ευρώπη και από την εξάρτηση της αγοράς επενδύσεων από τα ακίνητα στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές.

Η έλλειψη αποδεικτικών στοιχείων για ευρωπαϊκή σύγκλιση των ενοικίων είναι περίεργη για δύο λόγους. Πρώτον, προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει μια ισχυρή σχέση μεταξύ της αύξησης των ενοικίων και του ΑΕΠ στις ευρωπαϊκές χώρες. Ωστόσο τα αποδεικτικά στοιχεία για τη σύγκλιση του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι ανάμεικτα και μια σειρά από μελέτες έχουν απορρίψει την υπόθεση της σύγκλισης για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ο κύριος λόγος για τα αντιφατικά αποτελέσματα που προκύπτουν είναι η χρήση ανόμοιων χρονικών περιόδων.

³⁰ Adjaoute K. & Danthine J-P. (2003)

Δεύτερον, οι Worzala και Bernasek (1996) υποστηρίζουν ότι ενώ η οικονομική ολοκλήρωση θα οδηγήσει σε μια ενιαία αγορά για τα ατομικά αγαθά και τις υπηρεσίες, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εμπορικών ακινήτων καθιστούν απίθανη μια πλήρως ολοκληρωμένη ενιαία αγορά ακινήτων. Πράγματι, η αγορά ακινήτων είναι ένας από τους λίγους τομείς της εμπορικής και κοινωνικής ζωής που επηρεάζεται από τις αλλαγές στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής οικονομικής ολοκλήρωσης. Αυτό οδηγεί σε αναποτελεσματικότητα στην αγορά ακινήτων και στην απουσία ενός προτύπου τιμολόγησης.³¹

Τα παραπάνω αποτελέσματα έχουν μια σειρά από σημαντικές συνέπειες για την ανάπτυξη μιας αποτελεσματικής πανευρωπαϊκής στρατηγικής επενδύσεων. Αρχικά, οι επενδυτές πρέπει να ολοκληρώσουν μια διεξοδική επανεξέταση των χαρακτηριστικών της κάθε αγοράς, όπως το επίπεδο κινδύνου και απόδοσης που οι επενδυτές αναμένουν από κάθε αγορά ανάλογα με τους τοπικούς περιορισμούς που θα καθορίσουν την προσφορά και τη ζήτηση. Δεύτερον, υπάρχουν διαφορές στον τρόπο που τοπικές αγορές απορροφούν πληροφορίες οι οποίες αποδεικνύουν ότι οι αγορές θα εμφανίσουν διαφορετικούς κύκλους ιδιοκτησίας. Επιπλέον, από τη στιγμή εφαρμογής ενός πανευρωπαϊκού χαρτοφυλακίου ο κύκλος της αγοράς θα πρέπει συνεχώς να παρακολουθείται. Δεδομένου ότι τυχόν αλλαγές στα χαρακτηριστικά της αγοράς είναι πιθανό να έχουν βαθιά επίδραση στον κίνδυνο και την απόδοση που οι επενδυτές μπορούν να αναμένουν στο μέλλον. Η έκταση του συγχρονισμού μεταξύ των ευρωπαϊκών αγορών ακινήτων είναι ζωτικής σημασίας για την κατάλληλη επιλογή χαρτοφυλακίου.³²

Λίγες έρευνες έχουν δημοσιευτεί πάνω στη διεθνή σύγκλιση της αγοράς ακινήτων. Η ακίνητη περιουσία αποτελεί ένα σημαντικό περιουσιακό στοιχείο του κεφαλαίου που συνεισφέρει τόσο στη διαφοροποίηση των επενδυτών όσο και στη δημιουργία πλούτου. Επειδή η συσχέτιση των αποδόσεων των επενδύσεων των ακινήτων με άλλα περιουσιακά στοιχεία του κεφαλαίου είναι σχετικά χαμηλή, εγχώριοι και διεθνείς κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου μπορεί να μειωθούν με την επένδυση στην ακίνητη περιουσία.

³¹ Worzala E. & Bernasek A. (1996), pp. 159-81

³² Srivatsa R. & Lee S. (2012), pp. 458-472

Υπάρχουν χρηματιστηριακοί δείκτες, όπως ο S & P 500 που χρησιμοποιούνται συνήθως για να δείξουν τη σύνθεση χαρτοφυλακίου. Οι Jagannathan & Wang (1996) επισημαίνουν ότι μόνο το ένα τρίτο των ιδιωτικών περιουσιακών στοιχείων ανήκουν στον τομέα των επιχειρήσεων και μόνο το ένα τρίτο των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια. Όσον αφορά τώρα το σχετικό μέγεθος των αγορών κεφαλαίων, η αγορά ακινήτων είναι μια άλλη μεγάλη αγορά κεφαλαίων στον κόσμο σε σύγκριση με την κεφαλαιοποίηση των κοινών αγορών μετοχών και ομολόγων.³³

Η δυνατότητα για το κοινό να επενδύσει στην ακίνητη περιουσία κατέστη δυνατή από προσφορά σχετικών μετοχών σε μεγάλα χρηματιστήρια (δείχνοντας εμπιστοσύνη στα συμβόλαια επενδύσεων σε ακίνητα) στους μεσίτες ακινήτων, τους ιδιοκτήτες ξενοδοχείων και τους διευθυντές και άλλες εταιρείες ακίνητης περιουσίας. Οι επενδύσεις σε μετοχές στην ακίνητη περιουσία είναι μια μεγάλη και αναπτυσσόμενο περιουσιακό στοιχείο. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Ένωση Ακίνητης Περιουσίας (EPRE) και η Εθνική Σύνδεση Ακίνητης Περιουσίας για Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου (NAREIT) άρχισε πρόσφατα τη δημοσίευση παγκόσμιων και εθνικών δεικτών για τις κινητές αξίες της ακίνητης περιουσίας που διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια.³⁴

Η κεφαλαιοποίηση εκπροσωπείται από το γενικό δείκτη ακινήτων και ήταν περίπου 300 δισεκατομμύρια δολάρια τον Απριλίου 2002. Η μελέτη αυτή εξετάζει την ακίνητη περιουσία στην Ευρώπη με τη χρήση νέων στοιχείων που παρασχέθηκαν από την EPRE και αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος και διαπραγματεύονται τα αποθέματα των ακινήτων σε κάθε ευρωπαϊκή χώρα. Η σημαντική συμβολή της μελέτης είναι να καλύψει ένα κενό στη βιβλιογραφία, εξετάζοντας το θέμα της διεθνούς ενσωμάτωσης της ευρωπαϊκής δημόσιας αγοράς ακινήτων, η οποία δεν έχει μελετηθεί ως τώρα.³⁵

Με την εφαρμογή ενός νέου κοινού νομίσματος τον (έως ένα βαθμό) συντονισμό της δημοσιονομικής πολιτικής και την ανάπτυξη μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταξύ των έντεκα κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης από τον Ιανουάριο 1999, η ONE σηματοδότησε την πιο δραματική εξέλιξη στο διεθνή χρηματοοικονομικό

³³ Jagannathan R. & Wang, Z. (1996), pp. 3–53

³⁴ Bond A., Karolyi, A. & Sanders A.B.(2003), pp. 481–500

³⁵ Jian Yang, James W., Kolari & Guozhong Zhu (19 August 2006)

τομέα μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods. Δεδομένου ότι η ONE επηρεάζει τις αγορές ακινήτων στην Ευρώπη, αποδείξεις παρέχονται από τις πιθανές αλλαγές στην ακίνητη περιουσία λόγω της ολοκλήρωσης της αγοράς πριν και μετά την ONE.

Σε γενικές γραμμές, η Ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων κατάλληλα περιγράφεται ως μερικώς κατατετμημένη. Η Ευρώπη αποτελείται από μεγάλες και μικρές χώρες με διαφορετικά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης. Ο βαθμός της ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς ακινήτων εξαρτάται από μια ποικιλία μακροοικονομικών και οικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν τις πραγματικές τιμές των ακινήτων³⁶. Για παράδειγμα:

- (1) μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως την πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, την απασχόληση, τον πληθωρισμό, τις νομισματικές πολιτικές και δημοσιονομικές πολιτικές
- (2) μικροοικονομικούς/ οικονομικούς παράγοντες, συμπεριλαμβανομένου του κόστους ενοικίασης, καθώς και τη χρηματοδότηση της ακίνητης περιουσίας, την κατασκευή, καθώς και το κόστος των συναλλαγών και
- (3) ρυθμιστικούς παράγοντες, όπως τους νόμους ιδιοκτησίας, φορολογικούς κανόνες και τους κανονισμούς μίσθωσης που σχετίζονται με την ακίνητη περιουσία.

Είναι λογικό να αναμένεται ότι η ONE θα προκαλέσει σύγκλιση μεταξύ ορισμένων παραγόντων τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων εντός των χωρών-μελών. Όσον αφορά τους μακροοικονομικούς παράγοντες, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) που δημιουργήθηκε από την ONE είναι υπεύθυνη για την εφαρμογή ενιαίων νομισματικών πολιτικές μεταξύ των χωρών μελών. Ένα άλλο σημαντικό νομισματικό γεγονός είναι η εισαγωγή του ευρώ, η οποία απομάκρυνε τον κίνδυνο της συναλλαγματικής ισοτιμίας δυνητικό εμπόδιο για την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Σύμφωνα με τις Συνθήκη του Μάαστριχτ, οι δημοσιονομικές πολιτικές επρόκειτο να γίνουν όλο και πιο συντονισμένες στο πλαίσιο της ONE. Για παράδειγμα, η κυβέρνηση κάθε κράτους μέλους πρέπει να καθορίζει τα ελλείμματα του προϋπολογισμού στο 3% και τα δάνεια δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60 % του εθνικού εισοδήματος. Αντίστοιχα, αυτές οι αλλαγές είναι

³⁶ Worzala E. & Bernasek A. (1996), pp. 159–81

πιθανό να αυξήσουν τη σύγκλιση μεταξύ των μακροοικονομικών επιδόσεων των χωρών μελών, όπως αντανακλάται στην αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ και της απασχόλησης. Μεταξύ των μικροοικονομικών/οικονομικών παραγόντων, οι ελεύθερες κεφαλαιακές ροές θα πρέπει να συμβάλλουν στην εναρμόνιση της χρηματοδότησης και του κόστους συναλλαγών πέραν των συνόρων. Τέλος, επειδή η ΟΝΕ οδήγησε σε παρόμοια νομικά και κανονιστικά πλαίσια εντός των χωρών μελών, αναμένεται ότι τα νομικά εμπόδια για τις επενδύσεις σε ακίνητα να μειωθούν, έτσι ώστε να διευκολυνθούν οι κινήσεις κεφαλαίων μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ.

2.4 Ευρωπαϊκά παραδείγματα

2.4.1 Η γερμανική αγορά ακινήτων

Κατά την τελευταία δεκαετία, η γερμανική αγορά ακινήτων έχει υποστεί δραματικό μετασχηματισμό προς τη κατεύθυνση της αυξημένης διαφάνειας. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 δεν υπήρχαν σχεδόν καθόλου εκθέσεις μεσιτών και καμία βάση δεδομένων ακινήτων δεν έδινε τη δυνατότητα για μέτρηση των επιδόσεων. Τα ακαδημαϊκά ιδρύματα, οι ερευνητικοί οργανισμοί, οι μεσίτες, οι σύμβουλοι, οι τράπεζες και η εμφάνιση του διαδικτύου συνέβαλαν στη βελτίωση της διαφάνειας της αγοράς κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Στις οικονομικές επιστήμες η διαφάνεια αναφέρεται στην «ισότητα πληροφόρησης ενώ το αντίθετο της είναι η αδιαφάνεια που μπορεί να θεωρηθεί ως «ασυμμετρία πληροφόρησης των συμμετεχόντων στην αγορά». Οι αγορές ακινήτων μπορεί να περιγραφούν ως διαφανείς, όταν καθίσταται σαφής ο τρόπος με τον οποίο οι μηχανισμοί της αγοράς (και οι μεταβλητές πίσω σε αυτούς τους μηχανισμούς) λειτουργούν, όταν δηλαδή υπάρχουν περισσότερες πληροφορίες διαθέσιμες σε οποιοδήποτε σημείο στο χρόνο.

Η διαθεσιμότητα των εκθέσεων της αγοράς ακινήτων έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τα τελευταία δέκα χρόνια. Σε σύγκριση με τη δεκαετία του 1990, όταν μόνο λίγες εκθέσεις της αγοράς ήταν διαθέσιμες, σήμερα σχεδόν κάθε μεγάλος μεσίτης ακινήτων περιουσιών ή τράπεζα δημοσιεύει μια έκθεση για την αγορά σε διάφορες μορφές. Είναι, ωστόσο, όχι μόνο η ποσότητα, αλλά και η ποιότητα της κάλυψης της αγοράς που έχει βελτιωθεί. Πριν από δέκα χρόνια, μόνο οι αγορές γραφειακών χώρων ήταν αντικείμενο εκθέσεων της αγοράς ακινήτων και μόνο στις μεγάλες πόλεις

(Φρανκφούρτη, Αμβούργο, Ντούσελντορφ, Μόναχο και το Βερολίνο). Σήμερα για πολλές πόλεις που καλύπτονται με μία ποικιλία μεταβλητών (τα ποσοστά κενών θέσεων, τα ποσοστά απορρόφησης, κ.λπ.) παρέχονται στοιχεία.

Ωστόσο, δεν υπάρχουν λεπτομερείς εκθέσεις σχετικά με την κατάσταση της γερμανικής αγοράς ακινήτων μέχρι το 2002. Σε αυτό το έτος, η ίδρυση του λεγόμενου "Rat der Weisen der Immobilienwirtschaft" (Συμβούλιο των «σοφών» της οικονομίας των ακινήτων) διόρθωσε την κατάσταση. Ως αποτέλεσμα μιας πρωτοβουλίας από την εφημερίδα Real estate Immobilien Zeitung, τρία κορυφαία ανεξάρτητα ερευνητικά ινστιτούτα το empirica, Bulwien και GfK, ένωσαν τις δυνάμεις τους τώρα να παρέχουν προβλέψεις, οι οποίες θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερη διαφάνεια σχετικά με τις αγορές ακινήτων.

Η ομάδα εργασίας των τριών Ερευνητικών Ινστιτούτων παρουσίασε τα πρώτα συμπεράσματα, Fruhjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2003 (Εκθεση για την αγορά ακινήτων, Άνοιξη 2003) στα πλαίσια του Συνεδρίου Ακίνητης Περιουσίας, τον Ιανουάριο του 2003. Η έκθεση αυτή περιείχε μια επισκόπηση της «κατάστασης των πραγμάτων» και την εκτίμηση της γενικής οικονομικής κατάστασης, καθώς και προβλέψεις για τις μελλοντικές εξελίξεις στην ιδιοκτησία κατοικιών, γραφείων και καταστημάτων στη Γερμανία (τις αξίες των ενοικίων, τα ποσοστά κενών θέσεων, συμπληρώσεις κ.λπ.). Βελτιώθηκε όχι μόνο η ποιότητα και η κυκλοφορία των εκθέσεων της αγοράς αλλά και οι προβλέψεις και οι πληροφορίες σχετικά με την αγορά ακινήτων διαδίδονται ταχύτερα. Αυτό μπορεί σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στην εισαγωγή ηλεκτρονικών μεθόδων επικοινωνίας.

Από το 1996, η Deutsche Immobilien Datenbank (γερμανική Βάση Ακινήτων -DID), η οποία δημοσιεύει τον γερμανικό πραγματικό δείκτη ακινήτων, DIX (Deutscher Immobilien Index) έχει προσφέρει θεσμοθετημένη μέτρησης της απόδοσης. Αυτό αποτελεί ένα σημείο αναφοράς για την ακίνητη περιουσία για τη μέτρηση των επιδόσεων στην ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών. Η DID είναι μία ανεξάρτητη εταιρεία παροχής υπηρεσιών, η οποία δημοσιεύει τακτικά στοιχεία απόδοσης για γερμανικές επενδύσεις σε ακίνητα. Επιπλέον, η DID συμμετέχει στην κοινοπραξία EBS Immobilien akademie (Ακαδημία Ακίνητης Περιουσίας), ένα εκπαιδευτικό ίδρυμα στην Ευρωπαϊκή Σχολή Διοίκησης Επιχειρήσεων στην Αυστρία, τη Γερμανία και τις Επενδύσεις σε Ακίνητα (Databank) στο Λονδίνο. Ο DIX, όπως

και οι άλλοι δείκτες πραγματικής περιουσίας για τη Μεγάλη Βρετανία, την Ολλανδία, τη Σουηδία, την Ιρλανδία, τη Γαλλία και τη Νότια Αφρική, υπολογίζονται χρησιμοποιώντας ενιαία μεθοδολογία και συγκρίσιμα πρότυπα.³⁷

Η σημαντικότερη δημοσίευση της DID είναι η ετήσια γερμανική ιδιοκτησία επενδυτών της Digest, η οποία επιτρέπει την εφαρμογή αναλυτικών στοιχείων συγκριτικής αξιολόγησης για διάφορους τομείς των επενδύσεων σε ακίνητα. Οι επενδυτές της Digest παρέχουν πίνακες αναφοράς, αρχής γενομένης από το 1996, σχετικά με :

- τη συνολική απόδοση
- τις επιδόσεις των διαφόρων τμημάτων της αγοράς
- τις επενδυτικές ροές οφειλόμενες σε συναλλαγές
- τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων ακίνητης περιουσίας
- τον όγκο των επενδύσεων
- τις περιφερειακές τιμές των ακινήτων και των ενοικίων
- τις επενδύσεις των διαφόρων θεσμικών επενδυτών
- και το μακροοικονομικό περιβάλλον.

Ως αποτέλεσμα, η τράπεζα δεδομένων της DID περιλαμβάνει τις ακόλουθες πληροφορίες (Deutsche Immobilien Datenbank GmbH / Bulwien AG , 1999/2000 , p . 5) :

- περιγραφή της ιδιοκτησίας και ένα σύνολο δεδομένων που παρέχουν πληροφορίες για τη θέση, το είδος και το μέγεθος καθώς και την απόκτηση δεδομένων για την τιμή
- τα ετήσια οικονομικά αποτελέσματα αντικατοπτρίζουν τις συνολικές ροές των κεφαλαίων και τις ταμειακές εισροές που συνδέονται με την ιδιοκτησία
- τα δεδομένα του ενοικιαστή, συμπεριλαμβανομένων των στοιχείων της μίσθωσης, όπως τη διάρκεια της μίσθωσης, το χώρο, τις εισοδηματικές ροές κ.λ.π.

³⁷ Deutsche Immobilien Datenbank GmbH/Bulwien AG (1999/2000), German Property Digest, Deutsche ImmobilienDatenbank GmbH/Bulwien AG, Wiesbaden, διαθέσιμο στο: <http://www.ipd.com/legals/indices-disclaimer.html?/indices/index.html&country=Germany>, (Προσπελάστηκε στις 28/11/2013]

- τα δεδομένα αποτίμησης που αντικατοπτρίζουν τις βασικές παραμέτρους της μεθόδου των επενδύσεων.

Με βάση αυτά τα δεδομένα, ακριβή και συνεπή δεδομένα απόδοσης της επένδυσης και των επιδόσεων της αγοράς μπορεί να συναχθούν και να υπολογιστούν. Τον Ιανουάριο του 2003, το μερίδιο της αγοράς που περιελάμβανε η DID ήταν 3.360 περιουσίες με αγοραία αξία περίπου 58,1 δισεκατομμύρια. Αυτό αντιπροσώπευε το 40% των περιουσιών ακίνητης περιουσίας των σχετικών επενδυτών στη Γερμανία.

Κατά τα τελευταία χρόνια, η μείωση του κόστους αναζήτησης συνόδευσε μια ποιοτική και ποσοτική βελτίωση της προσφοράς των προϊόντων επενδύσεων σε ακίνητα. Ουσιαστικά, τέσσερις μορφές των επενδύσεων σε ακίνητα είναι διαθέσιμες. Εκτός από τις άμεσες επενδύσεις, είναι και η συμμετοχή σε ανοικτές και σε αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου και σε εταιρείες ακινήτων. Η αγορά για προϊόντα επενδύσεων σε ακίνητα, καθώς και ο σχεδιασμός και η απόδοση της μέτρησης τους, έχει γίνει πιο διαφανής και αποτελεσματική. Η συνέπεια είναι ότι μια πολλαπλότητα των πληροφοριών που μπορούν τώρα να έχουν πρόσβαση οι επενδυτές τους βοηθάει στη λήψη των αποφάσεων τους.

Η Gesetz zur Kontrolle und im Transparenz Unternehmensbereich (Νόμος της εποπτείας και της διαφάνειας στον τομέα των επιχειρήσεων-KonTraG), η οποία τέθηκε σε ισχύ το 1998, έδωσε θετική ώθηση στη διαφάνεια των γερμανικών εταιρειών ακινήτων. Οι στόχοι της KonTraG είναι η αύξηση της διαφάνειας και της βελτίωσης της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών. Αυτή η νομική αρχή δημιουργήθηκε για τη βελτίωση του έργου των ελεγκτικών αρχών και την ποιότητα του ελέγχου των λογαριασμών, καθώς και τη θεσμοθετημένη αξιολόγηση των κινδύνων και την εποπτεία. Μεταξύ άλλων, η KonTraG υποχρεώνει τις εταιρείες να δημιουργήσουν ένα σύστημα παρακολούθησης για την έγκαιρη ανίχνευση των εξελίξεων που θα μπορούσαν να απειλήσουν την επιβίωσή τους. Στις εταιρείες διαχείρισης δόθηκε μία εκ του νόμου υποχρέωση να εφαρμόσουν σε επίπεδο εταιρείας ένα σύστημα διαχείρισης κινδύνων. Η KonTraG υποχρεώνει, επίσης, τις εταιρείες να κάνουν μια δήλωση στην ετήσια έκθεσή τους σχετικά με τους κινδύνους

των επιχειρηματικών εξελίξεων στο μέλλον και συνεπώς για να γίνουν πιο διαφανείς.³⁸

Η Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung, GIF, (Γερμανική Εταιρεία Ερευνητών Ακινήτων) ιδρύθηκε στις 15 Οκτωβρίου 1993. Η πρωτοβουλία λήφθηκε από 27 ιδρυτικά μέλη, τα οποία διατύπωσαν τους στόχους και τα καθήκοντα της GIF. Ένα από τα κοινά ενδιαφέροντα για τα μέλη του GIF είναι η έρευνα της ακίνητης περιουσίας. Οι ιδρυτές της GIF πιστεύουν ότι η Γερμανία χρειάζεται ένα δίκτυο για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά καθώς και τις πληροφορίες και φόρουμ συζήτησης για ενδιαφέρουσες ερωτήσεις. Επιθυμούν να υποστηρίξουν την ακαδημαϊκή έρευνα και την εθνική ερευνητική. Η καλύτερη έρευνα θα είναι επωφελής για όλα τα μέλη της πραγματικής αγοράς ακινήτων και η φήμη όλου του τομέα θα πρέπει να βελτιωθεί.³⁹ Η GIF χρησιμοποιεί μια διεπιστημονική προσέγγιση και επιδιώκει την ενότητα της θεωρίας και της πρακτικής. Αυτό συμβαίνει κυρίως σε ομάδες εργασίας, οι οποίες συμβάλλουν στην απάντηση σημαντικών ερωτήσεων στον πραγματικό κόσμο της ακίνητης περιουσίας και θα βοηθήσουν στη βελτίωση της συνολικής διαφάνειας της αγοράς. Η GIF ανταλλάσσει πληροφορίες σε συνεχή βάση και με άλλες παρόμοιες οργανώσεις και ερευνητικών εταιρειών ακινήτων.

Ο κλάδος των ακινήτων που σχετίζεται με την έρευνα στη Γερμανία είναι σχετικά νέος στο πανεπιστημιακό αντικείμενο. Η προσέγγιση στην έρευνα διαφέρει από εκείνες που λαμβάνονται στις ΗΠΑ ή στο Ηνωμένο Βασίλειο.⁴⁰ Στην αμερικανική βιβλιογραφία, επίσης, μια διεπιστημονική και οικονομική προσέγγιση της διαχείρισης ακινήτων μπορούν να διακριθούν, σύμφωνα με την οποία η οικονομική προσέγγιση της διαχείρισης επικρατεί. Στο Ηνωμένο Βασίλειο μια προσέγγιση προσανατολισμένη στην αποτίμηση είναι πιο συχνή.⁴¹ Αν και ο χώρος της έρευνας της αγοράς ακινήτων θεωρείται ως ειδικός τομέας των διευθυντικών οικονομικών και οι τομείς που είναι αλληλένδετοι στις διάφορες πτυχές της έρευνας της ακίνητης περιουσίας, την καθιστούν κάτι περισσότερο από μία υποκατηγορία της επιστήμης της διοίκησης των επιχειρήσεων. Υπάρχουν στενοί δεσμοί (του αντικειμένου των ακινήτων με τον κλάδο των μηχανικών επιστημών και την

³⁸ Wiedmann H. (2001), p. 213

³⁹ ERES Newsletter (2001), pp. 23-4

⁴⁰ Roulac S. (2001), pp. 3-24

⁴¹ Schulte K.-W. (2000b), pp. 36-47

χωροταξίας, οι οποίοι ωθούν στη δραστηριοποίηση αυτού του τομέα σε μια διεπιστημονική βάση. Η διεπιστημονική προσέγγιση είναι κυρίαρχη στη Γερμανία. Οι κύριοι υποστηρικτές της έρευνας της ακίνητης περιουσίας στη Γερμανία είναι το European Business School (EBS) Κέντρο της Ακίνητης Περιουσίας και το Ινστιτούτο Διαχείρισης ακινήτων στο Πανεπιστήμιο της Λειψίας.⁴²

Πριν από δέκα χρόνια, δεν υπήρχαν σχεδόν καθόλου βιβλία που να αφορούν την ακίνητη περιουσία στη Γερμανία. Αυτή η κατάσταση έχει αλλάξει σημαντικά. Πανεπιστημιακοί ερευνητές έχουν γράψει πολλά βιβλία και άρθρα σε επιστημονικά περιοδικά. Τα περισσότερα από τα γερμανικά επιστημονικά περιοδικά για την ακίνητη περιουσία έχουν ιδρυθεί μετά το 1990. Η περίοδος αυτή σηματοδότησε ουσιαστικά την έναρξη της έρευνας της ακίνητης περιουσίας και την ακαδημαϊκή μελέτη της ακίνητης περιουσίας στη Γερμανία. Σε αντίθεση με την κατάσταση στη Γερμανία, στις ΗΠΑ περιοδικά του συγκεκριμένου επιστημονικού πεδίου είχαν ήδη αρχίσει να εμφανίζονται στην αρχή της δεκαετίας του 1970: το περιοδικό AREUEA Journal (τώρα Οικονομικά της Ακίνητης Περιουσίας) ξεκίνησε το 1973, το περιοδικό της Έρευνας της Ακίνητης Περιουσίας ξεκίνησε το 1987 και η Εφημερίδα της Χρηματοδότησης και των Οικονομικών των Ακινήτων το 1988. Πολλές αστικά περιοδικά για την οικονομία έχουν δημοσιευθεί από το 1950. Δεδομένου ότι δεν υπήρχαν υψηλής ποιότητας ακαδημαϊκά περιοδικά για τα ακίνητα στη Γερμανία, η Γερμανική Εταιρεία Ερευνητών Ιδιοκτησίας (GIF), κατέβαλε προσπάθειες για ένα τέτοιο γερμανικό περιοδικό. Υψηλής ποιότητας περιοδικά των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου χρησιμοποιήθηκαν ως παραδείγματα.

Η λεγόμενη German Journal for Property Research (Γερμανική Επιθεώρηση για την Έρευνα της Ιδιοκτησίας) εκδόθηκε για πρώτη φορά το Σεπτέμβριο του 2002 και τώρα εμφανίζεται δύο φορές ανά έτος. Δεδομένου ότι η πρώτη ακαδημαϊκή προσπάθεια για το περιοδικό των ακινήτων στη Γερμανία, πήρε τον τίτλο που συμβολίζει μια διεπιστημονική προσέγγιση για την ακίνητη περιουσία, δεδομένου ότι ενσωματώνει όλες τις διασυνδέσεις των συναφών κλάδων. Αυτό προκύπτει και από τους τέσσερις στόχους του περιοδικού, οι οποίοι είναι :

- η στήριξη της έρευνας της ακίνητης περιουσίας
- η κυκλοφορία και η εφαρμογή των αποτελεσμάτων της έρευνας

⁴² Schulte, K.-W. (Ed.) (2000a), pp. 97-115

- να συγκεντρώσει πανεπιστημιακούς και την επιχειρηματική πρακτική
- και να στηρίζει τις διεθνείς διαστάσεις της έρευνας της ακίνητης περιουσίας.

Επιπλέον, το 1992 ιδρύθηκε η εφημερίδα Real estate Immobilien Zeitung που είναι σήμερα η μεγαλύτερη εφημερίδα που επικεντρώνεται στην ακίνητη περιουσία στη Γερμανία και από το 1996 η εφημερίδα Die Welt δημοσιεύει μια καθημερινή ενότητα που ονομάζεται " Immobilienwelt («Ο κόσμος της ακίνητης περιουσίας»).

Η διαφάνεια, λοιπόν, στη γερμανική αγορά ακινήτων έχει βελτιωθεί μέχρι σήμερα. Μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι, σε σύγκριση με τις αγορές ακινήτων στις ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο, η γερμανική αγορά ακινήτων εξακολουθεί να στερείται διαφάνειας και χαρακτηρίζεται από ασύμμετρη και «αδιαφανή» πληροφόρηση. Εξακολουθεί να υπάρχει μια βαθιά ανάγκη για μεγαλύτερη διαφάνεια στη διαθεσιμότητα αξιόπιστων δεδομένων της αγοράς. Ωστόσο, η κατάσταση έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα ετών. Από μια σύγκριση της αγοράς ακινήτων του σήμερα με την κατάσταση της δεκαετίας του 1990 προκύπτει σαφώς ότι :

- οι περισσότεροι από τους μεσίτες ακινήτων δημοσιεύουν υψηλής ποιότητας εκθέσεις για τη χρηματοδότηση των ακινήτων
- η εμφάνιση του Διαδικτύου και η διάδοση των ηλεκτρονικών επικοινωνιών και μέσων μαζικής ενημέρωσης έχει βελτιωθεί και η διαφάνεια και η αποτελεσματικότητα της αγοράς
- οι πληροφορίες σχετικά με τις επενδύσεις σε ακίνητα είναι πλέον διαθέσιμες
- τα επενδυτικά προϊόντα έχουν γίνει πιο τυποποιημένα
- η μέτρηση των επιδόσεων έχει θεσμοθετηθεί
- οι αλλαγές στο κανονιστικό περιβάλλον ανάγκασαν τη διαφάνεια των εκθέσεων για τη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά
- η ποιότητα και η ποσότητα της έρευνας για την ακίνητη περιουσία στα πανεπιστήμια έχει βελτιωθεί.

Η διαφάνεια της αγοράς δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί τόσο όσο στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά έχουν ήδη γίνει τεράστιες προσπάθειες και η γερμανική βιομηχανική αγορά ακίνητης περιουσίας συνεχίζει να επιδιώκει τους στόχους της διαφάνειας. Όσο πιο διαφανής η γερμανική αγορά και οι επαγγελματίες που

συμμετέχουν στην αγορά συμπεριφέρονται ορθολογικά τόσο πιο ενδιαφέρουσα θα γίνει η αγορά για τους ξένους επενδυτές.⁴³ Το κλειδί για τη μεγαλύτερη διαφάνεια της αγοράς είναι μια αλλαγή στη νοοτροπία των συμμετεχόντων στην αγορά. Μια σημαντική αλλαγή νοοτροπίας πρέπει να γίνει από την «απόκρυψη πληροφοριών» σε μια κοινωνία όπου υπάρχει αμοιβαία συμφωνία ότι η ανταλλαγή πληροφοριών και η διαθεσιμότητα των δεδομένων της αγοράς μπορεί να είναι επωφελής για όλους. Στο πλαίσιο αυτό, θα ήταν επιθυμητό εάν, κατά την επόμενη δεκαετία, δεν είναι μόνο η Deutsche Immobilien Datenbank (DID), αλλά και η Γερμανική Ομοσπονδιακή Στατιστική Υπηρεσία θα μπορούσε να συλλέγει και να αναλύει δεδομένα που αφορούν τα ακίνητα. Αυτό ουσιαστικά θα οδηγήσει σε εναρμόνιση και στην τυποποίηση των αξιόπιστων δεδομένων από μια γενικά αποδεκτή πηγή.⁴⁴

2.4.2 Η αγορά ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο

Το 2000 ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας καταλάμβανε περίπου το 7% της αξίας της αγοράς των θεσμικών επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο που φτάνει τα 1,250 δις δολάρια. Σύμφωνα με το Henderson⁴⁵, η ευρωπαϊκή περιουσία περιλαμβάνει περίπου το 30% αυτής της παγκόσμιας αγοράς και το Ηνωμένο Βασίλειο συμμετέχει με 110-175 δις δολάρια καταλαμβάνοντας το 1/3 της ευρωπαϊκής αγοράς θεσμικών επενδύσεων και περίπου το 12% σε παγκόσμιο επίπεδο. Αντιπροσωπεύοντας έτσι την Τρίτη μεγαλύτερη αγορά μετά τις ΗΠΑ (\$380 δις ή 30%) και την Ιαπωνία (\$217 δις ή 17%). Οι παραπάνω εκτιμήσεις είναι ανοικτές και μπορούν να πάρουν πολλές ερμηνείες, αλλά επιβεβαιώνουν ότι το Ηνωμένο Βασίλειο έχει μια ηγετική αγορά ακινήτων σε διεθνές επίπεδο και αποτελεί τη «ναυαρχίδα» σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Το London Business School έχει υπολογίσει τη συνολική αξία της εμπορικής περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο, περιλαμβάνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις, τις ιδιόκτητες κατοικίες, την κυβερνητική περιουσία και τις υπερπόντιες ιδιοκτησίες, σε πάνω από \$250 δισεκατομμύρια. Με την αξία των οικιστικών ακινήτων να υπερβαίνει το \$1,000 δισεκατομμύριο. Ενώ ο αναφερόμενος παράγοντας περιουσίας

⁴³ Lord T. (2006), p. 125

⁴⁴ Schulte K-W, Rottke N.& Pitschke C.(2005), pp. 90-108

⁴⁵ Henderson Global Investors (2000)

αναπαριστάνει λιγότερο από το 2% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς του βρετανικού Χρηματιστηρίου, ο θεσμικός επενδυτής τοποθετεί το ενδιαφέρον του στην εμπορική περιουσία. Η σημαντικότητα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου εκτός από το μέγεθος της ενισχύεται από τη θεσμική και δομική φύση της αγοράς. Η πόλη του Λονδίνου είναι ηγετικό κέντρο διαχείρισης κεφαλαίων στον κόσμο, και φυσικά αυτό προσθέτει στη σημαντικότητα του Λονδίνου ως ένα κέντρο για επένδυση περιουσιών και των υπηρεσιών που συσχετίζονται μ' αυτό.⁴⁶

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν μία από τις τρεις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων στις οποίες οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία αρέσκονταν να επενδύουν, συνήθως άμεσα και λιγότερο μέσω μεριδίων περιουσίας. Η «λατρεία» του μετοχικού κεφαλαίου κυριάρχησε στη Δυτική επενδυτική στρατηγική τη δεκαετία του '80 και του '90, ως αποτέλεσμα αυτές οι επενδύσεις τώρα κυριαρχούν στα περισσότερα θεσμικά χαρτοφυλάκια, ειδικότερα στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και το Χονγκ-Κόνγκ. Από την άλλη πλευρά, στη Γερμανία και σε μερικές άλλες ηπειρωτικές Ευρωπαϊκές χώρες, τα ομόλογα ήταν πάντα ο μεγαλύτερος αντίπαλος από τα χαρτοφυλάκια μεικτών περιουσιακών στοιχείων, η περιουσία διαχειρίζεται σαν τρίτη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων.

Τα βρετανικά ιδρύματα τοποθετούσαν πάνω από το 20% των επενδύσεων τους στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας το 1980, ο μέσος όρος τώρα είναι γύρω στο 7%. Υπάρχουν δύο λόγοι για αυτήν την σημαντική μείωση του ποσοστού αυτού: Καταρχάς, οι αποδόσεις στην περιουσία σε σχέση με τα επενδυόμενα κεφάλαια ήταν χαμηλές τη δεκαετία του '80, ως αποτέλεσμα οι τοποθετήσεις σε μετοχές είχαν αυξηθεί ως αποτέλεσμα της ασύμμετρης ανάπτυξης στις αξίες των κεφαλαίων στα χαρτοφυλάκια των μετοχών. Δεύτερον, η θετική απόδοση της περιουσίας παραδοσιακά φαινόταν σαν εύλογη απόδοση, χαμηλού κινδύνου και ένας σημαντικός παράγοντας διαφοροποίησης.

Η εμπειρία των επενδυτών περιουσίας στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ήταν αρκετή για να πείσει πολλούς απ' αυτούς ότι ήταν ώρα να εγκαταλείψουν τον κλάδο των περιουσιακών στοιχείων. Μερικές εταιρείες ακινήτων πτώχευσαν, πολλές τράπεζες έκαναν σοβαρές περικοπές του δανειακού χαρτοφυλακίου μέσω της έκθεσης σε δάνεια ακινήτων, πολλά νοικοκυριά βρέθηκαν να οφείλουν περισσότερα

⁴⁶ Baum A. & Lizieri C.(2000)

από όσα είχαν στην κατοχή τους αναπτύσσοντας αρνητική καθαρή θέση και είχε γίνει προφανές η ρευστότητα της περιουσίας σε σχέση με τη ρευστότητα των μετοχών και των ομολόγων. Ίσως οι ιδιοκτήτες περιουσιών δεν μείωσαν τις ζητούμενες τιμές τους αρκετά γρήγορα, επειδή παίρνει περισσότερο χρόνο και κοστίζει περισσότερο να πουλάς περιουσία.

Εξαιτίας αυτού, η αγορά επενδύσεων στο τέλος της δεκαετίας του '90 ήταν πτωτική. Οι εταιρείες ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν ήταν ούτε επαρκείς και αποδοτικές σε σχέση με το φορολογικό κόστος τους, ούτε κατάλληλα ρυθμισμένες να παρέχουν ένα ασφαλές προϊόν του κλάδου ακίνητης περιουσίας ικανό να προσφερθεί στις θεσμικές και λιανικές αγορές. Αλλά κατά τη διάρκεια του 1990-1998, οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στις ΗΠΑ και την Αυστραλία έδειξαν τεράστια ανάπτυξη στις αγορές που το νομοθετικό και το κανονιστικό πλαίσιο επέτρεπε στα ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία να είναι αποτελεσματικά φορολογικά. Το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες αγορές ήταν έτοιμες για μια ίδια «επανάσταση».

2.4.3 Οι επιπτώσεις των παρατεταμένων μακροοικονομικών ανισορροπιών στον τομέα των ακινήτων στην Ελλάδα

Η τρέχουσα δημοσιονομική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και της ελληνικής κρίσης έχουν επηρεάσει την αγορά ακινήτων. Τα δημοσιευμένα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής για το 2013 αποκαλύπτουν ότι η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση με το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ κατά -5,6% (μετρούμενη σε σταθερές τιμές με έτος αναφοράς το 2005 σε 2013(σε σύγκριση με το 2012). Η ύφεση αυτή ενισχύεται από την υπάρχουσα αρνητική ψυχολογία, επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά φοβούνται που δεν έχουν ακόμη δει επιπτώσεις της ελληνικής κρίσης χρέους. Επιπλέον, οι συχνές αλλαγές στην φορολογική νομοθεσία έχουν δημιουργήσει αβεβαιότητα και μείωση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων (Kalfamanoli & Βλάμης, 2008). Αυτό αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις συναλλαγές ακινήτων και, ως εκ τούτου, τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό τομέα των κατασκευών, real estate κλπ. Επίσης, η λεγόμενη «αντικειμενική αξία» των περιουσιακών στοιχείων τόσο για αστικές όσο και για αγροτικές περιοχές αναμένεται να αναθεωρηθεί, κάποια στιγμή από τώρα μέχρι και το 2016, δεδομένου ότι έχει παραμείνει αμετάβλητη από το έτος 2007. Το γεγονός αυτό μπορεί να έχει

περαιτέρω αρνητικές επιπτώσεις στις συναλλαγές ακινήτων. Τα δεδομένα που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα από την Τράπεζα της Ελλάδας δείχνουν ότι ο όγκος των πωλήσεων ακινήτων συνεχίζει να μειώνεται, από 74.586 το 2009 σε 74.457 το 2010, 42.814 το 2011 και 29.584 το 2012.

Η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων συνδέεται κυρίως με την ελληνική τραπεζική κρίση και την επακόλουθη πιστωτική κρίση που έχει προκύψει. Οι εμπορικές τράπεζες αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας από το Δεκέμβριο του 2010 γι' αυτό έχουν μειώσει τους διαθέσιμους πόρους για τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής ο όγκος της ιδιωτικής και της δημόσιας οικοδομικής δραστηριότητας σε ολόκληρη τη χώρα (με βάση τον αριθμό των οικοδομικών αδειών) μειώθηκε κατά 46 % κατά την περίοδο Απρίλιος 2012 - Μάρτιος 2013 (σε σύγκριση με την περίοδο Απρίλιος 2011 - Μάρτιος 2012). Επιπλέον, πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής αποκαλύπτουν ότι ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές έχει μειωθεί κατά 19 % σε 2012 (σε σύγκριση με 2011).

Όσον αφορά τις επιμέρους αγορές των εμπορικών ακινήτων (αγορά γραφείων βιομηχανιών, logistics) παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: α) τάση για επαναδιαπραγμάτευση των όρων των συμβάσεων μίσθωσης, οι οποίες πολύ συχνά οδηγούν σε σημαντικά χαμηλότερα ενοίκια για το μισθωτή, β) μείωση της ζήτησης για νέα γραφεία, λιανικό εμπόριο ή βιομηχανικούς χώρους, λόγω της μακροοικονομικής αστάθειας, γεγονός που εγείρει τις ανησυχίες των νοικοκυριών για τα μελλοντικά εισοδήματα και την απασχόληση και γ) υψηλότερες αποδόσεις για τους δυνητικούς επενδυτές. Οι επαγγελματίες της αγοράς ακινήτων υποστηρίζουν ότι η εικόνα αυτή παραμένει αρκετά παρόμοια για το έτος 2013.⁴⁷

Η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας από το έτος 2010 έχει προκαλέσει σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες καθώς και τα προγράμματα λιτότητας έχουν ωθήσει το ελληνικό λιανικό εμπόριο στον τομέα των ακινήτων σε βαθιά ύφεση. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, οι μικροί και μεσαίου μεγέθους λιανοπωλητές έχουν οδηγηθεί σε πτώχευση. Έτσι, η σημερινή δημοσιονομική κρίση έχει άμεσες αρνητικές επιπτώσεις για το κλείσιμο επιχείρησης.

⁴⁷ Colliers International (2012)

Όπως σωστά επισημαίνεται στην Ετήσια έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας για το έτος 2011 (Απρίλιος 2012)⁴⁸ η δυνατότητα της ελληνικής αγοράς ακινήτων να βγει από την ύφεση συνδέεται κυρίως με τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά, τη βελτίωση των όρων δανεισμού των επιχειρήσεων και την ανάκαμψη της οικονομίας στο σύνολό της. Είναι πολύ πιθανό ότι θα πάρει αρκετό χρόνο για την ελληνική αγορά ακινήτων να ανακάμψει. Αυτό συμβαίνει επειδή οι παράγοντες που συνέβαλαν στην υποδειγματική ανάπτυξη των επδόσεων του τομέα των ελληνικών ακινήτων, ιδιαίτερα μετά το 2000, έχουν πλέον παύσει να υφίστανται.

Δεύτερον, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές του νέου αιώνα, σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές έλαβαν χώρα στην Ελλάδα, που είχαν κάποια επίπτωση στον τομέα των ελληνικών ακινήτων. Ξεκινώντας από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση μέσω της εφαρμογής της σταθεροποίησης των μακροοικονομικών κανόνων και πολιτικών οδήγησε σε χαμηλό κόστος χρηματοδότησης. Έτσι, η μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων τα έκανε πιο προσιτά και αύξησε τη ζήτηση για ιδιόκτητες κατοικίες. Αναμένεται τώρα ότι στις ΗΠΑ και στην ΕΕ, οι νομισματικές αρχές θα αυξήσουν τα επιτόκια σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση, προκειμένου να ασχοληθούν με τις πιθανές πληθωριστικές πιέσεις.⁴⁹ Ως εκ τούτου, η ζήτηση για νέα στεγαστικά δάνεια και η ζήτηση των νοικοκυριών για νεόδμητες κατοικίες αναμένεται να μειωθεί. Τρίτον, η οργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 ενίσχυσε σημαντικά την επενδυτική δραστηριότητα στην Ελλάδα λόγω της κατασκευής αθλητικών χώρων και ανάπτυξης των δημόσιων έργων υποδομής. Τέταρτον, η ένταξη νέων εκτάσεων στο Εθνικό Σχέδιο Πόλης έχει ως συνέπεια την επέκταση του διαθέσιμου χώρου για νέες κατασκευές, κυρίως στην πρωτεύουσα της χώρας.⁵⁰

Πραγματοποιώντας, λοιπόν, μια γενική επισκόπηση των πρόσφατων εξελίξεων στην αγορά ακινήτων υπό το πρίσμα της τρέχουσας οικονομικής κρίσης αναδεικνύεται ότι η τρέχουσα δημοσιονομική στάση της ελληνικής οικονομίας και της ελληνικής κρίσης στην αγορά ακινήτων είναι αλληλένδετες. Φαίνεται, λοιπόν, ότι οι δημοσιονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας επηρέασαν αρνητικά τον

⁴⁸ Bank of Greece (2012), p.6

⁴⁹ European Central Bank (2011)

⁵⁰ Karousos E. & Vlamis P. (2008), pp. 254-66

ελληνικό τομέα των ακινήτων. Η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας, που σχεδιάστηκαν από την ελληνική κυβέρνηση, προκειμένου να μειωθεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού και να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος, προκάλεσε σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες της ελληνικής οικονομίας και, κατά συνέπεια, οδήγησε την αγορά ακινήτων σε βαθιά ύφεση.⁵¹

⁵¹ Vlamis P. (September 2013)

**ΜΕΡΟΣ Β: ΜΕΘΟΔΟΙ
ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Χρηματοοικονομική Ανάλυση της αγοράς ακινήτων

3.1 Θεωρητική ανάλυση δεικτών απόδοσης

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 των αποτελεσμάτων μιας επιχειρηματικής δράσης πραγματοποιείται μέσω δεικτών απόδοσης, μετά τον καθορισμό των περιοχών κυρίων αποτελεσμάτων, οι οποίες διακρίνονται σε:

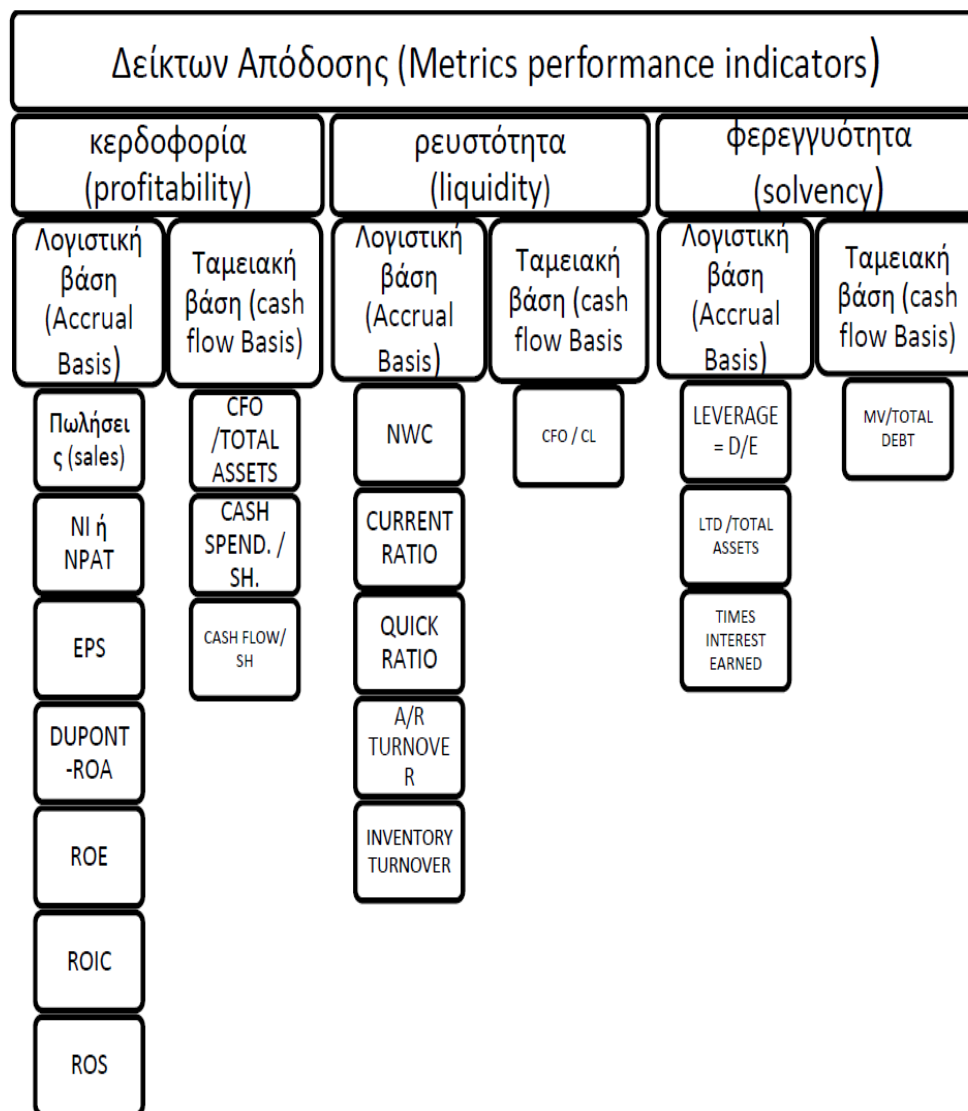
- Κερδοφορία(profitability)
- Ρευστότητα(liquidity)
- Φερεγγυότητα(solvency)

Οι δείκτες απόδοσης (Metrics performance indicators), η ανάλυση αριθμοδεικτών (ratio analysis) στις δύο βάσεις της λογιστικής είναι τα βασικά μέσα ανάλυσης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Η χρήση των αριθμοδεικτών γίνεται από τις δύο βάσεις της λογιστικής :

1. Λογιστική βάση των δεδουλευμένων μερών (Accrual Basis)
2. 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 3.1.

Διάγραμμα 3.1

Κύριοι αριθμοδείκτες ανά περιοχή κυρίων αποτελεσμάτων και ταμειακών ροών



3.1.1 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 μετοχών στη συσσωρευμένη 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 ανάπτυξη του, κάνοντας χρήση της μεθοδολογίας του υποδείγματος Dupont, ο δείκτης είτε με τη 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 :

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

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 κυκλοφορούν ενεργητικό ROCA (return on current assets)

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

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

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

Μία ενδιαφέρουσα εμφάνιση του δείκτη είναι απόδοση επί των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης ROCWC (return on changes of working capital) ή

$$ROCWC = \frac{\text{Net income}}{\text{Beginning WC} - \text{Ending WC}}$$

- Κέρδη προς ρευστά στοιχεία ενεργητικού ROLA (return on liquid assets)
- Κέρδη προ φόρων προς κέρδη μετά από φόρους IBVAT (Income before versus after taxes)

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

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

3.1.2 Ρευστότητα

Οι κύριοι αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity metrics) είναι :

- Το 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

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

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα λογαριασμών εισπρακτέων ART (accounts receivable turnover)

$$\text{Accounts Receivable Turnover ART} = \frac{\text{credit sales (or sales)}}{\text{Average Accounts Receivable}}$$

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων IT (inventory turnover)

$$\text{Inventory Turnover IT} = \frac{\text{cost of goods sold}}{\text{Average Inventories}}$$

3.1.3 Φερεγγυότητα

Στους αριθμοδείκτες φερεγγυότητας (solvency ratios) ή μακροπροθέσμων στοιχείων ισολογισμού (long term balance sheet) 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 αξιόλογος αριθμοδείκτης είναι αυτός που δείχνει πόσες φορές σε μία επιχείρηση κερδίζονται οι τόκοι έξοδα TIE (times interest earned) δίνοντας εναλλακτικά το πόσες φορές μπορεί να αυξηθεί ο δανεισμός μίας επιχείρησης και η επιχείρηση να είναι σε θέση να τον εξυπηρετήσει. Ο δείκτης 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 Altman (Altman's Z-score) και του υποδείγματος Dupont.

3.1.4 Altman's Z-score

Το υπόδειγμα αυτό έχει αναπτυχθεί εδώ και τρεις δεκαετίες ενώ πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει ότι έχει ισχύ. Το υπόδειγμα έχει αναπτυχθεί σε δύο μορφές το εξειδικευμένο (specialized model) που ισχύει για τις εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις και το γενικευμένο (general model) που ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε πέντε δείκτες που σταθμίζονται με συντελεστές αθροιζόμενοι οι οποίοι μεταξύ τους δίδουν την επίδοση για την επιχείρηση. Το γενικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε τέσσερις δείκτες που σταθμίζονται με συντελεστές, αθροιζόμενοι οι οποίοι μεταξύ τους δίδουν την επίδοση για την επιχείρηση. Η οικονομική ευρωστία μιας επιχείρησης και για τα δύο υποδείγματα εξαρτάται ανάμεσα σε ποιο εύρος τιμών βρίσκεται η επίδοση της επιχείρησης.

3.1.4.1 Το εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Το εξειδικευμένο υπόδειγμα (Altman's specialized model for publicly-traded manufacturing companies)

Πίνακας 3.1 Εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Συντελεστές μετρήσεων – Metric component	Αριθμοδείκτης - Pure ratio X συντελεστής 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	$\frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Σύνολο υποχρεώσεων Κοινών και προνομιούχων μετοχών}} * 0.6$ ή $\frac{\text{Market Value}}{\text{Total Liabilities Common and Preferred stock}} * 0.6$	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	Κριτικές τιμές πτώχευσης –Mean Z-score
... < 1.1	Υψηλή - High	Πτώχευση - bankrupt -4.06
1.2 < ... < 2.5	Πιθανή - Possible	Μη πτώχευση - Non bankrupt 7.70

3.1.4.2 Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score

Πίνακας 3.2 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 :

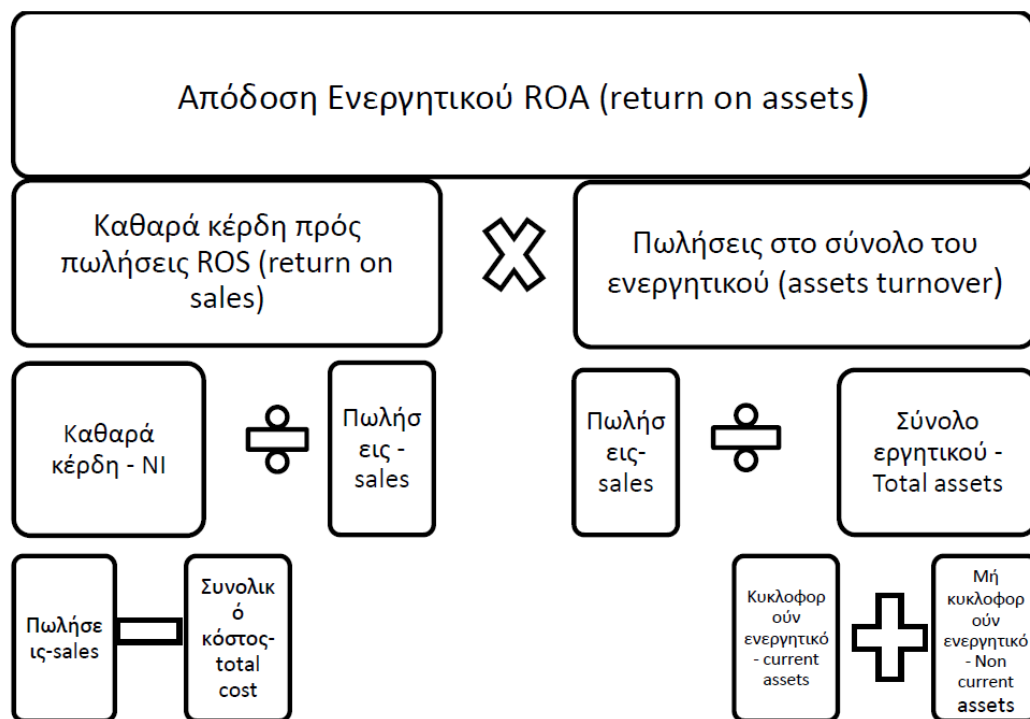
Επίδοση - Score	Πιθανότητα Αποτυχίας- Likelihood of failure	Κριτικές τιμές πτώχευσης –Mean Z-score	
... < 1.80	Πολύ υψηλή - Very high	Πτώχευση - bankrupt	1.62
1.81 < ... < 2.67	Υψηλή - High	Μη πτώχευση - Non bankrupt	4.45
2.68 < ... < 2.99	Πιθανή - Possible		
3.00 < ...	Χαμηλή - Low		

3.1.5 Υπόδειγμα Dupont

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

Διάγραμμα 3.1

Υπόδειγμα Dupont



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

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

3.1.6 Κόστος κεφαλαίου

Το βασικό στοιχείο για τον προσδιορισμό των μεταβολών στην χρηματοοικονομική αξία που διακατέχεται από τους μετόχους μίας 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 μία επιχείρηση από πιστωτές προς επιδίωξη τοκοφόρου απόδοσης. Το συνολικό δανειακό κεφάλαιο είναι το σύνολο όλων των τοκοφόρων υποχρεώσεων (total of all interest bearing debt) μιας επιχείρησης. Το ποσοστό απόδοσης – επιτόκιο των δανειακών κεφαλαίων μιας επιχείρησης εξαρτάται από τη χρηματοοικονομική της δύναμη (financial strength) που συνήθως αποδίδεται μέσω επιπέδων αξιολόγησης (rating). Το ύψος του επιτοκίου αποδίδει κυρίως την τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου για την επιχείρηση (credit risk) και του κινδύνου επιτοκίων (interest rate risk). Τα επιτόκια αυτά είναι συνήθως μεγαλύτερα από τις αποδόσεις – επιτόκια των πλέον μακροπροθέσμων κυβερνητικών ομολόγων π.χ. 30ετίας, 25ετίας (treasury bonds or long term government bonds). Οι τόκοι έξοδα αναγνωρίζονται σε όλες τις χώρες φορολογικά έτσι το ονομαστικό επιτόκιο (nominal – incremental) διαφοροποιείται από το πραγματικό επιτόκιο (effective interest rate) δανεισμού μιας επιχείρησης :

$$\begin{aligned}
 & [\text{Ονομαστικό επιτόκιο}] * (1 - [\text{φορολογικός συντελεστής}]) = [\text{Πραγματικό επιτόκιο}] \\
 & [Nominal\ interest\ rate] * (1 - [Tax\ rate]) = [Effective\ interest\ rate] \\
 & i_N * (1 - \phi) = i_E \text{ έτσι για } i_N = 8\% \text{ και } \phi = 25\%, i_E = 8\% * (1 - 0,25) = 6\%
 \end{aligned}$$

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

3.1.6.1 Μέθοδος CAMP

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

$$\begin{aligned}
[\text{κόστος επιχειρηματικού κεφαλαίου}] &= i_S \\
&= [\text{κίνδυνος ελευθέρου επιτοκίου}] \\
&\quad + [\text{περιθώριο κινδύνου κεφαλαιακής επένδυσης}] \\
[\text{Cost of Equity}] &= i_C = [\text{Risk Free Rate}] + [\text{Equity Risk Premium}] \\
i_{\text{Share Capital}} &= R_{\text{free}} + \beta(R_{\text{market}} - R_{\text{free}}) \text{ or } i_S = R_f + \beta(R_m - R_f)
\end{aligned}$$

Όπου :

R_{free} ή R_f το επιτόκιο ασφαλούς επένδυσης
 – συνήθως το μακροπρόθεσμο επιτόκιο των κυβερνητικών ομολόγων

R_{market} ή R_m το επιτόκιο αγοράς
 – αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά

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

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

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

Εκτός από την μέθοδο CAPM υπάρχει επίσης η μέθοδος εκτίμησης μέσω των μερισμάτων του Gordon .

3.1.6.2 Μέθοδος Gordon

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή :

$$\begin{aligned}
 [\text{κόστος επιχειρηματικού κεφαλαίου}] &= i_s \\
 &= \left[\frac{\text{Μερισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}} \right] \\
 &\quad + [\text{αναμενόμενη μακροπρόθεσμη απόδοση μεγένθυσης}] \\
 [\text{Cost of Equity}] &= i_s \\
 &= \left[\frac{\text{EPS earnings per share}}{\text{P common stock Price}} \right] + [\text{Expected long term growth rate}] \\
 i_{\text{Share Capital}} &= i_s = \left[\frac{\text{EPS}}{\text{P}} \right] + g
 \end{aligned}$$

Έτσι εάν : $EPS = 10\%$, $P : 1,00$ και $g : 5\%$ τότε

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

3.2 Μέθοδοι Ανάλυσης Δεδομένων

3.2.1 Οργάνωση Δεδομένων Πάνελ(panel data)

Η ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης γίνεται συνήθως χρησιμοποιώντας αμιγή διαστρωματικά ή αμιγή δεδομένα χρονολογικών σειρών. Παρ' όλο που οι δύο αυτές περιπτώσεις ανακύπτουν συχνά στις εφαρμογές, τα σύνολα δεδομένων που έχουν και διαστρωματική διάσταση και διάσταση χρονολογικών σειρών χρησιμοποιούνται όλο και πιο συχνά στην εμπειρική έρευνα. Πάντως οι μέθοδοι της πολλαπλής παλινδρόμησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε τέτοια σύνολα δεδομένων. Στην ουσία τα δεδομένα με διαστρωματική πτυχή και πτυχή χρονολογικών σειρών συχνά μπορούν να δια φωτίσουν σημαντικές ερωτήσεις πολιτικής.

Ένα σύνολο δεδομένων πάνελ, παρ' όλο που έχει και τη διαστρωματική διάσταση και τη διάσταση της χρονολογικής σειράς, διαφέρει από κάποιες σημαντικές απόψεις από μια ανεξάρτητα ομαδοποιημένη διαστρωμάτωση. Για να συγκεντρώσουμε δεδομένα πάνελ ακολουθούμε διαχρονικά τα ίδια άτομα, οικογένειες, επιχειρήσεις, πόλεις. Για παράδειγμα ένα σύνολο δεδομένων πάνελ, που αφορούν τους μισθούς ατόμων, ώρες, τη μόρφωση και άλλους παράγοντες, συγκεντρώνεται με την τυχαία επιλογή προσώπων από έναν πληθυσμό σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Στη συνέχεια, από αυτά τα ίδια άτομα λαμβάνονται

επανειλημμένες συνεντεύξεις σε διαδοχικές χρονικές στιγμές. Έτσι, προκύπτουν δεδομένα για τους μισθούς, τις ώρες, τη μόρφωση και ούτω καθεξής, για την ίδια ομάδα ατόμων σε διαφορετικά έτη. Για την οικονομετρική ανάλυση των δεδομένων πάνελ δεν μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι παρατηρήσεις κατανέμονται ανεξάρτητα από το χρόνο.

Για να χρησιμοποιήσουμε δεδομένα πάνελ σε μια οικονομετρική μελέτη είναι σημαντικό να γνωρίζουμε πως πρέπει να γίνει η καταχώριση των δεδομένων. Πρέπει να φροντίσουμε ώστε η διάταξη των δεδομένων να γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορεί να γίνει εύκολα σύνδεση των διαφορετικών χρονικών περιόδων για την ίδια μονάδα διαστρωμάτωσης (άτομο, επιχείρηση και ούτω καθεξής). Αν έχουμε τις ίδιες χρονικές περιόδους T για κάθε N διαστρωματικές μονάδες, λέμε ότι το σύνολο των δεδομένων είναι ένα σύνολο διαστρωματικών δεδομένων ισομεγεθών χρονολογικών σειρών (ισορροπημένο πάνελ): έχουμε δηλαδή τις ίδιες χρονικές περιόδους για όλα τα άτομα, τις επιχειρήσεις κλπ.. Αυτή είναι και η φύση των δεδομένων στην περίπτωση μας, αφού έχουμε δεδομένα για τη χρονική περίοδο 2005-2010 για τις εταιρείες των χωρών που έχουμε επιλέξει.

3.2.2 Προηγμένες μέθοδοι δεδομένων Πάνελ

Αρχικά, χρησιμοποιείται η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) για την ανάλυση της παλινδρόμησης, η οποία όμως δεν αναγνωρίζει ότι η φύση των δεδομένων μας είναι πάνελ. Γι' αυτό και χρησιμοποιούνται άλλες δύο μέθοδοι εκτίμησης απαρατήρητων επιδράσεων των μοντέλων για δεδομένα πάνελ που είναι τουλάχιστον τόσο συνήθεις όσο και οι πρώτες διαφορές. Αυτές είναι: η εκτίμηση των σταθερών επιδράσεων (fixed effects) και τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων (random effects), οι οποίες αναλύονται παρακάτω.

Η εκτίμηση σταθερών επιδράσεων, όπως οι πρώτες διαφορές χρησιμοποιεί ένα μετασχηματισμό για να εξαλείψει την απαρατήρητη επίδραση α_i πριν από την εκτίμηση. Μαζί με την α_i εξαλείφονται όλες οι χρονικά σταθερές ερμηνευτικές μεταβλητές. Η λήψη των πρώτων διαφορών είναι ένας απλός από τους πολλούς τρόπους με τους οποίους μπορούμε να εξαλείψουμε τη σταθερή επίδραση, α_i . Μια εναλλακτική μέθοδος, η οποία αποδίδει καλύτερα κάτω από ορισμένες υποθέσεις,

ονομάζεται μετασχηματισμός σταθερών επιδράσεων. Ο εκτιμητής των τυχαίων επιδράσεων είναι ελκυστικός όταν πιστεύουμε ότι η απαραίτητη επίδραση δεν σχετίζεται με όλες τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Αν διαθέτουμε εύστοχα επιλεγμένες μεταβλητές στην εξίσωση μας, μπορεί να πιστέψουμε ότι η όποια «ξεχασμένη» ετερογένεια προκαλεί απλώς αυτοσυσχέτιση στον όρο του σύνθετου σφάλματος, αλλά δεν προκαλεί συσχέτιση ανάμεσα στα σύνθετα σφάλματα και τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Η εκτίμηση μοντέλων τυχαίων επιδράσεων από τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων είναι αρκετά εύκολη και συνήθως γίνεται από πολλά οικονομετρικά πακέτα.

Τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων (random effects) συνήθως μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών επιτρέπουν να υπάρχουν και χρονικές ψευδομεταβλητές. Όταν χρησιμοποιούμε τη μέθοδο των σταθερών επιδράσεων ή τη μέθοδο των πρώτων διαφορών, στόχος μας είναι να εξαλείψουμε την α_i επειδή θεωρείται ότι σχετίζεται με μία ή περισσότερες από τις x_{itj} . Όμως υποθέστε ότι θεωρούμε ότι η α_i δεν σχετίζεται με κάθε ερμηνευτική μεταβλητή σε όλες τις χρονικές περιόδους. Τότε η χρήση ενός μετασχηματισμού για να εξαλείψουμε την α_i οδηγεί σε μη αποτελεσματικούς εκτιμητές. Στην ουσία στις ιδανικές υποθέσεις των μοντέλων τυχαίων επιδράσεων περιλαμβάνονται όλες οι υποθέσεις των σταθερών επιδράσεων συν την πρόσθετη υπόθεση ότι η α_i είναι ανεξάρτητη από όλες τις ερμηνευτικές μεταβλητές σε όλες τις χρονικές περιόδους.

Επιλέγουμε, λοιπόν, μεταξύ των δύο μεθόδων με βάση το κατά πόσο οι α_i θεωρούνται παράμετροι προς εκτίμηση ή αποτελέσματα μιας τυχαίας μεταβλητής. Όταν δε μπορούμε να θεωρήσουμε τις παρατηρήσεις τυχαίες λήψεις από ένα μεγάλο πληθυσμό, για παράδειγμα αν έχουμε δεδομένα για τις πολιτείες ή τις επαρχίες συχνά έχει νόημα να σκεφτούμε τις α_i ως παραμέτρους για να εκτιμήσουμε, οπότε χρησιμοποιούμε μεθόδους σταθερών επιδράσεων. Υπόψη ότι η χρήση σταθερών επιδράσεων είναι ίδια με το να επιτρέψουμε μια διαφορετική τεταγμένη της αρχής για κάθε παρατήρηση και μπορούμε να εκτιμήσουμε αυτές τις τεταγμένες της αρχής με την ενσωμάτωση ψευδομεταβλητών.

Ακόμα κι αν αποφασίσουμε να αντιμετωπίσουμε τις α_i ως τυχαίες μεταβλητές, πρέπει ν' αποφασίσουμε αν οι α_i είναι ασυσχέτιστες προς τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Μερικές φορές οι άνθρωποι πιστεύουν, κακώς, ότι αν υποθέσουν ότι η α_i

είναι τυχαία, αυτό αυτόματα σημαίνει ότι οι τυχαίες επιδράσεις αποτελούν κατάλληλη στρατηγική εκτίμησης. Αν μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι α_i δεν σχετίζονται με όλες τις x_{it} , τότε η μέθοδος των τυχαίων επιδράσεων είναι κατάλληλη. Όμως αν οι α_i σχετίζονται με κάποιες ερμηνευτικές μεταβλητές, η μέθοδος των σταθερών επιδράσεων είναι απαραίτητη. Αν χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των τυχαίων επιδράσεων, τότε οι εκτιμητές είναι κατά κανόνα ασυνεπείς. Η σύγκριση των εκτιμήσεων τυχαίων επιδράσεων και των εκτιμήσεων σταθερών επιδράσεων μπορεί να αποτελέσει έναν έλεγχο για να διαπιστωθεί αν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στο α_i και στο x_{itj} , υποθέτοντας ότι τα σφάλματα ιδιοσυγκρασίας και οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι ασυσχέτιστες σε όλες τις χρονικές περιόδους.⁵²

3.3 Θεωρητικό υπόβαθρο της ανάλυσης

Μια σειρά από ανταγωνιστικές θεωρίες έχουν χρησιμοποιηθεί στην πρωτεύουσα ανάλυση της δομής του κεφαλαίου. Η θεωρία της αντιστάθμισης δίνει έμφαση στην ανταλλαγή μεταξύ των φόρων, η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών δίνει έμφαση στο κόστος των γραφειοκρατίας και η ιεραρχική θεωρία στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Διάφορες μελέτες προσπαθούν να βρουν στοιχεία για να επιβεβαιώσουν αυτές τις θεωρίες. Οι Rajan & Zingales (1995) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της επιλογής κεφαλαιακής διάρθρωσης σε 7 χώρες και ανακάλυψαν ότι σε συνολικό επίπεδο υπάρχει μια σταθερή δύναμη αρκετά παρόμοια σε όλες.⁵³ Οι Antoniou et al (2002) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης στη Γαλλία, τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο και διαπίστωσαν ότι οι επιπτώσεις των πιθανών καθοριστικών παραγόντων της διάρθρωσης του κεφαλαίου είναι ειδικές για κάθε χώρα.⁵⁴

Οι Titman & Wessels (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το βραχυπρόθεσμο χρέος σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης.⁵⁵ Οι Rajan & Zingales (1995) ανέφεραν ότι η μόχλευση αυξάνεται με το μέγεθος, επειδή οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις συνήθως είναι πιο διαφοροποιημένες και έχουν μικρότερη πιθανότητα να είναι προβληματικές στον τομέα των χρηματοπιστωτικών επιδιώκουν

⁵² Wooldridge J.(2006), σελ.35-72

⁵³ Rajan R. & Zingales L. (1995), pp. 1421-1460

⁵⁴ Antoniou A., Guney Y. & Paudyal K. (2002)

⁵⁵ Titman S. & Wessels R. (1988), pp. 1-19

χαμηλότερο κόστος πτώχευσης για να έχουν περισσότερη δύναμη. Οι Harris & Raviv (1991) ανακάλυψαν ότι η μόχλευση αυξάνει με σταθερό μέγεθος.⁵⁶ Ο Michaelas et al (1999) εξέτασε τη δομή του κεφαλαίου των μικρών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο και υποστήριξε ότι το μέγεθος και η μόχλευση σχετίζονται θετικά με τη σύμφωνη γνώμη των Antoniou et al (2002), Frank and Goyal (2004).⁵⁷ Οι Fama & French (2002) υποστήριξαν ότι λόγω του επιπέδου τους διαφοροποίησης, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις αναμένεται να έχουν λιγότερο ασταθείς αποδοχές, το οποίο με αντάλλαγμα θα προκαλέσει μια υψηλότερη αναλογία στη μόχλευση.⁵⁸

Οι Rajan και Zingales (1995) συνέστησαν ότι μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ενσώματων παγίων ενεργητικού στον ισολογισμό, οι πιο πρόθυμοι δανειστές πρέπει να παρέχουν δάνεια και η μόχλευση πρέπει να είναι υψηλότερη.⁵⁹ Οι Titman & Wessels (1998) έχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που κατέχουν περιουσιακά στοιχεία υψηλής αξίας εξασφαλίζουν υψηλά επίπεδα χρέους όπως και οι Michaelas et al (1999), Antoniou (2002), Frank & Goyal (2004), Swinnen et al (2005) και Bevan & Danbolt (2004).⁶⁰ Οι Rajan και Zingales (1995) έδειξαν ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης είναι σημαντικά αρνητικά συσχετιζόμενες με τη μόχλευση.⁶¹ Αντιθέτως, ο Michaelas et al (1999) έδειξε μια θετική σχέση μεταξύ των ευκαιριών ανάπτυξης και της μόχλευσης σε αναλογία με τους Bevan και Danbolt (2004).⁶²

Δεδομένα και Μεταβλητές

Για να οικοδομήσουμε την «δυναμική» υπόθεση του μοντέλου μας θεωρούμε ότι η χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας επιχείρησης επηρεάζεται από μια σειρά εξωγενών και ενδογενών μεταβλητών. Αυτές οι μεταβλητές χρησιμοποιούνται στη χρηματοοικονομική ανάλυση για τη μελέτη της δομής μιας επιχείρησης και αποτελούν σημαντικούς παράγοντες για τις εταιρείες ακίνητης περιουσίας για τη

⁵⁶ Harris M. & Raviv A. (1991)

⁵⁷ Frank M. & Goyal V. (2004)

⁵⁸ Fama F. & French R. (2002), pp. 1-33

⁵⁹ ⁶¹ Rajan R. & Zingales L. (1995), pp. 1421-1460

⁶⁰ Titman S. & Wessels R. (1988), pp. 1-19

⁶⁰ Michaelas F., Chittenden N. & Poutsouris P. (1999), pp.113-130

Antoniou A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2002)

Frank M. & Goyal, V. (2004)

Swinnen S., Voordeckers, W. & Vandemaele, S. (2005)

⁶² Bevan A. & Danbolt J. (2004), pp. 55-66

σύγκριση τόσο μεταξύ χωρών αλλά και εταιρειών για το επίπεδο του χρέους τους. Είναι προφανές ότι οι παράγοντες αυτοί χαρακτηρίζουν την επίδραση του εξωτερικού περιβάλλοντος στη δομή της επιχείρησης. Ως μεταβλητές εξετάζουμε παράγοντες από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης, όπως η αποδοτικότητα, η απτότητα, το μέγεθος, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, τον επιχειρηματικό κίνδυνο, την κάλυψη των τόκων, τον κύκλο εργασιών των περιουσιακών στοιχείων, το κόστος του χρέους. Υποθέσουμε ότι αυτοί οι παράγοντες καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και το αντίστροφο. Λαμβάνοντας υπόψη ότι όλες αυτές οι μεταβλητές είναι λογιστικά στοιχεία που υπολογίζονται από τις οικονομικές καταστάσεις είναι δύσκολο να δεχτούμε ότι αυτές οι μεταβλητές είναι πραγματικά εξωγενείς.⁶³

1. Η κερδοφορία= EBITDA / Σύνολο Ενεργητικού (PROFIT)

Το EBITDA είναι μια μεταβλητή για τα Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων. Το μέτρο για την κερδοφορία είναι πολύ δημοφιλές δεδομένου ότι δεν επηρεάζεται από τόκους, φόρους και αποσβέσεις, που βρίσκονται σε διαφορετικούς ρυθμούς σε όλες τις χώρες των δεδομένων μας.⁶⁴ Η θεωρία της αντιστάθμισης αναφέρει ότι δεδομένου ότι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις παρέχουν χαμηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους, ένας μεγάλος βαθμός μόχλευσης θα αυξήσει, ως εκ τούτου, τον κίνδυνο πτώχευσης και το κόστος δανεισμού και θα μειώσει περαιτέρω τις αποδόσεις των μετοχών. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με ανεπαρκή κέρδη θα αποφεύγουν την εξωτερική χρηματοδότηση και, επιπλέον, εκεί θα είναι μια πλευρά της ζήτησης, ως αποτέλεσμα η αγορά θα είναι απρόθυμη να παρέχει κεφάλαια σε τέτοιες επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά, η φορολογική έκπτωση των τόκων αναμένεται να τονώσει πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις για να χρηματοδοτήσει το μεγαλύτερο μέρος των εργασιών τους με το χρέος. Έτσι, σύμφωνα με τη θεωρία της ανταλλαγής υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας. Ο Myers(1977) προβλέπει την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δύο παραγόντων.⁶⁵ Από τις πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα απαιτηθεί λιγότερο χρέος από ότι οι λιγότερο

⁶³ Kremp E., Stoss E. & Gerdesmeier D. (1999), pp. 139-194

⁶⁴ Westgaard S., Eidet A., Grosas C. & Frydenberg, S. (2008), pp. 61-87
Dang A. (2011), pp. 225-258

⁶⁵ Myers C. (1977), pp. 147-175

κερδοφόρες, δεδομένου ότι αναμένεται να έχουν εσωτερικά κεφάλαια που διατίθενται για τη χρηματοδότηση έργων.

2. Παγιοποίηση = Πάγια στοιχεία ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού (TANG)

Ο δείκτης αυτός μετρά την σχέση παγίων περιουσιακών στοιχείων με το σύνολο του ενεργητικού. Μία υψηλή αναλογία σημαίνει ότι μερικά από τα σταθερά στοιχεία ενεργητικού χρηματοδοτούνται μέσω του χρέους. Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται από τους Rajan and Zingales (1995)⁶⁶, Michaelas et al (1999)⁶⁷, Kremp et al (1999)⁶⁸, Filbeck & Gorman (2000)⁶⁹, Bevan & Danbolt (2004)⁷⁰, Antoniou et al (2002)⁷¹, Bontempi (2002)⁷² και Feidakis and Rovolis (2007).⁷³

3. Μέγεθος της επιχείρησης = Φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (LNTA)

Αυτός είναι ένας ορισμός που χρησιμοποιείται από τους Dang (2011), Gureshi & Azid (2006), Morri & Cristanziani (2009), Stephan et al (2008), Zheng et al (2012), Norvaisiene and Stankeviciene (2007), Venkiteshwaran (2011).⁷⁴

4. Ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς = (Σύνολο Υποχρεώσεων + Αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων) / Σύνολο Ενεργητικού (MBRATIO)

Αυτή η αναλογία συγκρίνει την αγοραστική αξία μιας επιχείρησης με την αξία της εν λόγω επιχείρησης όπως αναφέρεται στις οικονομικές της καταστάσεις. Ένα υψηλό ποσοστό μπορεί να σημαίνει ότι η εταιρεία έχει καλές προοπτικές ανάπτυξης. Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται από τους Antoniou et al (2002)⁷⁵,

⁶⁶ Rajan R. & Zingales L. (1995), pp. 1421-1460
Michaelas N., Chittenden F. & Poutsouris P. (1999), pp.113-130
Kremp E., Stoss E. & Gerdesmeier D. (1999), pp. 139-194
Filbeck G. & Gorman R. (2000), pp. 211-218
Bevan A. & Danbolt J. (2004), pp. 55-66
Antoniou A., Guney Y. & Paudyal K. (2002)
Bontempi E. (2002), pp. 1-22
Feidakis A. & Rovolis A. (2007), pp. 989-1002
⁷⁴ Dang A. (2011), pp. 225-258
Morri G. & Cristanziani F. (2009), pp. 318-372
Stephan A., Talavera O. & Tsapin A. (2008)
Zheng X., Ghoul E., Guedhami O. & Kwok Y. (2012), pp.468-488
Norvaisiene R. & Stankeviciene J. (2007), pp. 7-17

Frank and Goyal (2004)⁷⁶, Rajan and Zingales (1995).⁷⁷ Η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες θα πρέπει να χαρακτηρίζονται από ένα χαμηλότερο ποσό χρέους. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί, επίσης, να ερμηνευθεί ως εξής: οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες έχουν λιγότερη ανάγκη της πειθαρχίας στην επίδραση των πληρωμών του χρέους για τον έλεγχο των ελεύθερων ταμειακών ροών. Επιπλέον, με την προϋπόθεση ότι οι επιχειρήσεις ασχολούνται με το μέλλον καθώς και με τα τρέχοντα προβλήματα χρηματοδότησης, είναι πολύ πιθανό ότι επιχειρήσεις με μεγάλες δυνατότητες αναμενόμενης ανάπτυξης θα διατηρήσουν την ικανότητα για χρέος χαμηλού κινδύνου ώστε να αποφεύγεται η χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων με διάθεση μετοχών. Εξάλλου, το χρέος πρέπει να αυξάνεται όταν οι επενδύσεις υπερβαίνουν τα αδιανέμητα κέρδη και να μειώνεται, όταν οι επενδύσεις είναι μικρότερες από ό, τι τα αδιανέμητα κέρδη. Έτσι, η μόχλευση αναμένεται να είναι υψηλότερη για τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν υψηλότερες επενδυτικές ευκαιρίες.

5. Επιχειρηματικός Κίνδυνος (δανεισμένος beta) = $\beta / [1 + (1 - T) * (D / E)] \sim \text{beta} * E / (D + E)$ (UNGEARED_BETA),

όπου T = φόρων, D = Σύνολο χρέους και E = Ίδια Κεφάλαια. Το ungeared beta υπολογίζεται από την παρατηρηθείσα beta να αντικατοπτρίζει την αξία beta που θα πρέπει να τηρείται εάν η εταιρεία χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια. Ως εκ τούτου, είναι ενδεικτικό του συστημικού κινδύνου των επιχειρήσεων της εταιρείας. Αυτή η μεταβλητή συσχετίζει το μερίδιο της εταιρείας χωρίς το χρέος της με το δείκτη της αγοράς. Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται από τους Morri and Cristanziani (2009).⁷⁸

6. Κάλυψη Τόκων = EBITDA έξοδα / τόκοι για το χρέος (INTCOV)

Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται για να καθορίσει πόσο εύκολα μια εταιρεία μπορεί να πληρώσει τους τόκους του ανεξόφλητου χρέους. Αυτή η μεταβλητή είναι ένας δείκτης του περιθωρίου ασφαλείας μιας επιχείρησης για να

Venkiteswaran V. (2011)

⁷⁵ Antoniou A., Guney Y. & Paudyal K., (2002)

⁷⁶ Frank M. & Goyal V. (2004)

⁷⁷ Rajan R. & Zingales, L. (1995), pp. 1421-1460

⁷⁸ Morri G. & Cristanziani F. (2009), pp. 318-372

υπολογιστεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Όσο χαμηλότερη είναι η αναλογία, τόσο περισσότερο η εταιρεία επιβαρύνεται με έξοδα χρέους. Αντιστρόφως, ένας υψηλός λόγος κάλυψης υποδεικνύει ότι η εταιρεία είναι οικονομικά αρκετά ασφαλής ώστε να ανταποκριθεί στην αποπληρωμή των τόκων στην ώρα τους. Ωστόσο, μια υψηλή αναλογία μπορεί, επίσης να είναι ένα σημάδι ότι μια εταιρεία έχει μια ανεπιθύμητη έλλειψη του χρέους ή της εξόφλησης του χρέους της πολύ γρήγορα, χρησιμοποιώντας τα κέρδη που θα μπορούσαν να επενδύονται σε έργα που θα μπορούσαν να αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, μερικές φορές είναι φθηνότερο για μια εταιρεία να δανειστεί περισσότερα κεφάλαια σε χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου από ό,τι να πληρώνουν τώρα για το υπάρχον χρέος τους για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

7. Κύκλος Εργασιών = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού (ASSTURN)

Οι χαμηλές τιμές του λόγου αυτού δείχνουν «χαμηλή παραγωγικότητα» της διοίκησης της εταιρείας. Έχει χρησιμοποιηθεί από τον Westgaard et al (2008).⁷⁹

8. Χρεωστικές του κόστους = πληρωμές τόκων χρέους / Σύνολο χρέους (COSTDEBT)

Αυτή η μεταβλητή δείχνει το βαθμό στον οποίο μια εταιρεία είναι στο χρέος. Αυτή η μεταβλητή έχει χρησιμοποιηθεί από τους Morri and Cristanziani (2009).

3.4 Τεχνική ανάλυση

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα στοιχεία για 11 χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Πολωνία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία και Ηνωμένο Βασίλειο) κατά τη διάρκεια 6 ετών, από το 2005-2010 για τις 8 μεταβλητές που έχουμε επιλέξει να χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας.

Στον Πίνακα 3.1 που ακολουθεί εμφανίζονται τα στοιχεία για τις παραπάνω χώρες κατά την εξαετία 2005-2010:

Πίνακας 3.1 Οι τιμές των εξεταζόμενων μεταβλητών για τις 11 χώρες για τα έτη 2005-2010

⁷⁹ Westgaard S., Eidet A., Grosas C. & Frydenberg S. (2008), pp. 61-87

Χώρα	Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	PROFIT	0,06	0,06	0,07	0,00	-0,03	0,04
	TANG	0,73	0,75	0,70	0,72	0,73	0,76
Αυστρία	LNTA	13,47	13,93	14,18	14,26	14,13	14,16
	MBRATIO	1,11	1,08	0,97	0,77	0,87	0,92
	UNGEAREDBETA	0,06	0,06	0,24	0,22	0,30	0,38
	INTCOV	7,50	6,90	4,01	-0,64	-1,02	2,88
	ASSTURN	0,08	0,10	0,10	0,12	0,12	0,10
	COSTDEBT	0,13	0,03	0,04	0,05	0,05	0,04
	PROFIT	0,10	0,10	0,08	0,07	-0,04	0,04
	TANG	0,28	0,21	0,15	0,34	0,39	0,31
Βέλγιο	LNTA	11,12	11,11	11,32	11,67	12,00	11,96
	MBRATIO	1,00	1,16	1,25	1,08	1,01	0,93
	UNGEAREDBETA	0,01	0,02	0,64	0,08	0,14	0,14
	INTCOV	7,88	12,64	8,05	4,40	-95,74	4,99
	ASSTURN	0,35	0,35	0,28	0,16	0,12	0,17
	COSTDEBT	0,08	0,06	0,40	0,11	0,04	0,07
	PROFIT	0,10	0,09	0,10	0,03	0,02	0,03
	TANG	0,42	0,46	0,53	0,55	0,54	0,51
Δανία	LNTA	13,21	13,48	13,84	13,97	13,95	13,96
	MBRATIO	1,29	1,36	1,15	0,92	0,88	0,85
	UNGEAREDBETA	0,22	0,34	0,31	0,34	0,27	0,25
	INTCOV	17,94	5,25	13,28	2,44	3,23	12,68
	ASSTURN	0,59	0,47	0,31	0,31	0,23	0,26
	COSTDEBT	0,06	0,04	0,04	0,04	0,06	0,06
	PROFIT	0,09	-0,07	0,05	0,00	-0,02	0,07
	TANG	0,33	0,25	0,23	0,28	0,27	0,32
Γαλλία	LNTA	10,85	10,77	10,69	11,61	11,71	12,10
	MBRATIO	1,56	2,91	3,10	1,71	1,22	1,08
	UNGEAREDBETA	-0,01	0,28	0,30	0,42	0,42	0,37
	INTCOV	62,49	13,54	-4,26	1,23	4,14	15,26
	ASSTURN	0,60	0,79	0,53	0,30	0,26	0,24

	COSTDEBT	0,06	0,15	0,08	0,06	0,05	0,04
	PROFIT	0,11	0,08	0,09	-0,05	0,00	0,06
	TANG	0,42	0,38	0,39	0,44	0,44	0,55
Γερμανία	LNTA	10,31	10,91	11,36	11,44	11,44	11,85
	MBRATIO	2,07	2,18	1,92	1,67	1,64	1,62
	UNGEAREDBETA	0,08	0,22	0,22	0,11	0,13	0,16
	INTCOV	56,10	26,00	58,24	12,50	2,43	11,17
	ASSTURN	0,28	0,27	0,23	0,21	0,15	0,14
	COSTDEBT	0,07	11,86	3,36	1,20	0,06	0,05
	PROFIT	0,01	0,05	0,09	0,03	-0,01	-0,05
	TANG	0,38	0,32	0,32	0,40	0,44	0,46
Ελλάδα	LNTA	11,40	11,58	11,69	11,78	11,73	11,69
	MBRATIO	1,36	1,44	1,42	0,88	0,83	0,77
	UNGEAREDBETA	1,00	0,91	0,89	0,51	0,47	0,37
	INTCOV	4,62	16,79	149,69	7,21	9,95	7,21
	ASSTURN	0,21	0,10	0,08	0,07	0,04	0,05
	COSTDEBT	1,31	0,07	0,06	0,06	0,08	0,04
	PROFIT	0,08	0,11	0,11	0,08	0,03	0,05
	TANG	0,46	0,35	0,34	0,32	0,34	0,34
Πολωνία	LNTA	11,80	12,23	12,81	13,03	13,13	13,29
	MBRATIO	1,38	2,49	1,72	0,87	1,11	1,08
	UNGEAREDBETA	0,21	0,25	0,47	0,46	0,71	0,55
	INTCOV	14,58	19,99	44,11	11,17	3,64	5,12
	ASSTURN	3,38	1,27	0,50	0,40	0,31	0,27
	COSTDEBT	0,04	0,04	0,03	0,05	0,06	0,09
	PROFIT	0,12	0,07	0,02	-0,08	-0,07	-0,03
	TANG	0,34	0,35	0,34	0,35	0,37	0,36
Ισπανία	LNTA	12,81	13,89	13,10	13,91	13,73	13,77
	MBRATIO	1,68	1,65	1,28	1,15	1,14	1,02
	UNGEAREDBETA	0,12	-0,41	0,51	0,28	0,18	0,12
	INTCOV	14,56	9,83	-55,54	-4,48	-49,63	-1,52
	ASSTURN	0,28	0,23	0,16	0,18	0,22	0,09

	COSTDEBT	0,03	0,03	0,04	0,06	0,04	0,03
	PROFIT	0,06	0,04	0,11	-0,04	0,01	0,15
	TANG	0,74	0,74	0,83	0,84	0,82	0,78
Σουηδία	LNTA	14,76	15,06	15,68	15,69	15,71	15,60
	MBRATIO	1,27	1,38	1,08	0,91	1,01	1,12
	UNGEAREDBETA	0,38	0,42	0,37	0,34	0,36	0,38
	INTCOV	-113,60	-50,72	153,14	-0,42	0,41	10,42
	ASSTURN	0,20	0,23	0,15	0,16	0,13	0,32
	COSTDEBT	0,04	0,05	0,04	0,05	0,04	0,13
	PROFIT	0,06	0,05	0,04	0,04	0,01	0,06
	TANG	0,83	0,86	0,80	0,79	0,83	0,82
Ελβετία	LNTA	13,22	13,42	13,48	13,49	13,58	13,49
	MBRATIO	1,05	1,07	1,12	0,95	1,00	1,09
	UNGEAREDBETA	0,28	0,25	0,17	0,16	0,25	0,30
	INTCOV	5,21	5,54	8,24	1,71	3,93	5,48
	ASSTURN	0,07	0,06	0,06	0,06	0,05	0,06
	COSTDEBT	4,53	16,82	28,81	0,04	0,04	0,04
	PROFIT	0,06	-0,32	0,11	-0,08	-0,05	-0,07
	TANG	0,45	0,46	0,41	0,40	0,40	0,40
Αγγλία	LNTA	11,14	11,44	11,75	11,74	11,65	11,56
	MBRATIO	1,22	2,16	1,19	0,95	0,98	1,02
	UNGEAREDBETA	0,37	0,37	0,46	0,36	0,48	0,47
	INTCOV	21,06	16,94	17,36	5,51	11,15	-39,23
	ASSTURN	0,29	0,92	0,34	0,29	0,26	0,26
	COSTDEBT	0,08	0,11	0,08	0,08	0,06	0,08

* PROFIT=EBITBA/Σύνολο ενεργητικού

TANG=Πάγια στοιχεία ενεργητικού//Σύνολο ενεργητικού

LNTA=Φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού

MBRATIO= (Σύνολο Υποχρεώσεων + Αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων) /
Σύνολο Ενεργητικού

$$\text{UNGEARED BETA} = \beta / [1 + (1 - T) * (D / E)] \sim \text{beta} * E / (D + E)$$

$$\text{INTCOV} = \text{EBITDA} \text{ έξοδα} / \text{τόκοι για το χρέος}$$

$$\text{ASSTURN} = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο ενεργητικού}$$

$$\text{COSTDEBT} = \text{πληρωμές τόκων χρέους} / \text{Σύνολο χρέους}$$

Πίνακας 3.3

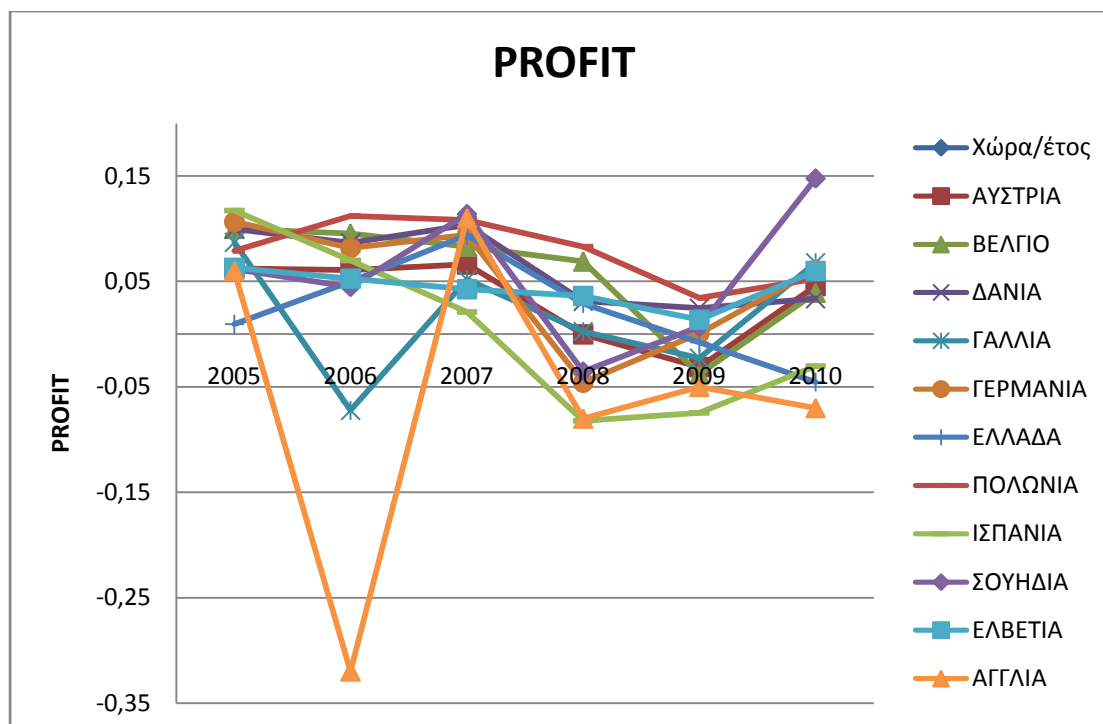
Η κερδοφορία= EBITDA / Σύνολο Ενεργητικού (PROFIT)

PROFIT

Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	0,06	0,06	0,07	0,00	-0,03	0,05
ΒΕΛΓΙΟ	0,10	0,10	0,08	0,07	-0,04	0,04
ΔΑΝΙΑ	0,10	0,09	0,10	0,03	0,02	0,03
ΓΑΛΛΙΑ	0,09	-0,07	0,05	0,00	-0,02	0,07
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,11	0,08	0,09	-0,05	0,00	0,06
ΕΛΛΑΔΑ	0,01	0,05	0,09	0,03	-0,01	-0,05
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,08	0,11	0,11	0,08	0,03	0,05
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,12	0,07	0,02	-0,08	-0,07	-0,03
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,06	0,04	0,11	-0,04	0,01	0,15
ΕΛΒΕΤΙΑ	0,06	0,05	0,04	0,04	0,01	0,06
ΑΓΓΛΙΑ	0,06	-0,32	0,11	-0,08	-0,05	-0,07

Διάγραμμα 3.2

PROFIT



Στο διάγραμμα 3.2 εμφανίζεται ο δείκτης κερδοφορίας των εταιρειών real estate των 11 χωρών. Σύμφωνα με αυτό, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ισπανία εμφανίζουν τη χαμηλότερη πτώση κατά τα έτη 2006 και 2008 αντίστοιχα (βλ. Πίνακας 3.3). Τα υψηλότερα κέρδη για τις περισσότερες χώρες σημειώνονται το 2010. Με τη Σουηδία, τη Γαλλία και τη Γερμανία να βρίσκονται στις πρώτες θέσεις, σε αντίθεση με την Ηνωμένο Βασίλειο που βρίσκεται στην τελευταία θέση του πίνακα για το 2010 και παρουσίασε σημαντική πτωτική πορεία από το 2007 και έπειτα. Στις τελευταίες θέσεις του πίνακα βρίσκονται η Αυστρία, η Γαλλία, η Ισπανία για τα εξεταζόμενα έτη καθώς, επίσης, και το Ηνωμένο Βασίλειο όπου ο δείκτης κερδοφορίας παρουσιάζει σημαντική μείωση από το 2007. Η Ελλάδα την υψηλότερη κερδοφορία σημειώνει το 2007 και μετά ακολουθεί μία πτωτική πορεία με τη χαμηλότερη τιμή το 2010, γεγονός απολύτως κατανοητό λόγω των συνθηκών που επικρατούν στη χώρα μας αφού άρχισε να γίνεται αισθητή η παγκόσμια οικονομική κρίση.

Πίνακας 3.4

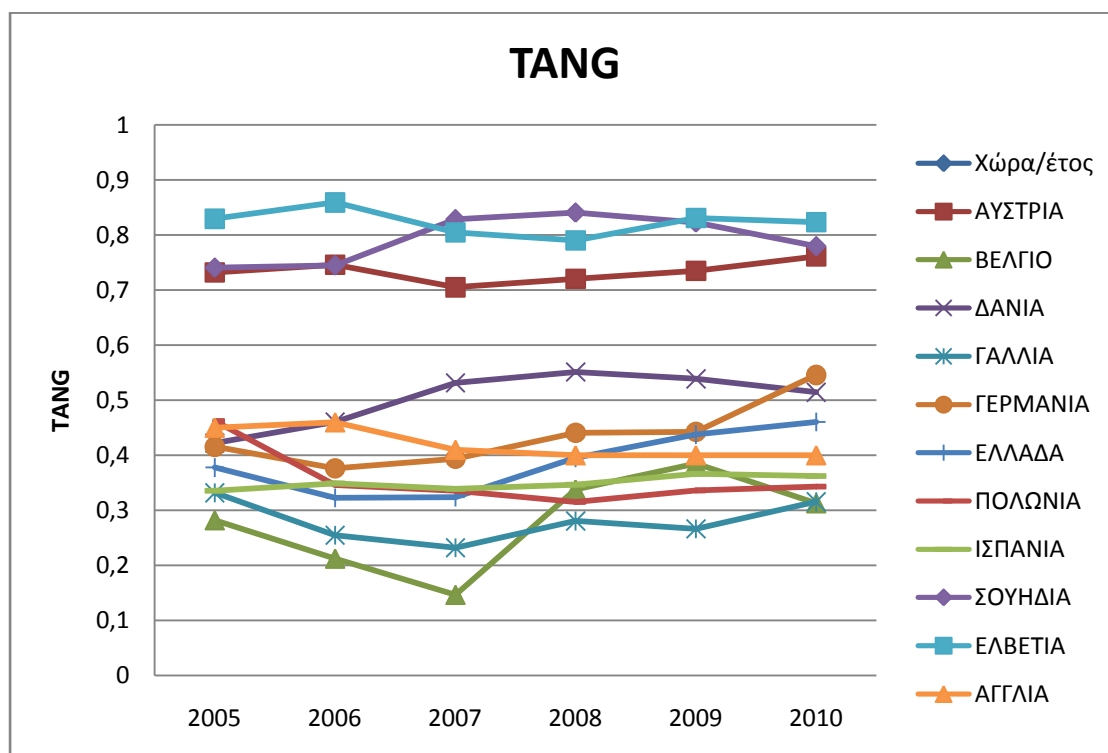
Παγιοποίηση = Πάγια στοιχεία ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού (TANG)

TANG

Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	0,73	0,75	0,70	0,72	0,73	0,76
ΒΕΛΓΙΟ	0,28	0,21	0,15	0,34	0,39	0,31
ΔΑΝΙΑ	0,42	0,46	0,53	0,55	0,54	0,51
ΓΑΛΛΙΑ	0,33	0,25	0,23	0,28	0,27	0,32
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,42	0,38	0,39	0,44	0,44	0,55
ΕΛΛΑΔΑ	0,38	0,32	0,32	0,40	0,44	0,46
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,46	0,35	0,34	0,32	0,34	0,34
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,34	0,35	0,34	0,35	0,37	0,36
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,74	0,74	0,83	0,84	0,82	0,78
ΕΛΒΕΤΙΑ	0,83	0,86	0,80	0,79	0,83	0,82
ΑΓΓΛΙΑ	0,45	0,46	0,41	0,40	0,40	0,40

Διάγραμμα 3.3

TANG



Στο διάγραμμα 3.3 παρουσιάζονται τα πάγια (tangible) στοιχεία ενεργητικού των εταιρειών η μεταβλητή TANG παίρνει τις υψηλότερες τιμές της για τις περισσότερες χώρες το 2010 και γενικά παρουσιάζει ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010 για όλες σχεδόν τις χώρες με τις υψηλότερες τιμές σε Αυστρία και Ελβετία 0,76 και 0,82 αντίστοιχα, που σημαίνει ότι διαθέτουν τα υψηλότερα ποσοστά πάγιων στοιχείων ενεργητικού. Επιπροσθέτως, στο Ηνωμένο Βασίλειο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού των εταιρειών εμφανίζουν σταθερή πορεία κατά τη διάρκεια των εξεταζόμενων ετών. Σε αντίθεση με το Βέλγιο, τη Γαλλία και την Ισπανία όπου τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα παίρνοντας τιμές μεταξύ του 0,1 και του 0,3. Στην Ελλάδα η μεταβλητή βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα ξεκινώντας από το 0,38 και ακολουθώντας μια ελαφρά πτωτική πορεία μέχρι το 2007 από όπου παρουσιάζει μια μικρή αύξηση μέχρι το 2010.

Πίνακας 3.5

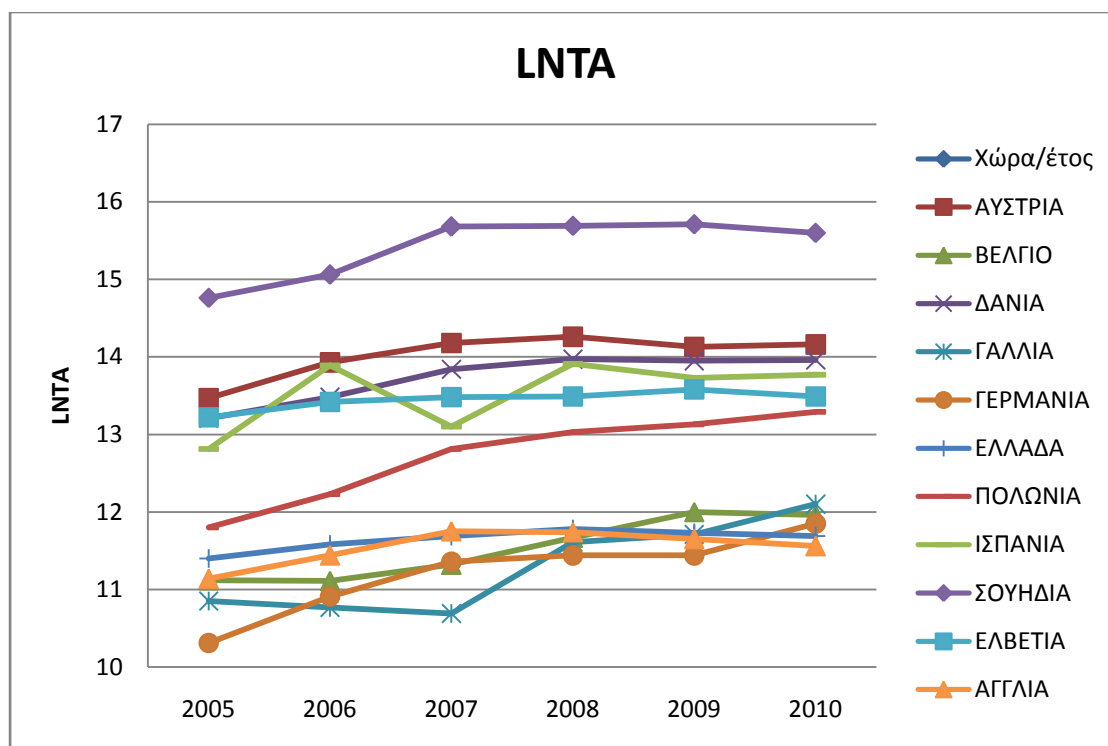
Μέγεθος της επιχείρησης = Φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (LNTA)

LNTA

Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	13,47	13,93	14,18	14,26	14,13	14,16
ΒΕΛΓΙΟ	11,12	11,11	11,32	11,67	12,00	11,96
ΔΑΝΙΑ	13,21	13,48	13,84	13,97	13,95	13,96
ΓΑΛΛΙΑ	10,85	10,77	10,69	11,61	11,71	12,10
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	10,31	10,91	11,36	11,44	11,44	11,85
ΕΛΛΑΔΑ	11,40	11,58	11,69	11,78	11,73	11,69
ΠΟΛΩΝΙΑ	11,80	12,23	12,81	13,03	13,13	13,29
ΙΣΠΑΝΙΑ	12,81	13,89	13,10	13,91	13,73	13,77
ΣΟΥΗΔΙΑ	14,76	15,06	15,68	15,69	15,71	15,60
ΕΛΒΕΤΙΑ	13,22	13,42	13,48	13,49	13,58	13,49
ΑΓΓΛΙΑ	11,14	11,44	11,75	11,74	11,65	11,56

Διάγραμμα 3.4

LNTA



Στο διάγραμμα 3.4 παρουσιάζονται τα συνολικά δεδομένα (οι τιμές είναι σε φυσικούς λογάριθμους ενεργητικού) των εταιρειών των 11 χωρών. Όλες οι χώρες τείνουν να κινούνται γενικά σε σταθερά επίπεδα καθ' όλη την εξαετία 2005-2010, τις υψηλότερες παίρνουν το 2010, ενώ τις χαμηλότερες φτάνουν το 2005. Στην υψηλότερη θέση βρίσκεται η Σουηδία και ακολουθούν Αυστρία και Δανία ενώ στις τελευταίες θέσεις η Γαλλία και η Γερμανία, παρ' όλα αυτά όμως σημειώνουν ανοδική πορεία από το 2005 έως το 2010. Επιπλέον, το μέγεθος των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου κινείται σε σταθερά επίπεδα, παρ' όλα αυτά βρίσκεται στην τελευταία θέση του πίνακα για το 2010. Παρόμοια είναι η εικόνα που επικρατεί και στη χώρα μας.

Πίνακας 3.6

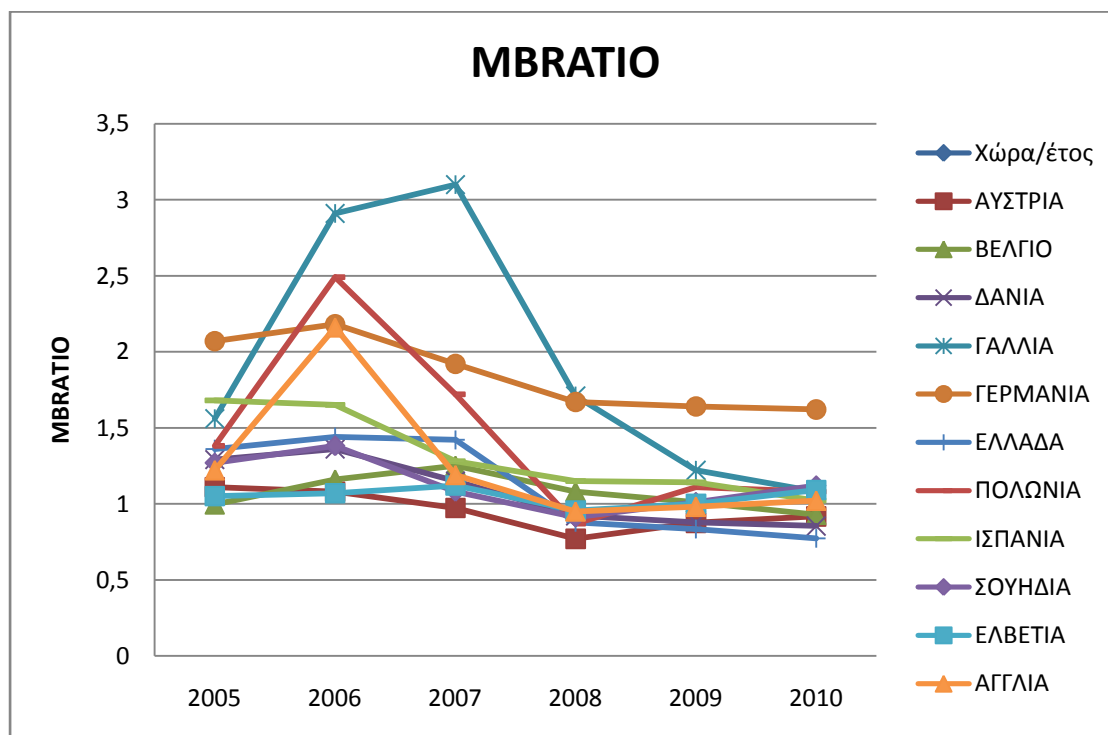
Ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς = (Σύνολο Υποχρεώσεων + Αγοραία
αξία των Ιδίων Κεφαλαίων) / Σύνολο Ενεργητικού (MBRATIO)

MBRATIO

Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	1,11	1,08	0,97	0,77	0,87	0,92
ΒΕΛΓΙΟ	1,00	1,16	1,25	1,08	1,01	0,93
ΔΑΝΙΑ	1,29	1,36	1,15	0,92	0,88	0,85
ΓΑΛΛΙΑ	1,56	2,91	3,10	1,71	1,22	1,08
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2,07	2,18	1,92	1,67	1,64	1,62
ΕΛΛΑΔΑ	1,36	1,44	1,42	0,88	0,83	0,77
ΠΟΛΩΝΙΑ	1,38	2,49	1,72	0,87	1,11	1,08
ΙΣΠΑΝΙΑ	1,68	1,65	1,28	1,15	1,14	1,02
ΣΟΥΗΔΙΑ	1,27	1,38	1,08	0,91	1,01	1,12
ΕΛΒΕΤΙΑ	1,05	1,07	1,12	0,95	1,00	1,09
ΑΓΓΛΙΑ	1,22	2,16	1,19	0,95	0,98	1,02

Διάγραμμα 3.5

MBRATIO



Στο διάγραμμα 3.5 παρουσιάζεται ο δείκτης MBRATIO που παρουσιάζει ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς των εταιρειών των 11 χωρών. Η Γερμανία συγκεντρώνει τις υψηλότερες τιμές αλλά παρ' όλα αυτά σημειώνουν πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010. Την υψηλότερη τιμή εμφάνισε η Γαλλία το 2007 αλλά μετά ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία. Σε υψηλά επίπεδα είναι και οι τιμές σε Ισπανία, Γερμανία και Πολωνία ενώ τις χαμηλότερες τιμές σημειώνουν η Αυστρία, το Βέλγιο και η Δανία κατά το 2010. Η Ελλάδα σημειώνει μια έντονα καθοδική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας φτάνοντας το 2010 στη χαμηλότερη θέση του πίνακα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες παίρνοντας τιμή μόλις 0,77. Επομένως, οι ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων παρουσιάζονται περιορισμένες. Σημαντική πάντως είναι η πτώση των περισσότερων χωρών κατά τη διάρκεια των ετών που συζητάμε. Γεγονός απόλυτα λογικό λόγω των επιπτώσεων της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Πίνακας 3.7

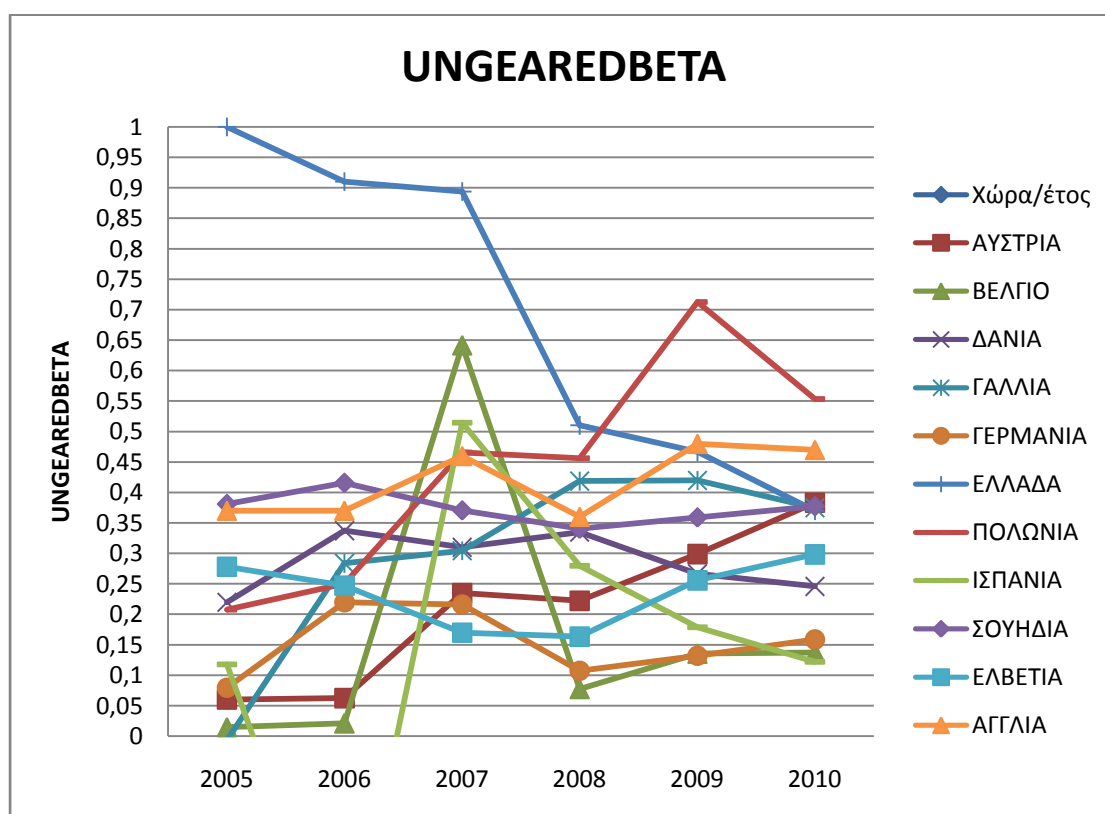
Επιχειρηματικός Κίνδυνος (δανεισμένος beta) = $\beta / [1 + (1 - T) * (D / E)] \sim \text{beta} * E / (D + E)$ (UNGEARED_BETA)

UNGEAREDBETA						
Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	0,06	0,06	0,24	0,22	0,30	0,38
ΒΕΛΓΙΟ	0,01	0,02	0,64	0,08	0,14	0,14
ΔΑΝΙΑ	0,22	0,34	0,31	0,34	0,27	0,25
ΓΑΛΛΙΑ	-0,01	0,28	0,30	0,42	0,42	0,37
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,08	0,22	0,22	0,11	0,13	0,16
ΕΛΛΑΔΑ	1,00	0,91	0,89	0,51	0,47	0,37
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,21	0,25	0,47	0,46	0,71	0,55

ΙΣΠΑΝΙΑ	0,12	-0,41	0,51	0,28	0,18	0,12
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,38	0,42	0,37	0,34	0,36	0,38
ΕΛΒΕΤΙΑ	0,28	0,25	0,17	0,16	0,26	0,30
ΑΓΓΛΙΑ	0,37	0,37	0,46	0,36	0,48	0,47

Διάγραμμα 3.6

UNGEAREDBETA



Στο διάγραμμα 3.6 παρουσιάζεται ο δείκτης του επιχειρηματικού κινδύνου (UNGEAREDBETA) με τις χώρες Πολωνία, Γαλλία Αυστρία, Ελλάδα να βρίσκονται στις πρώτες θέσεις με αρκετά υψηλά επίπεδα επιχειρηματικού κινδύνου για το 2010 ενώ σε πλεονεκτικότερη θέση βρίσκονται η Ισπανία, το Βέλγιο και η Γερμανία σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες. Για όλες σχεδόν τις χώρες ο δείκτης του επιχειρηματικού κινδύνου παρουσιάζει αύξηση από 2005 σε σχέση με το 2010. Στην

πλεονεκτικότερη θέση για το 2010 βρίσκονται η Ισπανία, το Βέλγιο και η Γερμανία με τις χαμηλότερες τιμές για το δείκτη επιχειρηματικού κινδύνου. Η Ελλάδα ακολουθεί την ίδια πορεία αφού οι τιμές τις εμφανίζουν μεγάλη απόκλιση το 2005 σε σχέση με το 2010 και παρουσιάζουν σημαντική πτωτική πορεία με το δείκτη του επιχειρηματικού κινδύνου να μειώνεται από 0,91 το 2006 σε 0,37 το 2010.

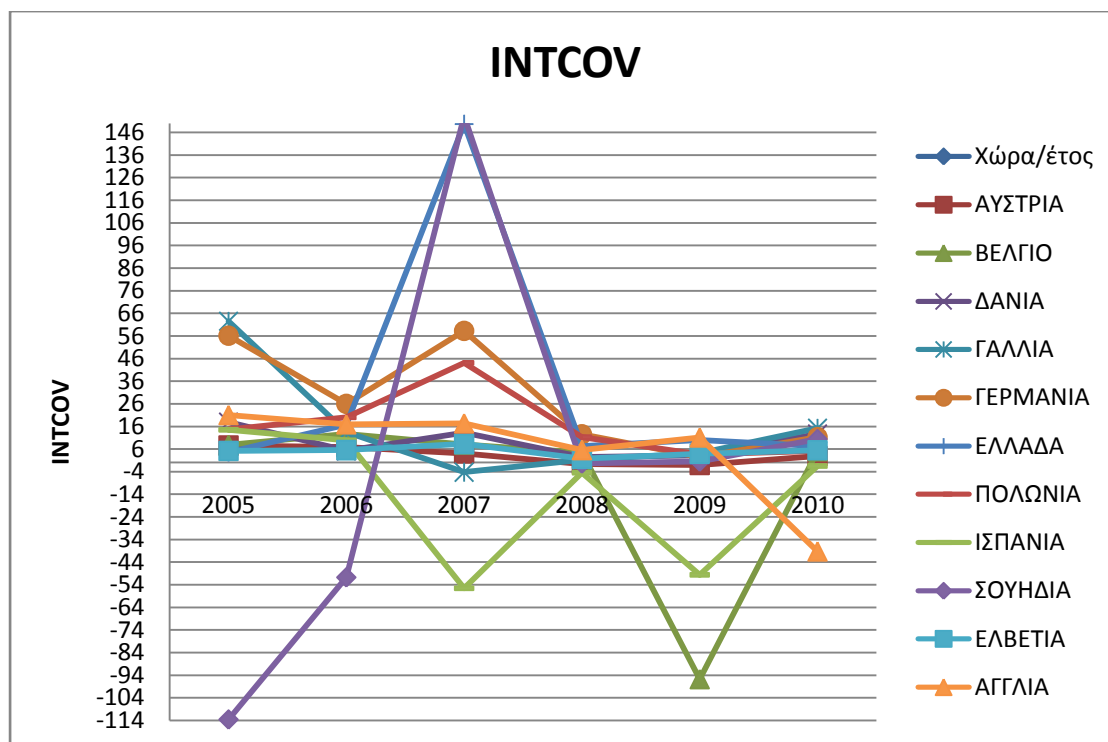
Πίνακας 3.8

Κάλυψη Τόκων = EBITDA έξοδα / τόκοι για το χρέος (INTCOV)

INTCOV						
Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	7,50	6,90	4,01	-0,64	-1,02	2,88
ΒΕΛΓΙΟ	7,88	12,64	8,05	4,40	-95,74	4,99
ΔΑΝΙΑ	17,94	5,25	13,28	2,44	3,23	12,68
ΓΑΛΛΙΑ	62,49	13,54	-4,26	1,23	4,14	15,26
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	56,10	26,00	58,24	12,50	2,43	11,17
ΕΛΛΑΔΑ	4,62	16,79	149,69	7,21	9,95	7,21
ΠΟΛΩΝΙΑ	14,58	19,99	44,11	11,17	3,64	5,12
ΙΣΠΑΝΙΑ	14,56	9,83	-55,54	-4,48	-49,63	-1,52
ΣΟΥΗΔΙΑ	-113,60	-50,72	153,14	-0,42	0,41	10,42
ΕΛΒΕΤΙΑ	5,21	5,54	8,24	1,71	3,93	5,48
ΑΓΓΛΙΑ	21,06	16,94	17,36	5,51	11,15	-39,23

Διάγραμμα 3.7

INTCOV



Στο διάγραμμα 3.7 παρουσιάζεται ο δείκτης INTCOV, ο οποίος αποτελεί το λόγο των κερδών των εταιρειών προς τις δαπάνες για αποπληρωμή τόκων. Με μια πρώτη ματιά, γίνεται ιδιαίτερα αισθητή η αύξηση του δείκτη αυτού για τη Σουηδία το 2010 σε σχέση με το 2009 αλλά και η έντονη απόκλιση που παρουσιάζει κατά τη διάρκεια της εξαετίας. Στην πλεονεκτικότερη θέση του πίνακα για το 2010 βρίσκονται η Γαλλία, η Δανία και η Γερμανία ενώ στη χειρότερη το Ηνωμένο Βασίλειο με σημαντική απόκλιση σε σχέση με τις άλλες χώρες και ακολουθούν η Ισπανία και η Αυστρία. Οι παραπάνω χώρες δηλαδή δυσκολεύονται αρκετά ή, ακόμη, και αδυνατούν να καλύψουν τους τόκους τους. Στην Ισπανία, επίσης, ο δείκτης ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία από το 2006 αλλά από το 2009 έως το 2010 αυξήθηκε σημαντικά παραμένοντας όμως σε αρνητικά επίπεδα.. Παρ' όλα αυτά, η Ελλάδα σημειώνει μια αυξητική πορεία μεταξύ του 2005-2007, γεγονός που ανατρέπεται στη συνέχεια. Όλες οι χώρες πάντως παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις καθ' όλη τη διάρκεια της εξαετίας.

Πίνακας 3.9

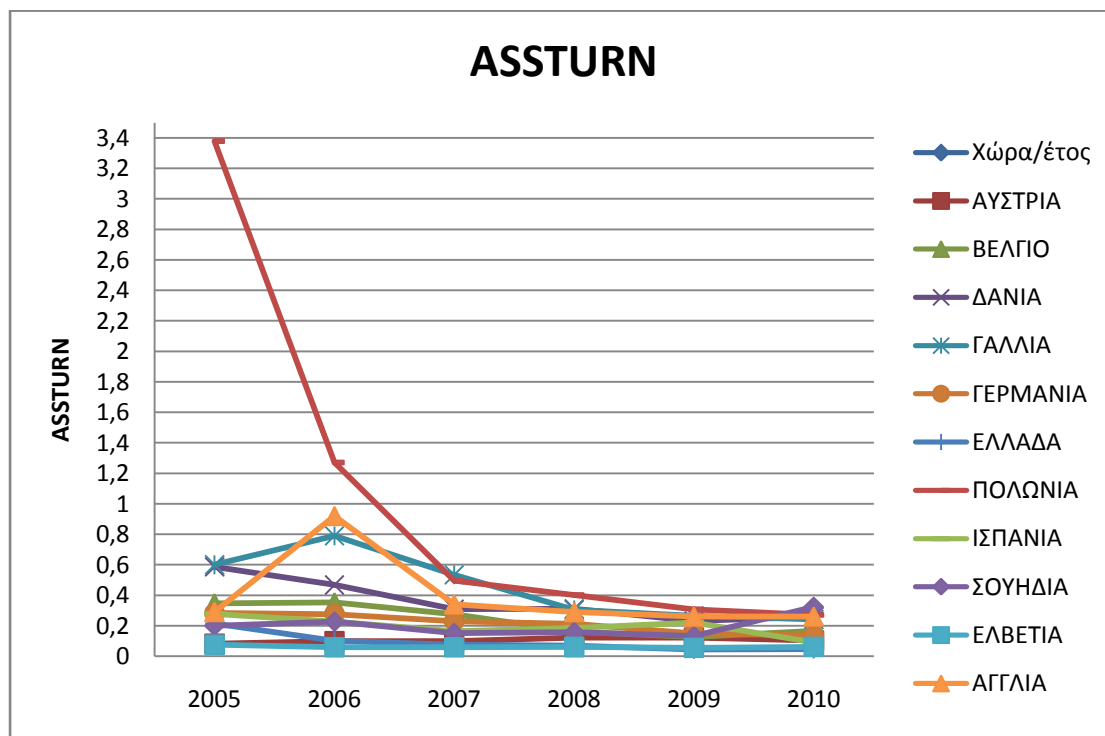
Ενεργητικό-Κύκλος Εργασιών = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού

ASSTURN

Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	0,08	0,10	0,10	0,12	0,12	0,10
ΒΕΛΓΙΟ	0,35	0,35	0,28	0,16	0,12	0,17
ΔΑΝΙΑ	0,59	0,47	0,31	0,31	0,23	0,26
ΓΑΛΛΙΑ	0,60	0,79	0,53	0,30	0,26	0,24
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,28	0,27	0,23	0,21	0,15	0,14
ΕΛΛΑΔΑ	0,21	0,10	0,08	0,07	0,04	0,05
ΠΟΛΩΝΙΑ	3,38	1,27	0,50	0,40	0,31	0,27
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,28	0,23	0,16	0,18	0,22	0,09
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,20	0,23	0,15	0,16	0,13	0,32
ΕΛΒΕΤΙΑ	0,07	0,06	0,06	0,06	0,05	0,06
ΑΓΓΛΙΑ	0,29	0,92	0,34	0,29	0,26	0,26

Διάγραμμα 3.8

ASSTURN



Στο παραπάνω διάγραμμα 3.8 παρουσιάζεται ο δείκτης ASSTURN, ο οποίος αποτελεί το λόγο των πωλήσεων προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού των εταιρειών των 11 χωρών που έχουμε επιλέξει. Όλες οι χώρες φαίνεται να σημειώνουν σταθερές τάσεις καθ' όλη τη διάρκεια εξαετίας, με εξαίρεση την Πολωνία που εμφάνισε αρκετά υψηλές τιμές το 2005 και το 2006 και μετά σημείωσε ισχυρή μείωση τα υπόλοιπα έτη. Στην πλεονεκτικότερη θέση για το 2010 βρίσκονται η Σουηδία, η Πολωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Δανία ενώ στη χειρότερη θέση η Ελβετία και η Ισπανία. Η Ελλάδα ακολουθεί και αυτή σταθερά πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας 2005-2010, κατέχοντας την τελευταία θέση του πίνακα για το 2010.

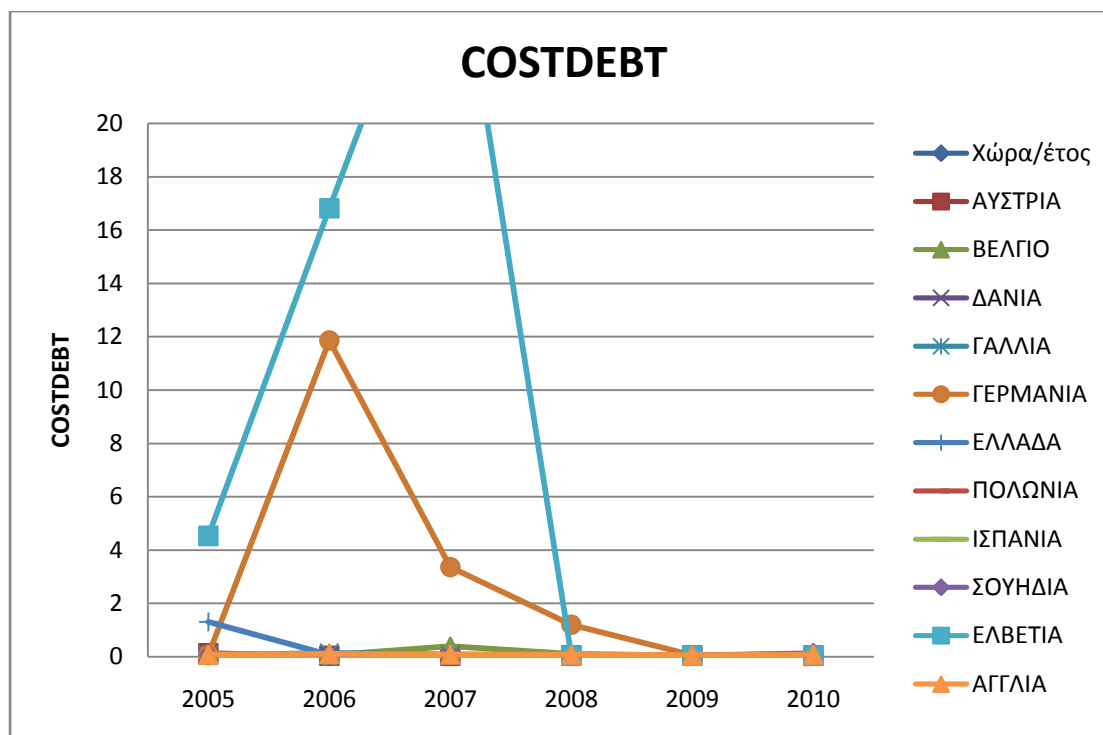
Πίνακας 3.10

Χρεωστικές του κόστους = πληρωμές τόκων χρέους / Σύνολο χρέους (COSTDEBT)

COSTDEBT						
Χώρα/έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΙΑ	0,13	0,03	0,04	0,05	0,05	0,04
ΒΕΛΓΙΟ	0,08	0,06	0,40	0,11	0,04	0,07
ΔΑΝΙΑ	0,06	0,04	0,04	0,04	0,06	0,06
ΓΑΛΛΙΑ	0,06	0,15	0,08	0,06	0,05	0,04
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,07	11,86	3,36	1,20	0,06	0,05
ΕΛΛΑΔΑ	1,31	0,07	0,06	0,06	0,08	0,04
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,04	0,04	0,03	0,05	0,06	0,09
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,03	0,03	0,04	0,06	0,04	0,03
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,04	0,05	0,04	0,05	0,04	0,13
ΕΛΒΕΤΙΑ	4,53	16,82	28,81	0,04	0,04	0,04
ΑΓΓΛΙΑ	0,08	0,11	0,08	0,08	0,06	0,08

Διάγραμμα 3.9

COSTDEBT



Στο παραπάνω διάγραμμα 3.9 απεικονίζονται τα στοιχεία για τη μεταβλητή COSTDEBT που είναι ο λόγος των οφειλόμενων τόκων προς τις συνολικές οφειλές των εταιρειών των εξεταζόμενων χωρών. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει πτωτική πορεία για όλες σχεδόν τις χώρες κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010. Με τη Σουηδία, την Πολωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο να βρίσκονται στην πλεονεκτικότερη θέση για το 2010 όσον αφορά το ύψος του χρέους και την Ισπανία, Ελβετία, Γαλλία, Αυστρία και Ελλάδα στη χειρότερη. Ο δείκτης αυτός, επίσης, παρουσίασε αρκετά έντονες μεταβολές στη Γερμανία ενώ χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ελβετίας που από το 2007 και έπειτα σημείωσε σταθερή δραματική μείωση. Όσον αφορά την Ελλάδα η μεταβλητή αυτή παρουσίασε ραγδαία πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας, δείχνοντας έτσι τη μεγάλη αύξηση του κόστους του χρέους των εταιρειών ακίνητης περιουσίας τα τελευταία χρόνια.

3.5 Ανάλυση παλινδρόμησης

Η στρατηγική που ακολουθήσαμε στην ενότητα αυτή είναι να πάρουμε μία προς μία τις μεταβλητές (ανεξάρτητη μεταβλητή) της ανάλυσης μας σε σύγκριση με την κερδοφορία (εξαρτημένη μεταβλητή), έτσι ώστε να εξετάσουμε ποιοι παράγοντες

επηρεάζουν τα κέρδη των επιχειρήσεων. Επειδή όμως δεν παρουσιάζει ιδιαίτερο νόημα η ανάλυση αυτή των μεταβλητών μία προς μία όπως φαίνεται παρακάτω, μετά εξετάζουμε την επίδραση όλων των μεταβλητών συνολικά (πολλές ανεξάρτητες μεταβλητές) σε σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων (εξαρτημένη μεταβλητή). Για να μελετήσουμε τις σχέσεις αυτές χρησιμοποιήσαμε την ανάλυση της παλινδρόμησης μέσω τριών διαφορετικών μεθόδων. Αρχικά, μέσω της Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS), όπου δεν λαμβάνει υπόψη ότι η φύση των δεδομένων μας είναι πάνελ και στη συνέχεια με τις δύο μεθόδους που χρησιμοποιούνται για δεδομένα πάνελ, τη Μέθοδο Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects) και τη Μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects).

Στους παρακάτω πίνακες βλέπουμε με την κάθε μέθοδο ξεχωριστά την τιμή που παίρνει ο Συντελεστής Συσχέτισης (Coefficient) καθώς και το επίπεδο σφάλματος (Standard Error), το οποίο έχουμε διορθώσει γιατί υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα στα δεδομένα μας (Robust Standard Error). Το επίπεδο σφάλματος μας επιτρέπει να διαπιστώσουμε κατά πόσο το αποτέλεσμα μας είναι προϊόν τύχης ή όχι. Κατά τη χρήση στατιστικών τεχνικών όπως η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, γίνονται συνήθως υποθέσεις, όπως ότι ο όρος του λάθους έχει σταθερή διακύμανση. Αυτό ισχύει όταν οι παρατηρήσεις του όρου λάθους υποθέτουμε ότι γίνονται από πανομοιότυπες κατανομές. Η ετεροσκεδαστικότητα αποτελεί παραβίαση της υπόθεσης αυτής.

Επιπλέον, το cons στους πίνακες μας αντιπροσωπεύει την επίδραση όλων των μεταβλητών που δεν έχουμε συμπεριλάβει στο υπόδειγμα μας. Για να ελέγξουμε κατά πόσο τα αποτελέσματα μας είναι αξιόλογα βλέπουμε τις τιμές του $P(z)$, αξιόλογα είναι τα αποτελέσματα όταν παίρνει τιμή 0,01 και κάτω (καλύτερο αποτέλεσμα) αυτό σημειώνεται ενδεικτικά με ***, με ** όταν παίρνει τιμές από 0,05 και κάτω και το ελάχιστο αξιόλογο αποτέλεσμα με * παίρνοντας τιμές από 0,10 και κάτω αντίστοιχα. Με τον τρόπο αυτό βλέπουμε ποιες από τις μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές για την ανάλυση μας.

- **1^ο Μοντέλο ανάλυσης: πώς επηρεάζεται η κερδοφορία από την κάθε μεταβλητή ξεχωριστά**

Πίνακας 3.12 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- TANG

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
TANG	0.00857 (0.0154)	-0.0944 (0.126)	0.00622 (0.0177)
_cons	0.0379*** (0.0104)	0.0867 (0.0598)	0.0385*** (0.0115)
adj. R^2	-0.001	0.004	
N	1243	1243	1243

Standard errors in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Πίνακας 3.13 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- LNTA

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
LNTA	0.0338 (0.0227)	0.0901 (0.0688)	0.0338 (0.0227)
_cons	-0.398 (0.297)	-1.093 (0.851)	-0.398 (0.297)
adj. R^2	0.018	0.013	
N	1285	1285	1285

Standard errors in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Πίνακας 3.14 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- MBRATIO

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
MBRATIO	-0.225** (0.114)	-0.363*** (0.125)	-0.263** (0.116)

_cons	0.328** (0.149)	0.521*** (0.174)	0.381** (0.152)
adj. R^2	0.418	0.640	
N	1207	1207	1207
Standard errors in parentheses			
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$			

Πίνακας 3.15 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- UNGEAREDBETA

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
UNGEARED	0.00876 (0.0245)	0.0409 (0.0725)	0.00876 (0.0245)
BETA			
_cons	0.0115 (0.0227)	0.00187 (0.0217)	0.0115 (0.0227)
adj. R^2	-0.001	-0.000	
N	1178	1178	1178
Standard errors in parentheses			
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$			

Πίνακας 3.16 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- INTCOV

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
INTCOV	0.000446** (0.000222)	0.000485* (0.000262)	0.000452** (0.000223)
_cons	0.0335*** (0.00811)	0.0331*** (0.00327)	0.0300*** (0.0114)

adj. R^2	0.111	0.120	
N	1214	1214	1214
Standard errors in parentheses			
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$			

Πίνακας 3.17 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- ASSTURN

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
ASSTURN	-0.336* (0.202)	-0.358 (0.248)	-0.354* (0.205)
_cons	0.124*** (0.0522)	0.131* (0.0761)	0.127** (0.0510)
adj. R^2	0.424	0.429	
N	1262	1262	1262
Standard errors in parentheses			
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$			

Πίνακας 3.18 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- COSTDEBT

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
COSTDEBT	0.000188*** (0.0000543)	0.0000910 (0.000167)	0.000162*** (0.0000576)
_cons	0.0366*** (0.00735)	0.0368*** (0.000220)	0.0320*** (0.0114)
adj. R^2	-0.001	-0.001	
N	1142	1142	1142
Standard errors in parentheses			
* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$			

Με βάση τα αποτελέσματα που παίρνουμε από τους παραπάνω πίνακες μόνο δύο από τις μεταβλητές που εξετάζονται σε σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι στατιστικά σημαντικές. Αξιόλογα είναι τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της κερδοφορίας (PROFIT) σε σχέση με τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης (MBRATIO). Βλέπουμε ότι τα αποτελέσματα είναι πανομοιότυπα σε όλες τις μεθόδους και ότι οι εταιρείες με μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες παρουσιάζουν μικρότερη κερδοφορία. Περίπου ίδια είναι και τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση της κερδοφορίας (PROFIT) σε σχέση με την κάλυψη των τόκων των εταιρειών (INTCOV). Όσο μικρότερη, λοιπόν, η κάλυψη των τόκων τόσο μικρότερη η κερδοφορία. Τέλος, από τα αποτελέσματα των υπολοίπων παλινδρομήσεων παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει πολύ μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των υπολοίπων μεταβλητών και της κερδοφορίας των εταιρειών, οπότε δεν μπορούμε να προχωρήσουμε σε μεμονωμένα συμπεράσματα.

- 2^ο Μοντέλο ανάλυσης: πώς επηρεάζεται η κερδοφορία από όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές(πολλές ανεξάρτητες μεταβλητές)

Πίνακας 3.19 Σύγκριση παλινδρομήσεων PROFIT- Όλες οι μεταβλητές

Model Comparison of Regressions (dependent variable: PROFIT)

	OLS	FE(panel)	RE(panel)
TANG	0.0106 (0.0133)	0.0113 (0.0427)	0.0126 (0.0186)
LNTA	0.0126*** (0.00305)	0.0267 (0.0327)	0.0152*** (0.00489)
MBRATIO	0.0333** (0.0150)	0.0491** (0.0249)	0.0358** (0.0163)
UNGEARED	-0.00251	0.0135	0.000871

BETA	(0.0163)	(0.0163)	(0.0162)
INTCOV	0.00166*** (0.000532)	0.00195*** (0.000429)	0.00169*** (0.000504)
ASSTURN	0.00412 (0.00454)	0.00152 (0.00349)	0.00248 (0.00396)
COSTDEBT	0.0000210 (0.0000811)	-0.0000487 (0.0000625)	0.00000316 (0.0000700)
_cons	-0.179*** (0.0428)	-0.384 (0.438)	-0.219*** (0.0679)
adj. R^2	0.441	0.495	
N	1026	1026	1026

Standard errors in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Στον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των αποτελεσμάτων μας ανάλογα με τη μέθοδο ανάλυσης της παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε για τα δεδομένα μας. Για να δούμε ποια μέθοδο είναι πιο αξιόπιστη για να βασίσουμε την ανάλυση μας υπάρχουν δύο έλεγχοι-tests που μπορούν να γίνουν. Το πρώτο είναι αν θα έχουμε την παλινδρόμηση απλώς με τη Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS) ή αν πρέπει να βασιστούμε σε κάποια από τις δύο Μεθόδους ανάλυσης δεδομένων πάνελ (δηλαδή αν ισχύουν τα αποτελέσματα της πρώτης στήλης ή των άλλων 2). Το τεστ αυτό (poolability test) έχει ως αποτέλεσμα:

F test that all $u_i=0$: $F(215, 803) = 2.04$ Prob > F = 0.0000

Αυτό σημαίνει ότι απορρίπτουμε την «απλή» Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS) και θα εφαρμόσουμε μεθόδους ανάλυσης για δεδομένα πάνελ. Όπως έχουμε αναφέρει έχουμε δύο μεθόδους πάνελ να διαλέξουμε, τις σταθερές

επιδράσεις (Fixed effects) και τις τυχαίες επιδράσεις (Random effects). Για να δούμε ποια από τις δύο μεθόδους θα προτιμήσουμε κάνουμε ένα Hausmantest. Τα αποτελέσματα γι' αυτό ήταν:

Test: Ho: difference in coefficients not systematic,

$$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 53.96$$

$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0000$$

Αυτό σημαίνει ότι τα «σωστά» αποτελέσματα, αυτά δηλαδή που πρέπει να προτιμήσουμε και να βασιστούμε για να βγάλουμε τα συμπεράσματα μας, είναι τα αποτελέσματα των σταθερών επιδράσεων (Fixed effects). Σύμφωνα μ' αυτά, λοιπόν, η κερδοφορία επηρεάζεται από τις υπόλοιπες επτά μεταβλητές που έχουμε χρησιμοποιήσει στην ανάλυση μας ως εξής:

- TANG: η παγιοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού των εταιρειών δεν επηρεάζει την κερδοφορία μιας και το αποτέλεσμα (0,01) δεν είναι στατιστικά σημαντικό.
- LNTA: το μέγεθος των εταιρειών δεν επηρεάζει την κερδοφορία μιας και το αποτέλεσμα (0,02) δεν είναι στατιστικά σημαντικό.
- MBRATIO: οι επενδυτικές ευκαιρίες της αγοράς επηρεάζουν την κερδοφορία μιας και το ποσοστό σφάλματος είναι πολύ μικρό (0,02) και στατιστικά σημαντικό (0,04) όπως σημειώνεται (**) στον πίνακα, άρα οι ευκαιρίες για επενδύσεις επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία των εταιρειών.
- UNGEAREDBETA: ο επιχειρηματικός κίνδυνος δεν επηρεάζει την κερδοφορία των εταιρειών μιας και το αποτέλεσμα (0,01) δεν είναι στατιστικά σημαντικό.
- INTCOV: δεν φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά η κάλυψη των τόκων την κερδοφορία, όμως το αποτέλεσμα είναι εξαιρετικά στατιστικά σημαντικό όπως σημειώνεται (***) στον πίνακα έχουμε δηλαδή το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. Όσο μικρότερη δηλαδή η δυνατότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τους τόκους της τόσο μικρότερη η κερδοφορία που αναμένεται.
- ASSTURN: ο κύκλος εργασιών των εταιρειών δεν επηρεάζει την κερδοφορία μιας και το αποτέλεσμα (0,001) δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

- **COSTDEBT**: το χρεωστικό υπόλοιπο των εταιρειών επηρεάζει ελάχιστα αρνητικά την κερδοφορία, όμως το ποσοστό σφάλματος αποδεικνύει ότι το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Συμπεραίνουμε, λοιπόν, βασιζόμενοι στη Μέθοδο των Σταθερών Επιδράσεων ότι οι μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές και επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία των εταιρειών-PROFIT (εξαρτημένη μεταβλητή) στην ανάλυση μας είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς (MBRATIO) και η κάλυψη των τόκων (INTCOV) απ' την πλευρά των εταιρειών.

3.6 Ανάλυση κατά συστάδες- Cluster Analysis

Η ανάλυση κατά συστάδες είναι μια μέθοδος που σκοπό έχει να κατατάξει σε ομάδες τις υπάρχουσες παρατηρήσεις χρησιμοποιώντας την πληροφορία που υπάρχει σε κάποιες μεταβλητές. Μπορεί να πει κανείς πως εξετάζοντας πόσο όμοιες είναι κάποιες παρατηρήσεις ως προς κάποιο αριθμό μεταβλητών η μέθοδος τείνει να δημιουργεί ομάδες από παρατηρήσεις που μοιάζουν μεταξύ τους. Μια επιτυχημένη ανάλυση θα πρέπει να καταλήξει σε ομάδες για τις οποίες οι παρατηρήσεις μέσα σε κάθε ομάδα να είναι όσο γίνεται πιο ομοιογενείς αλλά παρατηρήσεις διαφορετικών ομάδων να διαφέρουν όσο γίνεται περισσότερο. Μια πολύ βασική έννοια για την ανάλυση κατά συστάδες αλλά όχι μόνο είναι οι έννοιες της απόστασης και της ομοιότητας. Εύκολα διαπιστώνεται πως αυτές οι δύο έννοιες είναι αντίθετες, παρατηρήσεις που είναι πολύ όμοιες θα έχουν μεγάλη ομοιότητα και μικρή απόσταση. Οι έννοιες αυτές είναι πολύ χρήσιμες καθώς μας επιτρέπουν να μετρήσουμε πόσο μοιάζουν οι παρατηρήσεις μεταξύ τους και επομένως να τις τοποθετήσουμε στην ίδια ομάδα. Τα βασικά βήματα στην ανάλυση συστάδων περιλαμβάνουν την επιλογή των μεταβλητών, της μεθόδου ταξινόμησης, της μετρικής απόστασης και του αλγόριθμου σύνδεσης, καθώς επίσης, μετά τη διεξαγωγή της ταξινόμησης, την επιλογή του αριθμού των συστάδων και τέλος την αξιολόγηση και την ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Ανάλογα με τη μεθοδολογία ταξινόμησης που θα

επιλεχθεί, θα υπάρχει και διαφορετικός σχηματισμός συστάδων, σύμφωνα πάντα και με τη βελτιστοποίηση κάποιου κριτηρίου.⁸⁰

Οι βασικοί μέθοδοι ανάλυσης που ακολουθούνται είναι: η μέθοδος του εγγύτερου γείτονα (nearest neighbor/ single linkage), η μέθοδος του απώτερου γείτονα (farthest neighbor/ complete linkage) και η μέθοδος της μέσης απόστασης (Average Linkage). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης απεικονίζονται με τη μορφή δενδρογράμματος ή γραφήματος icicle, που μας δίνει την πρώτη εικόνα για το αν είναι εφικτός ο διαχωρισμός των δεδομένων σε κατηγορίες. Η παραπάνω διαδικασία θα ακολουθηθεί και για τα δεδομένα της μελέτης αυτής. Διερευνάται αν είναι δυνατή η ομαδοποίηση των δεδομένων των εταιρειών για τις 11 χώρες για κάθε έτος ξεχωριστά βάσει των δεδομένων των 8 μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει στην ανάλυση μας. Οι αποστάσεις που μετρώνται ανάλογα με την μέθοδο ανάλυσης που επιλέγουμε είναι οι αποστάσεις των τιμών των μεταβλητών της κάθε χώρας από τις τιμές των 8 μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει για κάθε έτος ξεχωριστά από το 2005-2010.⁸¹

Αρχικά, εφαρμόζεται το κριτήριο της μέσης απόστασης (average linkage), η απόσταση μεταξύ των δύο συστάδων ορίζεται ως η μέση τιμή των αποστάσεων μεταξύ όλων των ζευγών των αντικειμένων, όπου κάθε ζευγάρι αποτελείται από ένα αντικείμενο από κάθε συστάδα. Έπειτα εφαρμόζεται η μέθοδος του εγγύτερου γείτονα (Single Linkage). Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό η απόσταση μεταξύ δύο κλάσεων ορίζεται ως η μικρότερη απόσταση από μία παρατήρηση μέσα σε μία ομάδα με κάποια παρατήρηση στην άλλη ομάδα. Η μέθοδος αυτή έχει κάποιες χρήσιμες μαθηματικές ιδιότητες, αλλά παράγει ομάδες που δεν είναι συμπαγείς και συνήθως δημιουργεί μερικές πολύ μεγάλες ομάδες και κάποιες πολύ μικρές.. Τέλος, εφαρμόζεται η μέθοδος του απώτερου γείτονα (Complete Linkage). Με το κριτήριο του απώτερου γείτονα, η απόσταση μεταξύ των συστάδων ισοδυναμεί με τη μεγαλύτερη απόσταση μεταξύ των δύο οποιονδήποτε στοιχείων των δύο συστάδων, δηλαδή με την απόσταση μεταξύ των δύο μακρύτερων σημείων των δύο συστάδων. Οι ομάδες που δημιουργούνται είναι συνήθως συμπαγείς, αλλά αποτυγχάνει να

⁸⁰ Aldenderfer M. & Blashfield R. (1984)

⁸¹ Κούτρας Μ., Εφαρμοσμένη Πολυμεταβλητή Ανάλυση: Ανάλυση κατά Συστάδες, διαθέσιμο στο: http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/954/4/Multivariate_koutras1.pdf [Προπελάστηκε στις 01/05/2014]

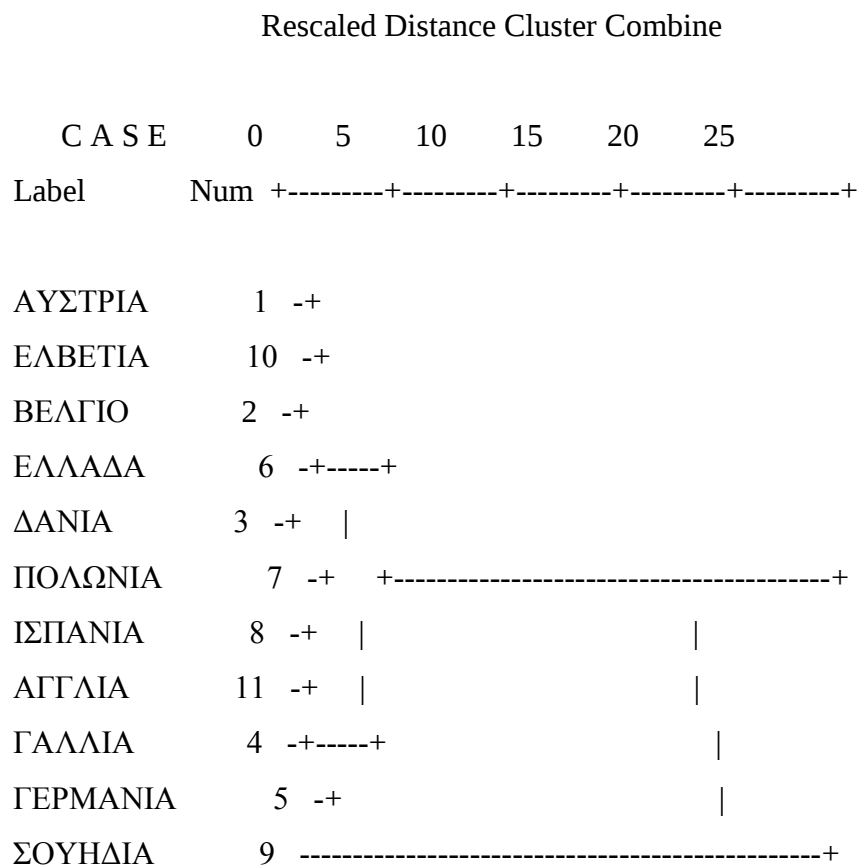
δημιουργήσει κάποιες μικρές μα πολύ συμπαγείς ομάδες. Παρακάτω παρουσιάζεται το δενδρόγραμμα που προκύπτει από την ανάλυση που προηγήθηκε για την κάθε μέθοδο ξεχωριστά για όλα τα έτη της ανάλυσης μας. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι αναγνωρίζονται 3 συστάδες μεταβλητών. Οι χώρες που περιλαμβάνονται σε κάθε συστάδα παρουσιάζουν ομοιότητες μεταξύ τους.

- 2005

Διάγραμμα 3.10 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2005

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Πίνακας 3.20 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2005

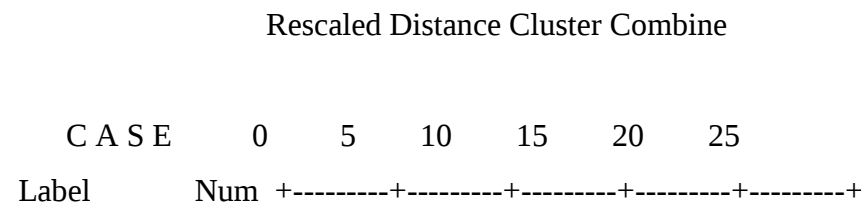
Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	2
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	3
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.11 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2005

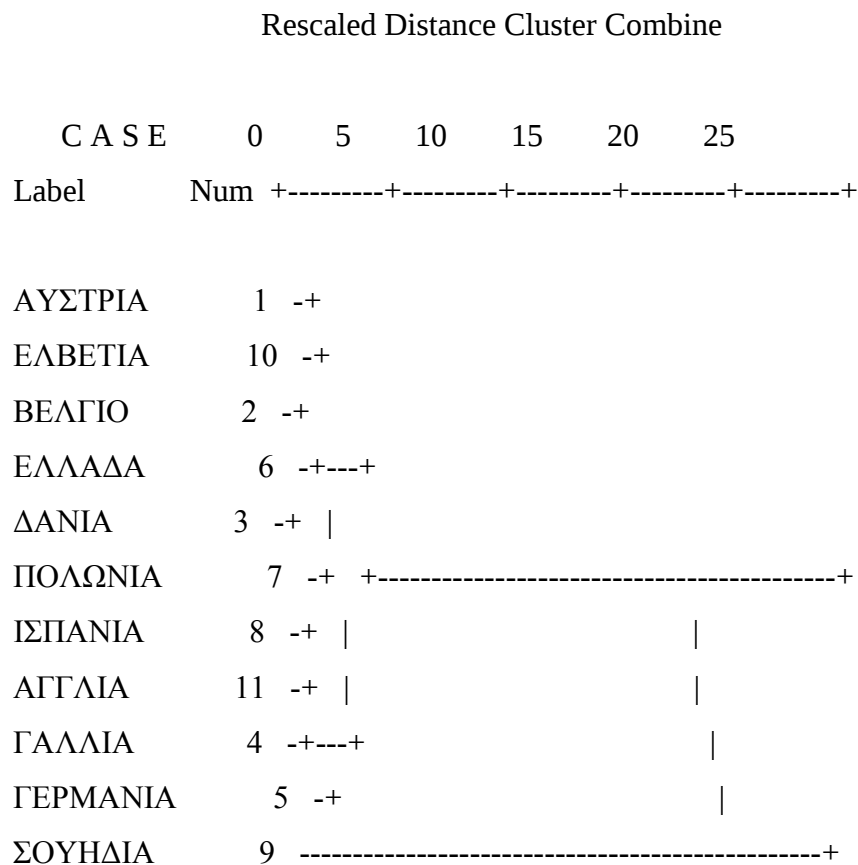
*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Single Linkage



*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Complete Linkage



Πίνακας 3.22 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2005

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1

4:ΓΑΛΛΙΑ	2
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	3
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Από τα παραπάνω διαγράμματα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών και η συσχέτιση μεταξύ τους. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες της Γαλλίας και της Γερμανίας που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2^η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες εκτός της Σουηδία (3^η συστάδα) που διαφοροποιείται. Για το 2005 η εικόνα που παρουσιάζουν οι 11 ευρωπαϊκές χώρες είναι κοινή και για τις 3 μεθόδους ομαδοποίησης που χρησιμοποιήσαμε.

- **2006**

Διάγραμμα 3.13 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2006

```
***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****
```

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)

Rescaled Distance Cluster Combine

CASE 0 5 10 15 20 25

Label	Num	+-----+-----+-----+-----+-----+
ΠΟΛΩΝΙΑ	7	-+
ΑΓΓΛΙΑ	11	-+
ΕΛΛΑΔΑ	6	-+--+
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+
ΔΑΝΙΑ	3	-+
ΙΣΠΑΝΙΑ	8	-+
ΒΕΛΓΙΟ	2	-+--+
ΑΥΣΤΡΙΑ	1	-+ +-----+-----+-----+-----+
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	---+
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	----+
ΣΟΥΗΔΙΑ	9	-----+-----+-----+-----+

Πίνακας 3.23 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2006

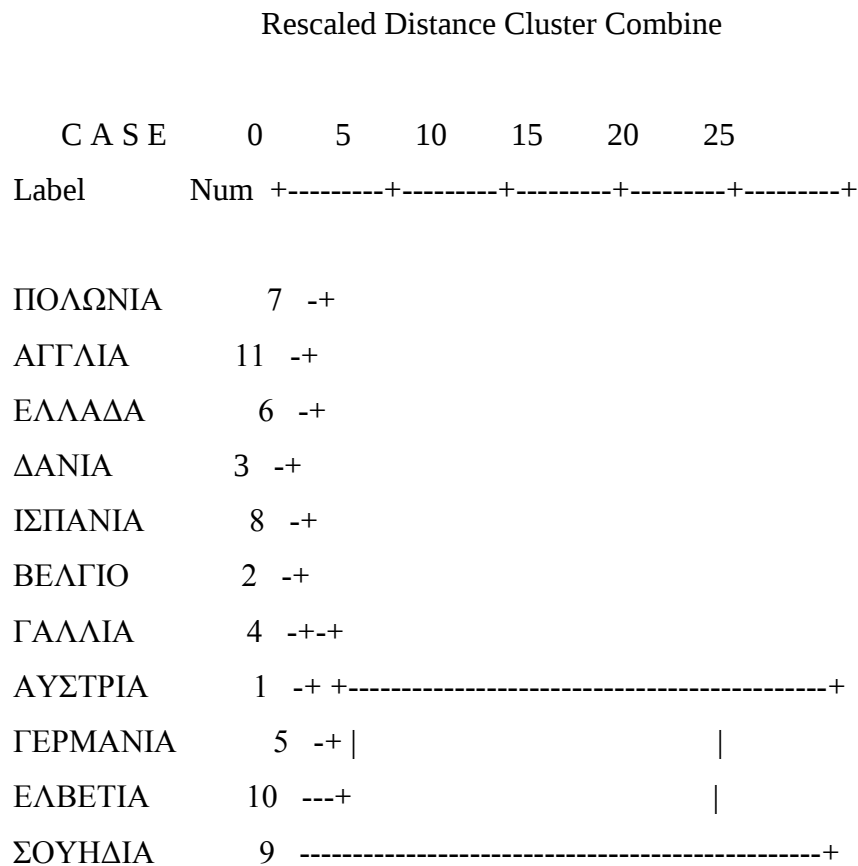
Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	3
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.14 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2006

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Dendrogram using Single Linkage



Πίνακας 3.24 Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2006

Cluster Membership

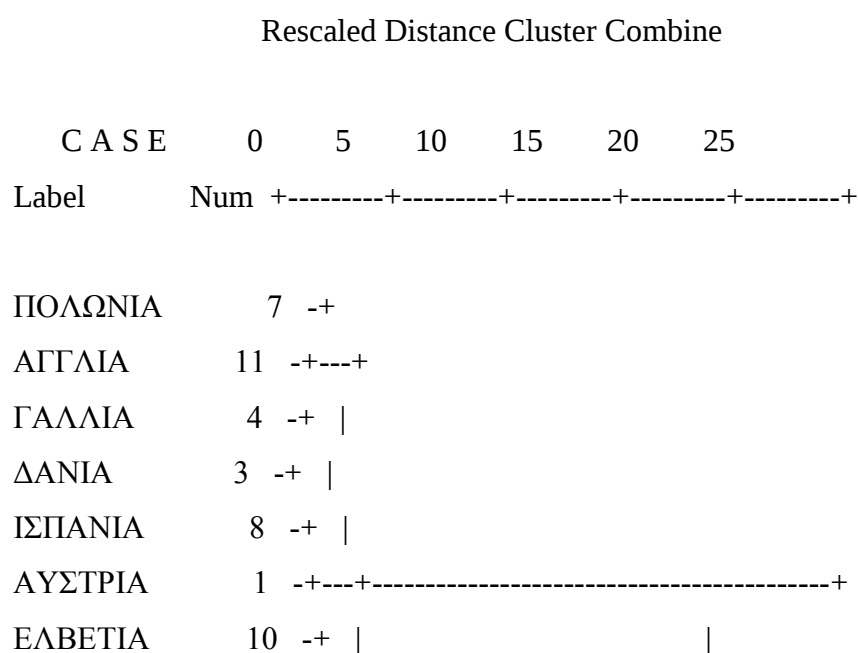
Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1

3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	2
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	3
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.15 Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2006

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Complete Linkage



ΒΕΛΓΙΟ	2	-+	
ΕΛΛΑΔΑ	6	-+----+	
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-+	
ΣΟΥΗΔΙΑ	9	-----+	

Πίνακας 3.25 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2006

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	3
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

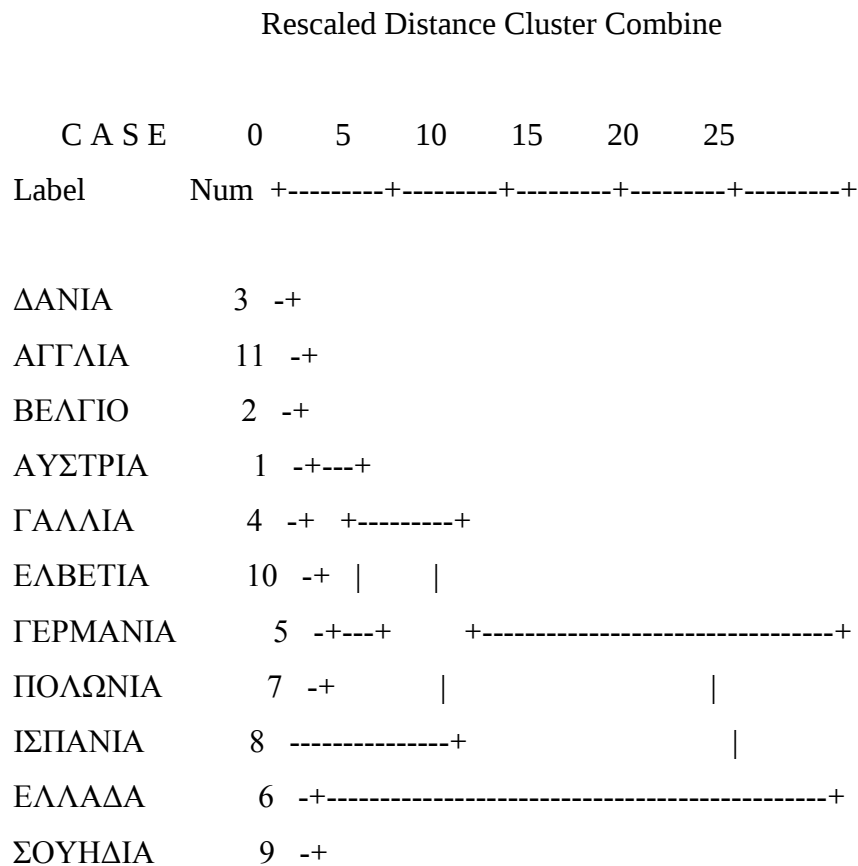
Από τα παραπάνω διάγραμμα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών για το 2006 και η συσχέτιση μεταξύ τους.. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σε Βέλγιο, Γερμανία και Ελλάδα, που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2^η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες (1^η συστάδα) εκτός της Σουηδία (3^η συστάδα) που διαφοροποιείται. Παρόμοια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

- **2007**

Διάγραμμα 3.16 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2007

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Πίνακας 3.26 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2007

Cluster Membership

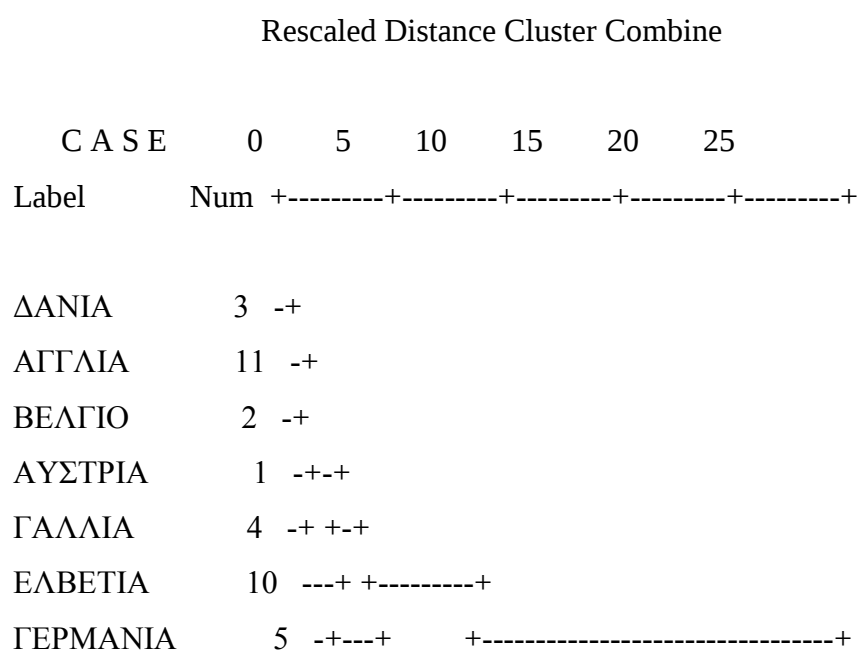
Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1

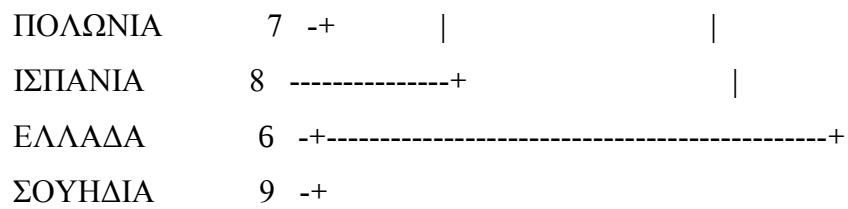
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	2
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.17 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2007

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Single Linkage





Πίνακας 3.27 Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2007

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	2
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.18 Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2007

***** HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS *****

Dendrogram using Complete Linkage

Rescaled Distance Cluster Combine

C A S E	0	5	10	15	20	25
Label	Num	+-----+-----+-----+-----+-----+				
ΔΑΝΙΑ	3	-+				
ΑΓΓΛΙΑ	11	-+				
ΑΥΣΤΡΙΑ	1	-+				
ΒΕΛΓΙΟ	2	-+----+				
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+	+-----+			
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	-+				
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-+----+		+-----+		
ΠΟΛΩΝΙΑ	7	-+				
ΙΣΠΑΝΙΑ	8	-----+				
ΕΛΛΑΔΑ	6	-+-----+				
ΣΟΥΗΔΙΑ	9	-+				

Πίνακας 3.28 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2007

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	2
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	2
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

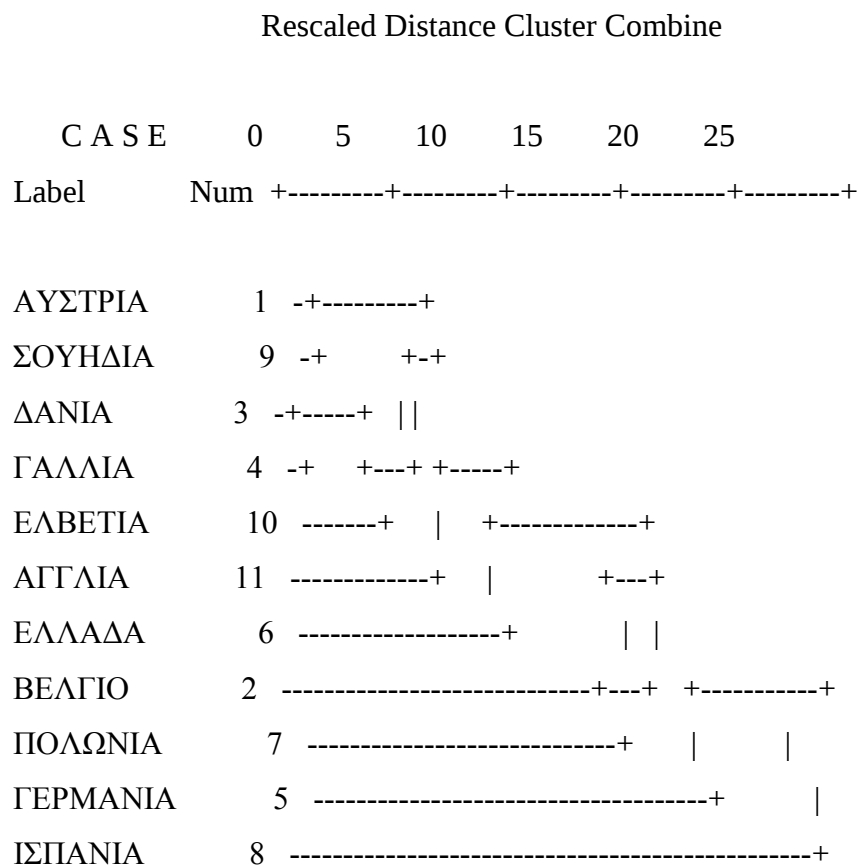
Από τα παραπάνω διάγραμμα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών για το 2007 και η συσχέτιση μεταξύ τους.. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σε Σουηδία και Ελλάδα, που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2^η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες (1^η συστάδα) εκτός της Ισπανίας (3^η συστάδα) που διαφοροποιείται. Ίδια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

- 2008

Διάγραμμα 3.19 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2008

```
*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****
```

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Πίνακας 3.29 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2008

Cluster Membership

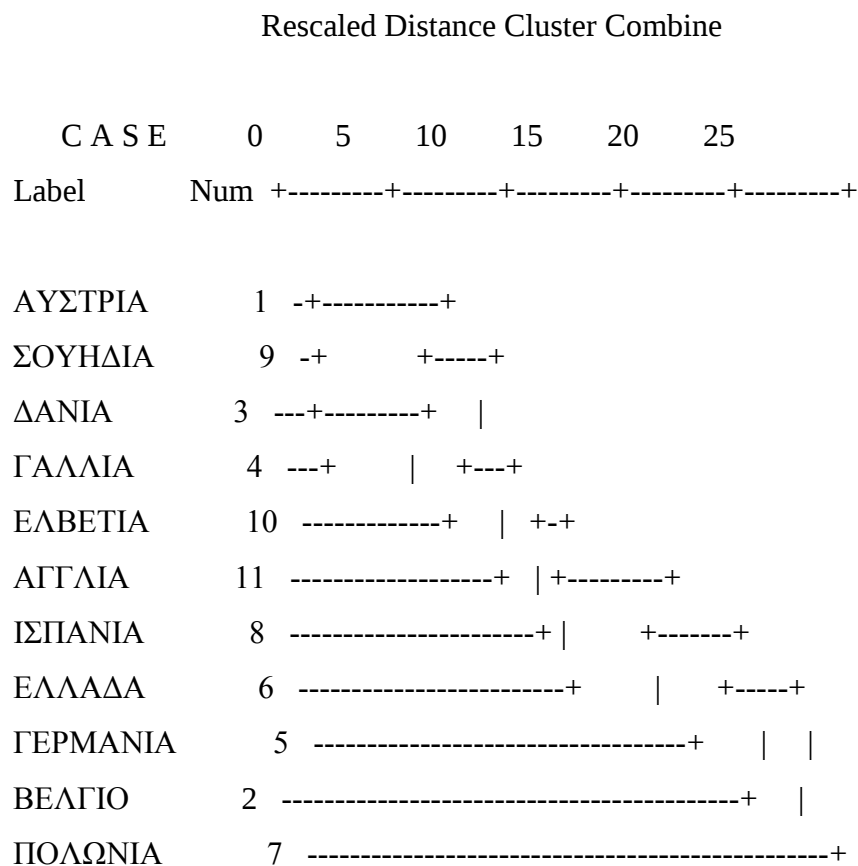
Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3

9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.20 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2008

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Single Linkage



Πίνακας 3.30 Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2008

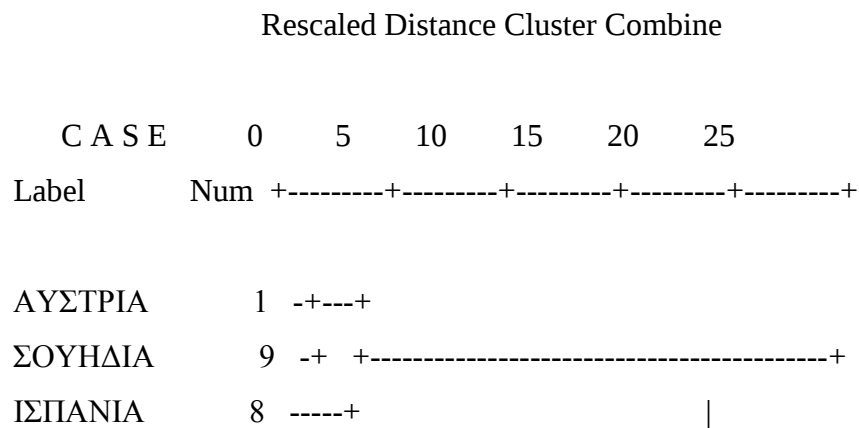
Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	3
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.21 Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2008

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Complete Linkage



ΔΑΝΙΑ	3	-+-+	
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+ +---+	
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	---+ +-+	
ΑΓΓΛΙΑ	11	-----+ +-----+	
ΕΛΛΑΔΑ	6	-----+ +-----+	
ΒΕΛΓΙΟ	2	-----+--+ +-----+-----+	
ΠΟΛΩΝΙΑ	7	-----+	
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-----+-----+	

Πίνακας 3.31 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2008

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2
3:ΔΑΝΙΑ	2
4:ΓΑΛΛΙΑ	2
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	3
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	2
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	1
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	2
11:ΑΓΓΛΙΑ	2

Από τα παραπάνω διάγραμμα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών για το 2008 και η συσχέτιση μεταξύ τους. Παρατηρούμε όμως μεγαλύτερη διαφοροποίηση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί λόγω της οικονομικής κρίσης που έχει ξεκινήσει και τα αποτελέσματα της είναι διαφορετικά σε κάθε χώρα. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι

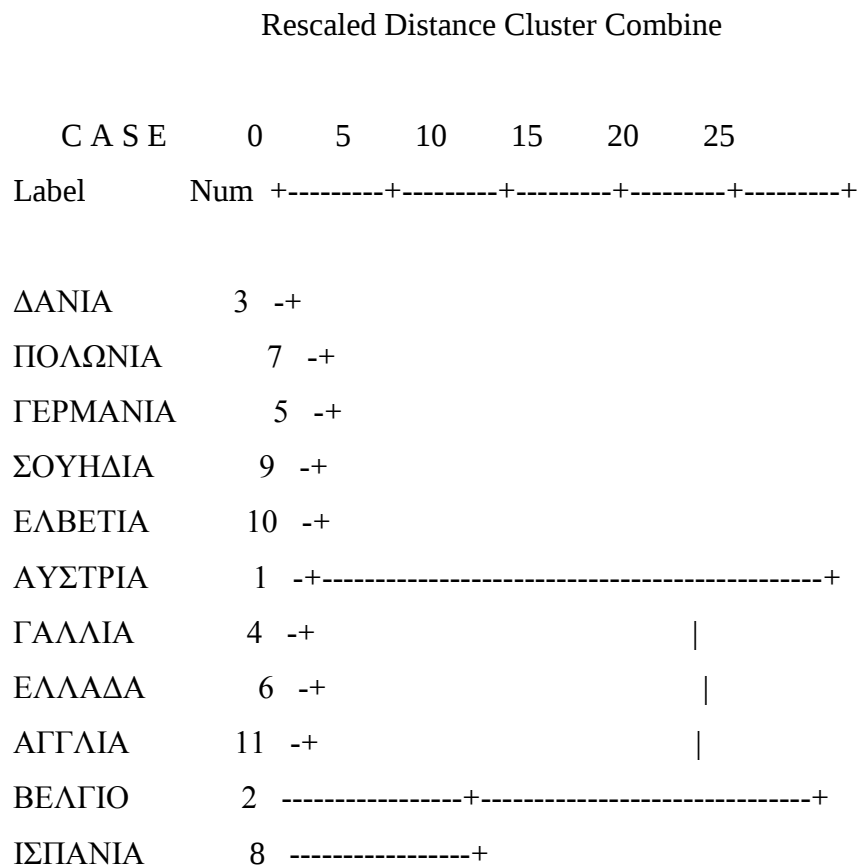
εταιρείες σε Αυστρία, Ισπανία και Σουηδία που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (1^η συστάδα). Επιπλέον, η Γερμανία διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες (3^η συστάδα) ενώ κοινά είναι τα χαρακτηριστικά σε όλες τις άλλες. (2^η συστάδα). Παρόμοια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

- 2009

Διάγραμμα 3.22 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2009

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)



Πίνακας 3.32 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2009

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.23 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2009

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Single Linkage

Rescaled Distance Cluster Combine

CASE 0 5 10 15 20 25
Label Num +-----+-----+-----+-----+-----+

ΔΑΝΙΑ	3	-+
ΠΟΛΩΝΙΑ	7	-+
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-+
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+
ΣΟΥΗΔΙΑ	9	-+
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	-+
ΑΥΣΤΡΙΑ	1	-+
ΕΛΛΑΔΑ	6	-+-----+
ΑΓΓΛΙΑ	11	-+
ΒΕΛΓΙΟ	2	-----+---+
ΙΣΠΑΝΙΑ	8	-----+

Πίνακας 3.33 Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2009

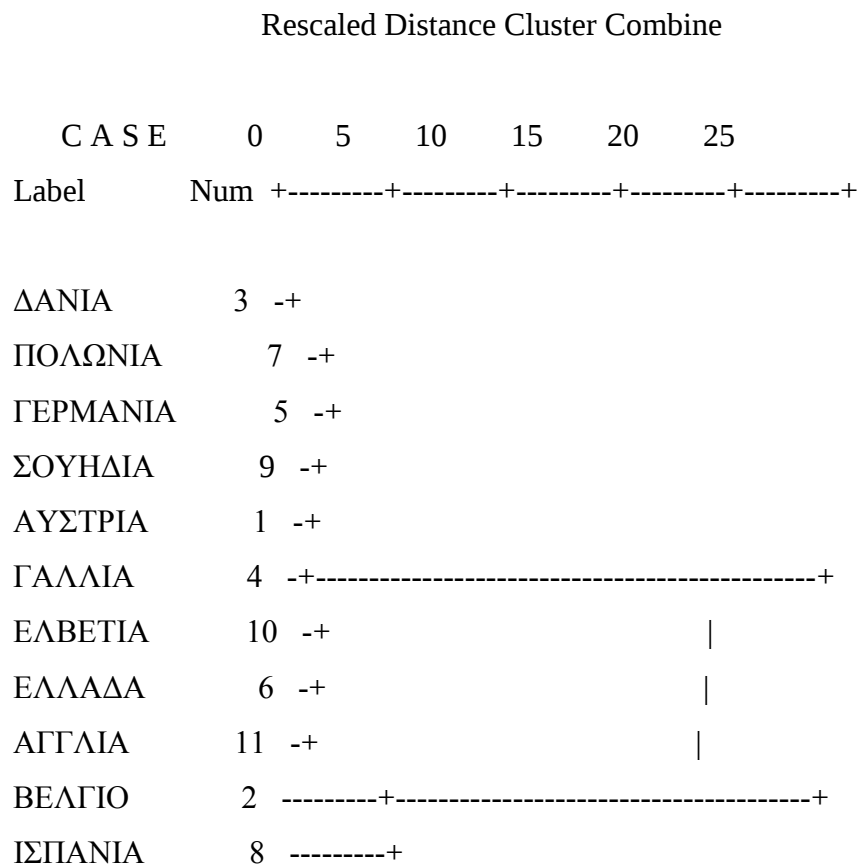
Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Διάγραμμα 3.24 Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2009

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Complete Linkage



Πίνακας 3.34 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2009

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	2

3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	3
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	1

Από τα παραπάνω διάγραμμα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών για το 2009 και η συσχέτιση μεταξύ τους. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σχεδόν σε όλες τις χώρες (1^η συστάδα), διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες μόνο το Βέλγιο (2^η συστάδα) και η Ισπανία. (3^η συστάδα). Ίδια ακριβώς είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι το 2009 υπάρχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά και υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών real estate για τις 11 χώρες βάσει των μεταβλητών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε.

- **2010**

Διάγραμμα 3.25 Δενδροδιάγραμμα Average Linkage 2010

```
*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****
```

Dendrogram using Average Linkage (Between Groups)

Rescaled Distance Cluster Combine

C A S E	0	5	10	15	20	25
Label	Num	+-----+	+-----+	+-----+	+-----+	+-----+
ΒΕΛΓΙΟ	2	-+				
ΠΟΛΩΝΙΑ	7	-+				
ΑΥΣΤΡΙΑ	1	-+				
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	-+				
ΔΑΝΙΑ	3	-+-+				
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-+				
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+ +-----+				
ΣΟΥΗΔΙΑ	9	-+				
ΕΛΛΑΔΑ	6	-+-+				
ΙΣΠΑΝΙΑ	8	-+				
ΑΓΓΛΙΑ	11	-----+				

Πίνακας 3.35 Μέλη Συστάδων-Average Linkage 2010

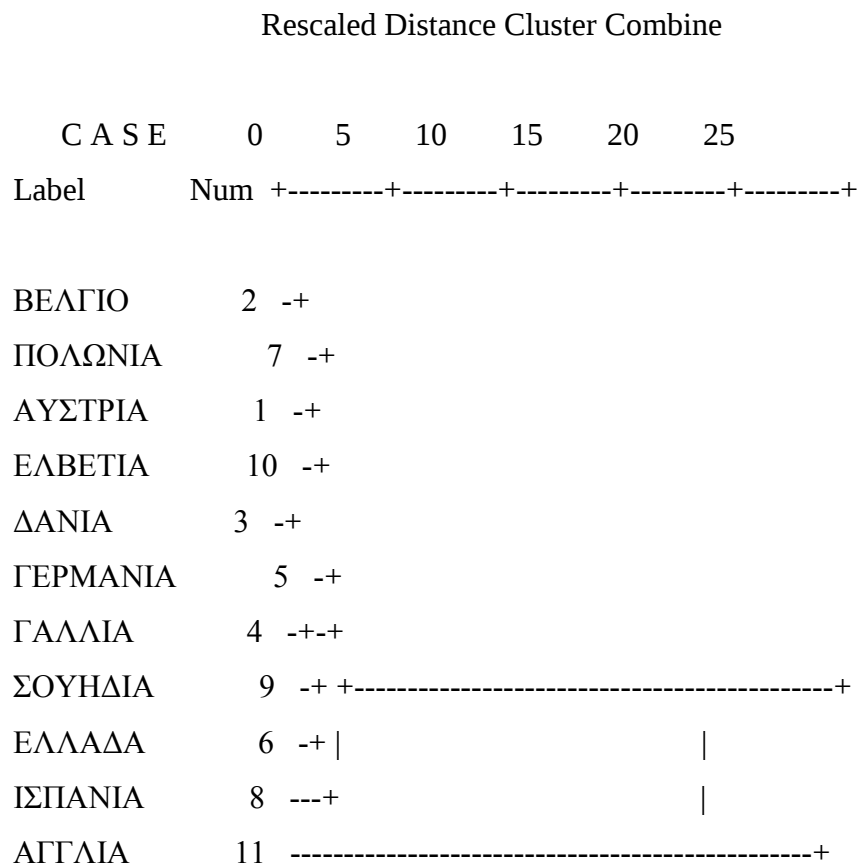
Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	2
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	2
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	3

Διάγραμμα 3.26 Δενδροδιάγραμμα Single Linkage 2010

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Single Linkage



Πίνακας 3.36 Μέλη Συστάδων-Single Linkage 2010

Cluster Membership

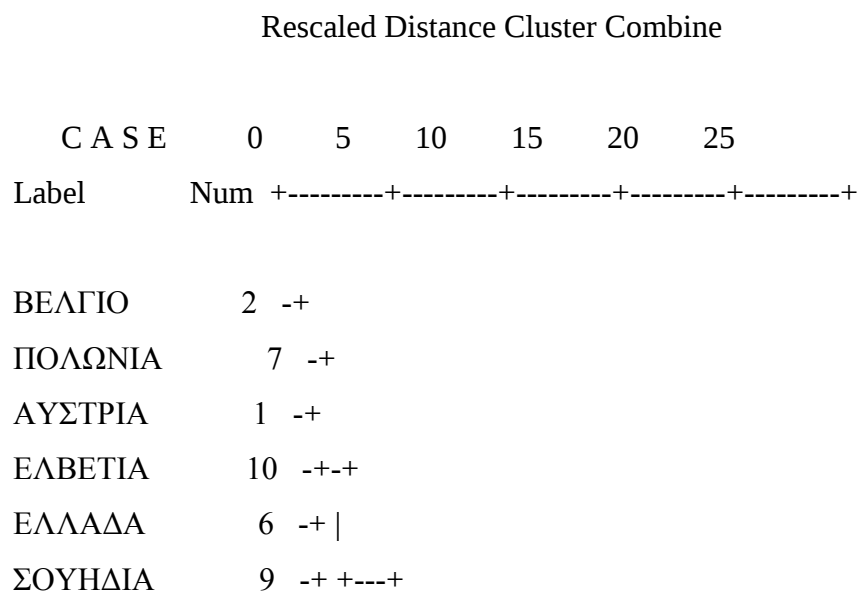
Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1

2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	2
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	3

Διάγραμμα 3.27 Δενδροδιάγραμμα Complete Linkage 2010

*****HIERARCHICAL CLUSTER ANALYSIS*****

Dendrogram using Complete Linkage



ΔΑΝΙΑ	3	-+	
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	-++ +-----+	
ΓΑΛΛΙΑ	4	-+	
ΙΣΠΑΝΙΑ	8	-----+	
ΑΓΓΛΙΑ	11	-----+	

Πίνακας 3.37 Μέλη Συστάδων-Complete Linkage 2010

Cluster Membership

Case	3 Clusters
1:ΑΥΣΤΡΙΑ	1
2:ΒΕΛΓΙΟ	1
3:ΔΑΝΙΑ	1
4:ΓΑΛΛΙΑ	1
5:ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1
6:ΕΛΛΑΔΑ	1
7:ΠΟΛΩΝΙΑ	1
8:ΙΣΠΑΝΙΑ	2
9:ΣΟΥΗΔΙΑ	1
10:ΕΛΒΕΤΙΑ	1
11:ΑΓΓΛΙΑ	3

Από τα παραπάνω διάγραμμα σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών για το 2010 και η συσχέτιση μεταξύ τους. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σχεδόν σε όλες τις χώρες (1^η συστάδα), διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες μόνο η Ισπανία (2^η συστάδα) και το Ηνωμένο Βασίλειο. (3^η συστάδα). Ίδια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι το 2010 υπάρχουν και πάλι πολλά κοινά χαρακτηριστικά και υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών real estate για τις 11 χώρες βάσει των μεταβλητών που έχουμε

επιλέξει να μελετήσουμε. Οι εταιρείες real estate, λοιπόν, σύμφωνα με τις 8 μεταβλητές απόδοσης που έχουμε επιλέξει να εξετάσουμε για τις 11 χώρες βρίσκονται σε ίδια περίπου επίπεδα για όλες τις ώρες για το 2009-2010 με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ισπανία που παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στόχος της εργασίας αυτής αποτέλεσε η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακίνητης περιουσίας γενικότερα και ειδικότερα στην Ευρώπη μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των εταιρειών Real Estate σε 11 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη χρονική περίοδο 2005-2010.

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 δευτερογενή και τριτογενή τομέα.

Ο όρος real estate περιλαμβάνει τη γη σε συνδυασμό με τις προσθήκες, όπως κτίρια, περιφράξεις, φρεάτια και άλλες βελτιώσεις σταθερές σε θέση. Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων είναι ποικίλης και πολύπλοκης φύσης και τείνουν να ακολουθούν συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο και διαδικασίες. 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, ειδικότερα, θεωρείται ευρέως ως αναπόσπαστο κομμάτι της οικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από το υψηλό ποσοστό της οικονομικής δραστηριότητας που αποτελεί ο τομέας αυτός, είναι πολύ σημαντικός λόγω των «εξωτερικοτήτων» και της επιρροής του στο κοινωνικό και πολιτικό κλίμα.

Σε γενικές γραμμές, η Ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων κατάλληλα περιγράφεται ως μερικώς κατατετμημένη. Η Ευρώπη αποτελείται από μεγάλες και μικρές χώρες με διαφορετικά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης. Ο βαθμός ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς ακινήτων εξαρτάται από μια ποικιλία μακροοικονομικών και οικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν τις πραγματικές τιμές των ακινήτων.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τόσο ο κλάδος των ακινήτων γενικότερα όσο και οι αγορές στέγασης ειδικότερα διαφέρουν από χώρα σε χώρα, αφού κάθε οικονομία αντιμετωπίζει διαφορετικές προκλήσεις και προβλήματα. Στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-2009, η αγορά ακινήτων έπαιξε έναν ιδιαίτερο ρόλο, αφού σ' αυτή την αγορά ξεκίνησε η κρίση στις ΗΠΑ, η οποία στη συνέχεια επεκτάθηκε στις υπόλοιπες αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης.

Δύο από τις μεγαλύτερες αγορές ακινήτων στην Ευρώπη, οι οποίες αναλύονται στην εργασία αυτή, είναι αυτές της Μεγάλης Βρετανίας και της Γερμανίας. Η Μεγάλη Βρετανία θεωρείται ότι διαθέτει μια από τις πιο «ανεπτυγμένες» και σημαντικές αγορές ακινήτων αφού καταλαμβάνει την πρώτη θέση μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρόμοια εικόνα παρουσιάζει και η αγορά ακινήτων της Γερμανίας που αποτελεί την πλέον ολοκληρωμένη ευρωπαϊκή αγορά, που εδώ και αρκετά χρόνια συγκεντρώνει το παγκόσμιο επενδυτικό ενδιαφέρον.

Το 2000 ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο καταλαμβάνει περίπου το 7% της αξίας της αγοράς των θεσμικών επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο που φτάνει τα 1,250 δισεκατομμύρια δολάρια. Η ευρωπαϊκή περιουσία περιλαμβάνει περίπου το 30% αυτής της παγκόσμιας αγοράς και το Ηνωμένο Βασίλειο συμμετέχει με 110-175 δισεκατομμύρια δολάρια καταλαμβάνοντας το 1/3 της ευρωπαϊκής αγοράς θεσμικών επενδύσεων και περίπου το 12% σε παγκόσμιο επίπεδο. Αντιπροσωπεύοντας έτσι την τρίτη μεγαλύτερη αγορά μετά τις ΗΠΑ (\$380 δισεκατομμύρια ή 30%) και την Ιαπωνία (\$217δισεκατομμύρια ή 17%). Οι παραπάνω εκτιμήσεις είναι ανοικτές και μπορούν να πάρουν πολλές ερμηνείες, αλλά επιβεβαιώνουν ότι το Ηνωμένο Βασίλειο έχει μια ηγετική αγορά ακινήτων σε διεθνές επίπεδο και αποτελεί τη «ναυαρχίδα» σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Το London Business School έχει υπολογίσει τη συνολική αξία της εμπορικής περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο, περιλαμβάνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις, τις ιδιόκτητες κατοικίες, την κυβερνητική περιουσία και τις υπερπόντιες ιδιοκτησίες, σε πάνω από \$250 δισεκατομμύρια. Με την αξία των οικιστικών ακινήτων να υπερβαίνει το \$1,000 δισεκατομμύριο. Ενώ ο αναφερόμενος παράγοντας περιουσίας αναπαριστάνει λιγότερο από το 2% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς του αγγλικού Χρηματιστηρίου, ο θεσμικός επενδυτής τοποθετεί το ενδιαφέρον του στην εμπορική

περιουσία. Η σημαντικότητα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου εκτός από το μέγεθος της ενισχύεται από τη θεσμική και δομική φύση της αγοράς. Η πόλη του Λονδίνου είναι ηγετικό κέντρο διαχείρισης κεφαλαίων στον κόσμο, και φυσικά αυτό προσθέτει στη σημαντικότητα του Λονδίνου ως ένα κέντρο για επένδυση περιουσιών και των υπηρεσιών που συσχετίζονται μ' αυτό.

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν μία από τις πιο σημαντικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων στις οποίες οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία αρέσκονταν να επενδύουν, συνήθως άμεσα και λιγότερο μέσω μεριδίων περιουσίας. Η «λατρεία» του μετοχικού κεφαλαίου κυριάρχησε στη Δυτική επενδυτική στρατηγική τη δεκαετία του '80 και του '90, ως αποτέλεσμα αυτές οι επενδύσεις τώρα κυριαρχούν στα περισσότερα θεσμικά χαρτοφυλάκια, ειδικότερα σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Χονγκ-Κόνγκ. Από την άλλη πλευρά, στη Γερμανία και σε μερικές άλλες ηπειρωτικές Ευρωπαϊκές χώρες, τα ομόλογα ήταν πάντα ο μεγαλύτερος αντίπαλος από τα χαρτοφυλάκια μεικτών περιουσιακών στοιχείων, η περιουσία διαχειρίζεται σαν τρίτη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων.

Τα βρετανικά ιδρύματα τοποθετούσαν πάνω από το 20% των επενδύσεων τους στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας το 1980, ο μέσος όρος τώρα είναι γύρω στο 7%. Υπάρχουν δύο λόγοι γι' αυτήν την σημαντική μείωση του ποσοστού αυτού: Καταρχάς, οι αποδόσεις ακίνητης περιουσίας σε σχέση με τα επενδύσιμα κεφάλαια ήταν χαμηλές τη δεκαετία του '80, ως αποτέλεσμα οι τοποθετήσεις σε μετοχές είχαν αυξηθεί ως συνέπεια της ασύμμετρης ανάπτυξης στις αξίες των κεφαλαίων στα χαρτοφυλάκια των μετοχών. Δεύτερον, η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων παραδοσιακά φαινόταν σαν μια επένδυση υψηλής απόδοσης, χαμηλού κινδύνου και ένας σημαντικός παράγοντας διαφοροποίησης.

Η εμπειρία των επενδυτών περιουσίας στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ήταν αρκετή για να πείσει πολλούς απ' αυτούς ότι ήταν ώρα να εγκαταλείψουν τον κλάδο των περιουσιακών στοιχείων. Μερικές εταιρείες ακινήτων πτώχευσαν, πολλές τράπεζες έκαναν σοβαρές περικοπές του δανειακού χαρτοφυλακίου μέσω της έκθεσης σε δάνεια ακινήτων, πολλά νοικοκυριά βρέθηκαν να οφείλουν περισσότερα από όσα είχαν στην κατοχή τους αναπτύσσοντας αρνητική καθαρή θέση και είχε γίνει προφανής η υψηλή ρευστότητα της περιουσίας σε σχέση με τις μετοχές και τα

ομόλογα. Ίσως οι ιδιοκτήτες περιουσιών δεν μείωσαν τις ζητούμενες τιμές τους αρκετά γρήγορα, επειδή απαιτεί περισσότερο χρόνο και κοστίζει περισσότερο η αγοραπωλησία των ακινήτων.

Εξαιτίας αυτού, η αγορά των ακινήτων στο τέλος της δεκαετίας του '90 παρουσίασε πτωτική πορεία. Οι εταιρείες ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν ήταν ούτε επαρκείς και αποδοτικές σε σχέση με το φορολογικό τους κόστος, ούτε κατάλληλα ρυθμισμένες να παρέχουν ένα ασφαλές προϊόν του κλάδου ακίνητης περιουσίας ικανό να προσφερθεί σε θεσμικές και λιανικές αγορές. Από την άλλη πλευρά κατά τη διάρκεια του 1990-1998, οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στις ΗΠΑ και την Αυστραλία έδειξαν τεράστια ανάπτυξη στις αγορές που το νομοθετικό και το κανονιστικό πλαίσιο επέτρεπε στα ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία να είναι φορολογικά αποδοτικά. Το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες αγορές ήταν έτοιμες για μια ίδια «επανάσταση».

Όσον αφορά τώρα τη γερμανική αγορά ακινήτων, αυτή έχει υποστεί δραματικό μετασχηματισμό προς τη κατεύθυνση της αυξημένης διαφάνειας κατά την τελευταία δεκαετία. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 δεν υπήρχαν σχεδόν καθόλου εκθέσεις μεσιτών και καμία βάση δεδομένων ακινήτων δεν έδινε τη δυνατότητα για μέτρηση των επιδόσεων. Τα ακαδημαϊκά ιδρύματα, οι ερευνητικοί οργανισμοί, οι μεσίτες, οι σύμβουλοι, οι τράπεζες και η εμφάνιση του διαδικτύου συνέβαλαν στη βελτίωση της διαφάνειας της αγοράς κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών.

Ωστόσο, δεν υπάρχουν λεπτομερείς εκθέσεις σχετικά με την κατάσταση της γερμανικής αγοράς ακινήτων μέχρι το 2002. Σε αυτό το έτος, η ίδρυση του λεγόμενου "Rat der Weisen der Immobilienwirtschaft" (Συμβούλιο των «σοφών» της οικονομίας των ακινήτων) διόρθωσε την κατάσταση. Ως αποτέλεσμα μιας πρωτοβουλίας από την εφημερίδα Real estate Immobilien Zeitung, τρία κορυφαία ανεξάρτητα ερευνητικά ινστιτούτα τα empirica, Bulwien και GfK, ένωσαν τις δυνάμεις τους τώρα να παρέχουν προβλέψεις, οι οποίες θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερη διαφάνεια σχετικά με τις αγορές ακινήτων.

Αν και ο χώρος της έρευνας της αγοράς ακινήτων θεωρείται ως ειδικός τομέας των οικονομικών και οι τομείς που είναι αλληλένδετοι στις διάφορες πτυχές της έρευνας της ακίνητης περιουσίας, την καθιστούν κάτι περισσότερο από μία υποκατηγορία της επιστήμης της διοίκησης των επιχειρήσεων. Υπάρχουν στενοί

δεσμοί (του αντικειμένου των ακινήτων με τον κλάδο των πολυτεχνικών επιστημών και την χωροταξία, οι οποίοι ωθούν στη δραστηριοποίηση αυτού του τομέα σε μια διεπιστημονική βάση. Η διεπιστημονική προσέγγιση είναι κυρίαρχη στη Γερμανία. Οι κύριοι υποστηρικτές της έρευνας της ακίνητης περιουσίας στη Γερμανία είναι το European Business School (EBS) Κέντρο Ακίνητης Περιουσίας και το Ινστιτούτο Διαχείρισης Ακινήτων στο Πανεπιστήμιο της Λειψίας.

Ο κλάδος των ακινήτων που σχετίζεται με την έρευνα στη Γερμανία είναι, όπως είδαμε, σχετικά νέος ως αντικείμενο για τα πανεπιστήμια. Μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι, σε σύγκριση με τις αγορές ακινήτων στις ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο, η γερμανική αγορά ακινήτων εξακολουθεί να στερείται διαφάνειας και χαρακτηρίζεται από ασύμμετρη και «αδιαφανή» πληροφόρηση. Εξακολουθεί να υπάρχει μια βαθιά ανάγκη για μεγαλύτερη διαφάνεια στη διαθεσιμότητα αξιόπιστων δεδομένων της αγοράς. Ωστόσο, η κατάσταση έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα ετών. Από μια σύγκριση της αγοράς ακινήτων του σήμερα με την κατάσταση της δεκαετίας του 1990 προκύπτει σαφώς ότι :

- οι περισσότεροι από τους μεσίτες ακινήτων δημοσιεύουν υψηλής ποιότητας εκθέσεις για τη χρηματοδότηση των ακινήτων
- η εμφάνιση του Διαδικτύου και η διάδοση των ηλεκτρονικών επικοινωνιών και μέσω μαζικής ενημέρωσης έχει βελτιωθεί και η διαφάνεια και αποτελεσματικότητα της αγοράς
- οι πληροφορίες σχετικά με τις επενδύσεις σε ακίνητα είναι πλέον διαθέσιμες
- τα επενδυτικά προϊόντα έχουν γίνει πιο τυποποιημένα
- η μέτρηση των επιδόσεων έχει θεσμοθετηθεί
- οι αλλαγές στο κανονιστικό περιβάλλον ανάγκασαν τη διαφάνεια των εκθέσεων για τη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά
- η ποιότητα και η ποσότητα της έρευνας για την ακίνητη περιουσία στα πανεπιστήμια έχει βελτιωθεί.

Η διαφάνεια της αγοράς δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί τόσο όσο στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά έχουν ήδη γίνει τεράστιες προσπάθειες και η γερμανική βιομηχανική αγορά ακίνητης περιουσίας συνεχίζει να επιδιώκει τους στόχους της διαφάνειας.

Όσον αφορά τώρα την εικόνα που παρουσιάζεται στη χώρα μας η τρέχουσα δημοσιονομική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και της ελληνικής κρίσης έχουν επηρεάσει σημαντικά την αγορά ακινήτων. Τα δημοσιευμένα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής για το 2013 αποκαλύπτουν ότι η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση με το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ κατά -5,6% (μετρούμενη σε σταθερές τιμές με έτος αναφοράς το 2005 σε 2013 (σε σύγκριση με το 2012). Η ύφεση αυτή ενισχύεται από την υπάρχουσα αρνητική ψυχολογία , επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά φοβούνται που δεν έχουν ακόμη δει επιπτώσεις της ελληνικής κρίσης χρέους .

Επιπλέον, οι συχνές αλλαγές στην φορολογική νομοθεσία έχουν δημιουργήσει αβεβαιότητα και μείωση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων. Αυτό αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις συναλλαγές ακινήτων και, ως εκ τούτου, τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό τομέα των κατασκευών, real estate κλπ. Επίσης, η λεγόμενη «αντικειμενική αξία» των περιουσιακών στοιχείων τόσο για αστικές όσο και για αγροτικές περιοχές αναμένεται να αναθεωρηθεί, κάποια στιγμή από τώρα μέχρι και το 2016, δεδομένου ότι έχει παραμείνει αμετάβλητη από το έτος 2007. Το γεγονός αυτό μπορεί να έχει περαιτέρω αρνητικές επιπτώσεις στις συναλλαγές ακινήτων. Τα δεδομένα που δημοσιεύθηκαν πρόσφατα από την Τράπεζα της Ελλάδας δείχνουν ότι ο όγκος των πωλήσεων ακινήτων συνεχίζει να μειώνεται, από 74.586 το 2009 σε 74.457 το 2010, 42.814 το 2011 και 29.584 το 2012.

Η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων συνδέεται κυρίως με την ελληνική τραπεζική κρίση και την επακόλουθη πιστωτική κρίση που έχει προκύψει. Οι εμπορικές τράπεζες αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας από το Δεκέμβριο του 2010 γι' αυτό έχουν μειώσει τους διαθέσιμους πόρους για τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής ο όγκος της ιδιωτικής και της δημόσιας οικοδομικής δραστηριότητας σε ολόκληρη τη χώρα (με βάση τον αριθμό των οικοδομικών αδειών) μειώθηκε κατά 46 % κατά την περίοδο Απρίλιος 2012 - Μάρτιος 2013 (σε σύγκριση με την περίοδο Απρίλιος 2011 - Μάρτιος 2012). Επιπλέον, πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής αποκαλύπτουν ότι ο δείκτης παραγωγής στις κατασκευές έχει μειωθεί κατά 19 % σε 2012 (σε σύγκριση με 2011).

Όσον αφορά τις επιμέρους αγορές των εμπορικών ακινήτων (αγορά γραφείων βιομηχανιών, logistics) παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: α) τάση για

επαναδιαπραγμάτευση των όρων των συμβάσεων μίσθωσης, οι οποίες πολύ συχνά οδηγούν σε σημαντικά χαμηλότερα ενοίκια για το μισθωτή, β) μείωση της ζήτησης για νέα γραφεία, λιανικό εμπόριο ή βιομηχανικούς χώρου, λόγω της μακροοικονομικής αστάθειας, γεγονός που εγείρει τις ανησυχίες των νοικοκυριών για τα μελλοντικά εισοδήματα και την απασχόληση και γ) υψηλότερες αποδόσεις για τους δυνητικούς επενδυτές. Οι επαγγελματίες της αγοράς ακινήτων υποστηρίζουν ότι η εικόνα αυτή αναμένεται να παραμείνει αρκετά παρόμοια για το έτος 2013.

Η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας από το έτος 2010 έχει προκαλέσει σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες καθώς και τα προγράμματα λιτότητας έχουν ωθήσει το ελληνικό λιανικό εμπόριο στον τομέα των ακινήτων σε βαθιά ύφεση. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, οι μικροί και μεσαίου μεγέθους λιανοπωλητές έχουν οδηγηθεί σε πτώχευση. Έτσι, η σημερινή δημοσιονομική κρίση έχει άμεσες αρνητικές επιπτώσεις για το κλείσιμο επιχείρησης. Όπως επισημαίνεται στην Ετήσια έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας για το έτος 2011 (Απρίλιος 2012) η δυνατότητα της ελληνικής αγοράς ακινήτων να βγει από την ύφεση συνδέεται κυρίως με τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά, τη βελτίωση των όρων δανεισμού των επιχειρήσεων και την ανάκαμψη της οικονομίας στο σύνολό της. Είναι πολύ πιθανό ότι θα πάρει αρκετό χρόνο για την ελληνική αγορά ακινήτων να ανακάμψει. Αυτό συμβαίνει επειδή οι παράγοντες που συνέβαλαν στην υποδειγματική ανάπτυξη των επιδόσεων του τομέα των ελληνικών ακινήτων, ιδιαίτερα μετά το 2000, έχουν πλέον παύσει να υφίστανται.

Επιπρόσθετα, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές του νέου αιώνα, σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές έλαβαν χώρα στην Ελλάδα, που είχαν κάποια επίπτωση στον τομέα των ελληνικών ακινήτων. Ξεκινώντας από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση μέσω της εφαρμογής της σταθεροποίησης των μακροοικονομικών κανόνων και πολιτικών οδήγησε σε χαμηλό κόστος χρηματοδότησης. Έτσι, η μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων τα έκανε πιο προσιτά και αύξησε τη ζήτηση για ιδιόκτητες κατοικίες. Αναμένεται τώρα ότι στις ΗΠΑ και στην ΕΕ, οι νομισματικές αρχές θα αυξήσουν τα επιτόκια σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση, προκειμένου να ασχοληθούν με τις πιθανές πληθωριστικές πιέσεις. Ως εκ τούτου, η ζήτηση για νέα στεγαστικά δάνεια και η ζήτηση των νοικοκυριών για νεόδμητες κατοικίες αναμένεται να μειωθεί.

Τρίτον, η οργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 ενίσχυσε σημαντικά την επενδυτική δραστηριότητα στην Ελλάδα λόγω της κατασκευής αθλητικών χώρων και ανάπτυξης των δημόσιων έργων υποδομής. Τέταρτον, η ένταξη νέων εκτάσεων στο Εθνικό Σχέδιο Πόλης έχει ως συνέπεια την επέκταση του διαθέσιμου χώρου για νέες κατασκευές, κυρίως στην πρωτεύουσα της χώρας.

Πραγματοποιώντας, λοιπόν, μια γενική επισκόπηση των πρόσφατων εξελίξεων στην αγορά ακινήτων υπό το πρίσμα της τρέχουσας οικονομικής κρίσης αναδεικνύεται ότι η τρέχουσα δημοσιονομική στάση της ελληνικής οικονομίας και της ελληνικής κρίσης στην αγορά ακινήτων είναι αλληλένδετες. Φαίνεται, λοιπόν, ότι οι δημοσιονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας επηρέασαν αρνητικά τον ελληνικό τομέα των ακινήτων. Η εφαρμογή αυστηρών προγραμμάτων λιτότητας, που σχεδιάστηκαν από την ελληνική κυβέρνηση, προκειμένου να μειωθεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού και να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος, προκάλεσε σημαντική μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες της ελληνικής οικονομίας και, κατά συνέπεια, οδήγησε την αγορά ακινήτων σε βαθιά ύφεση.

Παρακάτω εξετάζουμε τα ευρήματα της ανάλυσης μας η οποία βασίστηκε έχοντας πάρει δείγμα για οκτώ χρηματιστηριακούς δείκτες για τις μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες real estate από 11 ευρωπαϊκές χώρες με σημαντική παρουσία στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας κατά τη διάρκεια των 2005-2010.

Για να οικοδομήσουμε την «δυναμική» υπόθεση της ανάλυσης μας χρησιμοποιούμε μια σειρά εξωγενών και ενδογενών μεταβλητών. Αυτές οι μεταβλητές χρησιμοποιούνται στη χρηματοοικονομική ανάλυση για τη μελέτη της δομής μιας επιχείρησης και αποτελούν σημαντικούς παράγοντες για τις εταιρείες ακίνητης περιουσίας για τη σύγκριση τόσο μεταξύ χωρών αλλά και εταιρειών για το επίπεδο του χρέους τους. Είναι προφανές ότι οι παράγοντες αυτοί χαρακτηρίζουν την επίδραση του εξωτερικού περιβάλλοντος στη δομή της επιχείρησης. Ως μεταβλητές εξετάζουμε παράγοντες από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης, όπως η αποδοτικότητα, η απτότητα, το μέγεθος, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, τον επιχειρηματικό κίνδυνο, την κάλυψη των τόκων, τον κύκλο εργασιών των περιουσιακών στοιχείων, το κόστος του χρέους. Υποθέσουμε ότι αυτοί οι παράγοντες καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και το αντίστροφο. Λαμβάνοντας υπόψη ότι όλες αυτές οι μεταβλητές είναι λογιστικά στοιχεία που υπολογίζονται από τις

οικονομικές καταστάσεις είναι δύσκολο να δεχτούμε ότι αυτές οι μεταβλητές είναι πραγματικά εξωγενείς. Οι μεταβλητές αυτές είναι:

- Η κερδοφορία = $EBITDA / \text{Σύνολο Ενεργητικού (PROFIT)}$
- Παγιοποίηση = $\text{Πάγια στοιχεία ενεργητικού} / \text{Σύνολο ενεργητικού (TANG)}$
- Μέγεθος της επιχείρησης = Φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (LNTA)
- Ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς = $(\text{Σύνολο Υποχρεώσεων} + \text{Αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων}) / \text{Σύνολο Ενεργητικού (MBRATIO)}$
- Επιχειρηματικός Κίνδυνος (δανεισμένος beta) = $\beta / [1 + (1 - T) * (D / E)] \sim \text{beta} * E / (D + E) (\text{UNGEARED_BETA})$
- Κάλυψη Τόκων = $EBITDA \text{ έξοδα} / \text{τόκοι για το χρέος (INTCOV)}$
- Κύκλος Εργασιών = $\text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο ενεργητικού (ASSTURN)}$
- Χρεωστικές του κόστους = $\text{πληρωμές τόκων χρέους} / \text{Σύνολο χρέους (COSTDEBT)}$.

Αρχικά, εμφανίζεται ο δείκτης κερδοφορίας των εταιρειών real estate των 11 χωρών. Σύμφωνα με αυτό, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ισπανία εμφανίζουν τη χαμηλότερη πτώση κατά τα έτη 2006 και 2008 αντίστοιχα. Τα υψηλότερα κέρδη για τις περισσότερες χώρες σημειώνονται το 2010. Με τη Σουηδία, τη Γαλλία και τη Γερμανία να βρίσκονται στις πρώτες θέσεις, σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο που βρίσκεται στην τελευταία θέση για το 2010 και παρουσίασε σημαντική πτωτική πορεία από το 2007 και έπειτα. Στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται η Αυστρία, η Γαλλία, η Ισπανία για τα εξεταζόμενα έτη καθώς, επίσης, και το Ηνωμένο Βασίλειο όπου ο δείκτης κερδοφορίας παρουσιάζει σημαντική μείωση από το 2007. Η Ελλάδα την υψηλότερη κερδοφορία σημειώνει το 2007 και μετά ακολουθεί μία πτωτική πορεία με τη χαμηλότερη τιμή το 2010, γεγονός απολύτως κατανοητό λόγω των συνθηκών που επικρατούν στη χώρα μας αφού άρχισε να γίνεται αισθητή η παγκόσμια οικονομική κρίση.

Έπειτα, παρουσιάζονται τα πάγια (tangible) στοιχεία ενεργητικού των εταιρειών η μεταβλητή TANG παίρνει τις υψηλότερες τιμές της για τις περισσότερες χώρες το 2010 και γενικά παρουσιάζει ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010 για όλες σχεδόν τις χώρες με τις υψηλότερες τιμές σε Αυστρία και

Ελβετία 0,76 και 0,82 αντίστοιχα, που σημαίνει ότι διαθέτουν τα υψηλότερα ποσοστά πάγιων στοιχείων ενεργητικού. Επιπροσθέτως, στο Ηνωμένο Βασίλειο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού των εταιρειών εμφανίζουν σταθερή πορεία κατά τη διάρκεια των εξεταζόμενων ετών. Σε αντίθεση με το Βέλγιο, τη Γαλλία και την Ισπανία όπου τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα παίρνοντας τιμές μεταξύ του 0,1 και του 0,3. Στην Ελλάδα η μεταβλητή βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα ξεκινώντας από το 0,38 και ακολουθώντας μια ελαφρά πτωτική πορεία μέχρι το 2007 από όπου παρουσιάζει μια μικρή αύξηση μέχρι το 2010.

Ακολουθώντας, παρουσιάζονται τα συνολικά δεδομένα (οι τιμές είναι σε φυσικούς λογάριθμους ενεργητικού) των εταιρειών των 11 χωρών. Όλες οι χώρες τείνουν να κινούνται γενικά σε σταθερά επίπεδα καθ' όλη την εξαετία 2005-2010, τις υψηλότερες παίρνουν το 2010, ενώ τις χαμηλότερες φτάνουν το 2005. Στην υψηλότερη θέση βρίσκεται η Σουηδία και ακολουθούν Αυστρία και Δανία ενώ στις τελευταίες θέσεις η Γαλλία και η Γερμανία, παρ' όλα αυτά όμως σημειώνουν ανοδική πορεία από το 2005 έως το 2010. Επιπλέον, το μέγεθος των επιχειρήσεων της Βρετανίας κινείται σε σταθερά επίπεδα, παρ' όλα αυτά βρίσκεται στην τελευταία θέση του πίνακα για το 2010. Παρόμοια είναι η εικόνα που επικρατεί και στη χώρα μας.

Ο δείκτης MBRATIO παρουσιάζει τις επενδυτικές ευκαιρίες της αγοράς των εταιρειών των 11 χωρών. Η Γερμανία συγκεντρώνει τις υψηλότερες τιμές αλλά παρ' όλα αυτά σημειώνουν πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010. Την υψηλότερη τιμή εμφάνισε η Γαλλία το 2007 αλλά μετά ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία. Σε υψηλά επίπεδα είναι και οι τιμές σε Ισπανία, Γερμανία και Πολωνία ενώ τις χαμηλότερες τιμές σημειώνουν η Αυστρία, το Βέλγιο και η Δανία κατά το 2010. Η Ελλάδα σημειώνει μια έντονα καθοδική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας φτάνοντας το 2010 στη χαμηλότερη θέση του πίνακα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες παίρνοντας τιμή μόλις 0,77. Επομένως, οι ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων παρουσιάζονται περιορισμένες. Σημαντική πάντως είναι η πτώση των περισσότερων χωρών κατά τη διάρκεια των ετών που συζητάμε. Γεγονός απόλυτα λογικό λόγω των επιπτώσεων της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Στη συνέχεια, παρουσιάζεται ο δείκτης του επιχειρηματικού κινδύνου (UNGEAREDBETA) με τις χώρες Πολωνία, Γαλλία Αυστρία, Ελλάδα να βρίσκονται

στις πρώτες θέσεις με αρκετά υψηλά επίπεδα επιχειρηματικού κινδύνου για το 2010 ενώ σε πλεονεκτικότερη θέση βρίσκονται η Ισπανία, το Βέλγιο και η Γερμανία σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες. Για όλες σχεδόν τις χώρες ο δείκτης του επιχειρηματικού κινδύνου παρουσιάζει αύξηση από 2005 σε σχέση με το 2010. Καλύτερη «εικόνα» για το 2010 παρουσιάζουν η Ισπανία, το Βέλγιο και η Γερμανία με τις χαμηλότερες τιμές για το δείκτη επιχειρηματικού κινδύνου. Η Ελλάδα ακολουθεί την ίδια πορεία αφού οι τιμές τις εμφανίζουν μεγάλη απόκλιση το 2005 σε σχέση με το 2010 και παρουσιάζουν σημαντική πτωτική πορεία με το δείκτη του επιχειρηματικού κινδύνου να μειώνεται από 0,91 το 2006 σε 0,37 το 2010.

Ακολουθεί ο δείκτης INTCOV, ο οποίος αποτελεί το λόγο των κερδών των εταιρειών προς τις δαπάνες για αποπληρωμή τόκων. Με μια πρώτη ματιά, γίνεται ιδιαίτερα αισθητή η αύξηση του δείκτη αυτού για τη Σουηδία το 2010 σε σχέση με το 2009 αλλά και η έντονη απόκλιση που παρουσιάζει κατά τη διάρκεια της εξαετίας. Στην πλεονεκτικότερη θέση του πίνακα για το 2010 βρίσκονται η Γαλλία, η Δανία και η Γερμανία ενώ στη χειρότερη η Βρετανία με σημαντική απόκλιση σε σχέση με τις άλλες χώρες και ακολουθούν η Ισπανία και η Αυστρία. Στις παραπάνω χώρες οι επιχειρήσεις του δείγματος δυσκολεύονται αρκετά ή, ακόμη, και αδυνατούν να καλύψουν τους τόκους τους. Στην Ισπανία, επίσης, ο δείκτης ακολούθησε έντονα πτωτική πορεία από το 2006 αλλά από το 2009 έως το 2010 αυξήθηκε σημαντικά παραμένοντας όμως σε αρνητικά επίπεδα.. Παρ' όλα αυτά, η Ελλάδα σημειώνει μια αυξητική πορεία μεταξύ του 2005-2007, γεγονός που ανατρέπεται στη συνέχεια. Όλες οι χώρες πάντως παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις καθ' όλη τη διάρκεια της εξαετίας.

Επιπλέον, παρουσιάζεται ο δείκτης ASSTURN, ο οποίος αποτελεί το λόγο των πωλήσεων προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού των εταιρειών των 11 χωρών που έχουμε επιλέξει. Όλες οι χώρες φαίνεται να σημειώνουν σταθερές τάσεις καθ' όλη τη διάρκεια εξαετίας, με εξαίρεση την Πολωνία που εμφάνισε αρκετά υψηλές τιμές το 2005 και το 2006 και μετά σημείωσε ισχυρή μείωση τα υπόλοιπα έτη. Στην πλεονεκτικότερη θέση για το 2010 βρίσκονται η Σουηδία, η Πολωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Δανία ενώ στη χειρότερη θέση η Ελβετία και η Ισπανία. Η Ελλάδα ακολουθεί και αυτή σταθερά πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας 2005-2010, κατέχοντας την τελευταία θέση του πίνακα για το 2010.

Τέλος, απεικονίζονται τα στοιχεία για τη μεταβλητή COSTDEBT που είναι ο λόγος των οφειλόμενων τόκων προς τις συνολικές οφειλές των εταιρειών των εξεταζόμενων χωρών. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει πτωτική πορεία για όλες σχεδόν τις χώρες κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2010. Με τη Σουηδία, την Πολωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο να βρίσκονται στην πλεονεκτικότερη θέση για το 2010 όσον αφορά το ύψος του χρέους και την Ισπανία, Ελβετία, Γαλλία, Αυστρία και Ελλάδα στη χειρότερη. Ο δείκτης αυτός, επίσης, παρουσίασε αρκετά έντονες μεταβολές στη Γερμανία ενώ χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ελβετίας που από το 2007 και έπειτα σημείωσε σταθερή δραματική μείωση. Όσον αφορά την Ελλάδα η μεταβλητή αυτή παρουσίασε ραγδαία πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξαετίας, δείχνοντας έτσι τη μεγάλη αύξηση του κόστους του χρέους των εταιρειών ακίνητης περιουσίας τα τελευταία χρόνια.

Έπειτα, πραγματοποιήσαμε ανάλυση παλινδρόμησης και η στρατηγική που ακολουθήσαμε είναι να πάρουμε μία προς μία τις μεταβλητές (ανεξάρτητη μεταβλητή) της ανάλυσης μας σε σύγκριση με την κερδοφορία (εξαρτημένη μεταβλητή), έτσι ώστε να εξετάσουμε ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τα κέρδη των επιχειρήσεων. Επειδή όμως δεν παρουσιάζει ιδιαίτερο νόημα η ανάλυση αυτή των μεταβλητών μία προς μία όπως φαίνεται παρακάτω, μετά εξετάζουμε την επίδραση όλων των μεταβλητών συνολικά (πολλές ανεξάρτητες μεταβλητές) σε σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων (εξαρτημένη μεταβλητή). Για να μελετήσουμε τις σχέσεις αυτές χρησιμοποιήσαμε την ανάλυση της παλινδρόμησης μέσω τριών διαφορετικών μεθόδων. Αρχικά, μέσω της Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS), όπου δεν λαμβάνει υπόψη ότι η φύση των δεδομένων μας είναι πάνελ και στη συνέχεια με τις δύο μεθόδους που χρησιμοποιούνται για δεδομένα πάνελ, τη Μέθοδο Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects) και τη Μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects).

Είδαμε με την κάθε μέθοδο ξεχωριστά την τιμή που παίρνει ο Συντελεστής Συσχέτισης (Coefficient) καθώς και το επίπεδο σφάλματος (Standard Error), το οποίο έχουμε διορθώσει γιατί υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα στα δεδομένα μας (Robust Standard Error). Το επίπεδο σφάλματος μας επιτρέπει να διαπιστώσουμε κατά πόσο το αποτέλεσμα μας είναι προϊόν τύχης ή όχι. Κατά τη χρήση στατιστικών τεχνικών όπως η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων, γίνονται συνήθως υποθέσεις, όπως ότι ο όρος του λάθους έχει σταθερή διακύμανση. Αυτό ισχύει όταν οι

παρατηρήσεις του όρου λάθους υποθέτουμε ότι γίνονται από πανομοιότυπες κατανομές. Η ετεροσκεδαστικότητα αποτελεί παραβίαση της υπόθεσης αυτής.

Επιπλέον, ο σταθερός όρος στους πίνακες μας αντιπροσωπεύει την επίδραση όλων των μεταβλητών που δεν έχουμε συμπεριλάβει στο υπόδειγμα μας. Για να ελέγξουμε κατά πόσο τα αποτελέσματα μας είναι αξιόλογα βλέπουμε τις τιμές του $P(z)$, αξιόλογα είναι τα αποτελέσματα όταν παίρνει τιμή 0,01 και κάτω(καλύτερο αποτέλεσμα) αυτό σημειώνεται ενδεικτικά με ***, με ** όταν παίρνει τιμές από 0,05 και κάτω και το ελάχιστο αξιόλογο αποτέλεσμα με * παίρνοντας τιμές από 0,10 και κάτω αντίστοιχα. Με τον τρόπο αυτό βλέπουμε ποιες από τις μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές για την ανάλυση μας.

- 1ο Μοντέλο ανάλυσης: πώς επηρεάζεται η κερδοφορία από την κάθε μεταβλητή ξεχωριστά

Με βάση τα αποτελέσματα που παίρνουμε μόνο δύο από τις μεταβλητές που εξετάζονται σε σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι στατιστικά σημαντικές. Αξιόλογα είναι τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της κερδοφορίας (PROFIT) σε σχέση με τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης (MBRATIO). Βλέπουμε ότι τα αποτελέσματα είναι πανομοιότυπα σε όλες τις μεθόδους και ότι οι εταιρείες με μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες παρουσιάζουν μικρότερη κερδοφορία. Περίπου ίδια είναι και τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση της κερδοφορίας (PROFIT) σε σχέση με την κάλυψη των τόκων των εταιρειών (INTCOV). Όσο μικρότερη, λοιπόν, η κάλυψη των τόκων τόσο μικρότερη η κερδοφορία. Τέλος, από τα αποτελέσματα των υπολοίπων παλινδρομήσεων παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει πολύ μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των υπολοίπων μεταβλητών και της κερδοφορίας των εταιρειών, οπότε δεν μπορούμε να προχωρήσουμε σε μεμονωμένα συμπεράσματα.

- 2ο Μοντέλο ανάλυσης: πώς επηρεάζεται η κερδοφορία από όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές(πολλές ανεξάρτητες μεταβλητές)

Συμπεραίνουμε ότι υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των αποτελεσμάτων μας ανάλογα με τη μέθοδο ανάλυσης της παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε για τα δεδομένα μας. Για να δούμε ποια μέθοδο είναι πιο αξιόπιστη

για να βασίσουμε την ανάλυση μας υπάρχουν δύο έλεγχοι-tests που μπορούν να γίνουν. Το πρώτο είναι αν θα έχουμε την παλινδρόμηση απλώς με τη Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS) ή αν πρέπει να βασιστούμε σε κάποια από τις δύο Μεθόδους ανάλυσης δεδομένων πάνελ (δηλαδή αν ισχύουν τα αποτελέσματα της πρώτης στήλης ή των άλλων 2). Το τεστ αυτό (poolability test) έχει ως αποτέλεσμα $F(215, 803) = 2.04$, $\text{Prob} > F = 0.0000$. Αυτό σημαίνει ότι απορρίπτουμε την «απλή» Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS) και θα εφαρμόσουμε μεθόδους ανάλυσης για δεδομένα πάνελ. Όπως έχουμε αναφέρει έχουμε δύο μεθόδους πάνελ να διαλέξουμε, τις σταθερές επιδράσεις (Fixed effects) και τις τυχαίες επιδράσεις (Random effects). Για να δούμε ποια από τις δύο μεθόδους θα προτιμήσουμε πραγματοποιήσαμε ένα volatility test.

Προέκυψε ότι τα «σωστά» αποτελέσματα, αυτά δηλαδή που πρέπει να προτιμήσουμε και να βασιστούμε για να βγάλουμε τα συμπεράσματα μας, είναι τα αποτελέσματα των σταθερών επιδράσεων (Fixed effects) και απορρίπτουμε τη Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, βασιζόμενοι στη Μέθοδο των Σταθερών Επιδράσεων ότι οι μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές και επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία των εταιρειών-PROFIT (εξαρτημένη μεταβλητή) στην ανάλυση μας είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες ανάπτυξης της αγοράς (MBRATIO) και η κάλυψη των τόκων (INTCOV) απ' την πλευρά των εταιρειών.

Τέλος, πραγματοποιήσαμε ανάλυση κατά συστάδες-Cluster analysis, η ανάλυση αυτή σκοπό έχει να κατατάξει σε ομάδες τις υπάρχουσες παρατηρήσεις χρησιμοποιώντας την πληροφορία που υπάρχει σε κάποιες μεταβλητές. Μπορεί να πει κανείς πως εξετάζοντας πόσο όμοιες είναι κάποιες παρατηρήσεις ως προς κάποιο αριθμό μεταβλητών η μέθοδος τείνει να δημιουργεί ομάδες από παρατηρήσεις που μοιάζουν μεταξύ τους.

Οι βασικοί μέθοδοι ανάλυσης που ακολουθούνται είναι: η μέθοδος του εγγύτερου γείτονα (nearest neighbor/ single linkage), η μέθοδος του απώτερου γείτονα (farthest neighbor/ complete linkage) και η μέθοδος της μέσης απόστασης (Average Linkage). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης απεικονίζονται με τη μορφή δενδρογράμματος ή γραφήματος icicle, που μας δίνει την πρώτη εικόνα για το αν είναι εφικτός ο διαχωρισμός των δεδομένων σε κατηγορίες. Η παραπάνω διαδικασία θα ακολουθήσαμε και για τα δεδομένα της μελέτης αυτής. Διερευνάται αν είναι δυνατή η

ομαδοποίηση των δεδομένων για τις 11 χώρες για κάθε έτος βάσει των δεδομένων των 8 μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει στην ανάλυση μας. Οι αποστάσεις που μετρώνται ανάλογα με την μέθοδο ανάλυσης που επιλέγουμε είναι οι αποστάσεις των τιμών των μεταβλητών της κάθε χώρας από τις τιμές των 8 μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει για κάθε έτος ξεχωριστά από το 2005-2010.

Πρώτα εφαρμόζεται η μέθοδος του απώτερου γείτονα (Complete Linkage). Με το κριτήριο του απώτερου γείτονα, η απόσταση μεταξύ των συστάδων ισοδυναμεί με τη μεγαλύτερη απόσταση μεταξύ των δύο οποιονδήποτε στοιχείων των δύο συστάδων, δηλαδή με την απόσταση μεταξύ των δύο μακρύτερων σημείων των δύο συστάδων. Οι ομάδες που δημιουργούνται είναι συνήθως συμπαγείς, αλλά αποτυγχάνει να δημιουργήσει κάποιες μικρές μα πολύ συμπαγείς ομάδες. Παρουσιάζονται αναλυτικά τα δένδrogramma που προκύπτουν από την ανάλυση. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι αναγνωρίζονται 3 συστάδες μεταβλητών. Οι χώρες που περιλαμβάνονται σε κάθε συστάδα παρουσιάζουν ομοιότητες μεταξύ τους. Εφαρμόζονται και οι άλλες δύο μέθοδοι που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

Σύμφωνα με τη μέθοδο του απώτερου γείτονα (Complete Linkage) είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών και η συσχέτιση μεταξύ τους.. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες της Γαλλίας και της Γερμανίας που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες εκτός της Σουηδία (3η συστάδα) που διαφοροποιείται. Για το 2005 η εικόνα που παρουσιάζουν οι 11 ευρωπαϊκές χώρες είναι κοινή και για τις 3 μεθόδους ομαδοποίησης που χρησιμοποιήσαμε.

Το ίδιο ισχύει και για το 2006, κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σε Βέλγιο, Γερμανία και Ελλάδα, που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες (1η συστάδα) εκτός της Σουηδία (3η συστάδα) που διαφοροποιείται. Παρόμοια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

Για το 2007, ακολούθως, κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σε Σουηδία και Ελλάδα, που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (2η συστάδα). Επιπλέον, κοινά είναι τα χαρακτηριστικά και σε όλες τις

υπόλοιπες χώρες (1η συστάδα) εκτός της Ισπανίας (3η συστάδα) που διαφοροποιείται. Ίδια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

Το 2008 είναι εμφανής η ομαδοποίηση μεταξύ των χωρών σε 3 συστάδες μεταβλητών και η συσχέτιση μεταξύ τους. Παρατηρούμε όμως μεγαλύτερη διαφοροποίηση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί λόγω της οικονομικής κρίσης που έχει ξεκινήσει και τα αποτελέσματα της είναι διαφορετικά σε κάθε χώρα. Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σε Αυστρία, Ισπανία και Σουηδία που αποτελούν μια συστάδα στον παραπάνω πίνακα. (1η συστάδα). Επιπλέον, η Γερμανία διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες (3η συστάδα) ενώ κοινά είναι τα χαρακτηριστικά σε όλες τις άλλες. (2η συστάδα). Παρόμοια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση.

Κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σχεδόν σε όλες τις χώρες για το 2009 (1η συστάδα), διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες μόνο το Βέλγιο (2η συστάδα) και η Ισπανία. (3η συστάδα). Ίδια ακριβώς είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι το 2009 υπάρχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά και υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών real estate για τις 11 χώρες βάσει των μεταβλητών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε.

Τέλος, κοινά χαρακτηριστικά φαίνεται να παρουσιάζουν οι εταιρείες σχεδόν σε όλες τις χώρες για το 2010 (1η συστάδα), διαφοροποιείται από όλες τις άλλες χώρες μόνο η Ισπανία (2η συστάδα) και το Ηνωμένο Βασίλειο. (3η συστάδα). Ίδια είναι η εικόνα και με τις άλλες δύο μεθόδους που επιβεβαιώνουν την παραπάνω κατηγοριοποίηση. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι το 2010 υπάρχουν και πάλι πολλά κοινά χαρακτηριστικά και υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών real estate για τις 11 χώρες βάσει των μεταβλητών που έχουμε επιλέξει να μελετήσουμε. Οι εταιρείες real estate, λοιπόν, σύμφωνα με τις 8 μεταβλητές απόδοσης που έχουμε επιλέξει να εξετάσουμε για τις 11 χώρες βρίσκονται σε ίδια περίπου επίπεδα για όλες τις ώρες για το 2009-2010 με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ισπανία που παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΛΩΣΣΗ

- Adam K., Japlle T., Menichini A., Padula M. and Pagano, M. (2002), Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union, European Commission, Brussels, pp. 1-95
- Adjaoute K. & Danthine J-P. (2003), European financial integration and equity returns: a theory based assessment”, in Gaspar, V., Hartmann, P. and Sleijpen, O. (Eds), The Transformation of the European Financial System, European Central Bank, Frankfurt
- Aldenderfer M. & Blashfield R. (1984), Cluster Analysis, Series: Quantitative Applications in the Social Sciences, Sage Publications Inc.
- Antoniou A., Guney Y. & Paudyal K. (2002), Determinants of corporate capital structure: evidence from European countries, Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham
- Arnott RJ & McMillen DP (2006), A companion to urban economics, Blackwell, Oxford, pp.142-144
- Aufhauser E., Fischer M. & Schonhofer H. (1986), A disaggregated probabilistic approach to a regulated housing market with an emphasis on the demand side: the Vienna case, Papers Regional Science Association 60, pp. 133–153
- b Lingnan (University) College, Sun Yat-Sen University, Guangzhou, P.R. China
- c Department of Finance, Texas A&M University, College Station
- d Department of Economics, University of Texas at Austin, USA
- e Department of Finance, Texas A&M University, College Station
- Ball M. (2006), Markets and Institutions in Real Estate and Construction, Blackwell Publishing, RICS Research, pp.6-28
- Bank of Greece (2012), Annual report of the Governor of the Bank of Greece for the Year 2011, (in Greek), April, Athens, Greece, p.6
- Baum A. & Lizieri C. (2000), Space Race: The Contribution of Property Markets to the Competitiveness of London and Frankfurt, Department of Land Management, University of Reading
- Baum A. (2009), Commercial real estate investment: a strategic approach, 2nd ed., EG Books, London
- Bevan A. & Danbolt J. (2004), Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants, *Applied Financial Economics*, Vol. 14(1), pp. 55-66
- Block RL. (2006), Investing in REITs, 2nd ed., Bloomberg Press, New York
- Bond A., Karolyi, A. & Sanders A.B. (2003), International real estate returns: a multifactor, multicountry approach, *Real Estate Economics*, 31, pp. 481–500
- Bontempi E. (2002), The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy, *Empirical Economics*, Vol. 27, pp. 1-22

- Cameron G. & Muellbauer J. (1998), The housing market and regional commuting and migration choices, Scott J., *Political Economics*, 45(4), pp. 420–446
- Cannari L., Nucci F. & Sestito P. (2000), Geographic labour mobility and the cost of housing: evidence from Italy, *Applied Economics* 32(14), pp. 1899–1906
- Colliers International (2012), Eastern Europe real estate review: Greece, Research & Forecast Report, March 2012
- Dang A. (2011), Leverage, Debt Maturity and Firm Investment: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 38, pp. 225-258
- Dixon T., Thomson B., McAllister P., Marston A. & Snow J. (2005), Real estate and the new economy: the impact of information and communications technology, Real estate issues series (RICS foundation), Blackwell/Oxford, Malden/UK
- ERES Newsletter (2001), Gesellschaft fur Immobilienwirtschaftliche Forschung eV – profile and GIF history, ERES Newsletter, February, pp. 23-4
- European Central Bank (2011), Monthly Bulletin, March
- Evans AW. (2004), Economics, real estate and supply of land, Real Estate Issues Series(RICS Foundation), Blackwell/Oxford, Malden/UK
- Fama F. & French R. (2002), Testing Trade-Off and Pecking Order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, Vol.15(1), pp. 1-33
- Feidakis A. & Rovolis A. (2007), Capital structure choice in European Union: Evidence from the construction industry, *Applied Financial Economics*, Vol.17, pp. 989-1002
- Filbeck G. & Gorman R. (2000), Capital structure and asset utilization: the case of resource intensive industries, *Resource Policy*, Vol. 26(4), pp. 211-218
- Frank M. & Goyal V. (2004), Capital structure decisions: Which factors are reliably important?, Working paper, University of British Columbia
- Goldberg MA. (2004), Local property markets and effective flexible market institutions, In: Seabrooke W., Kent P. & Hong, H., ed. *International real estate: an institutional approach*, Real estate issues series (RICS foundation). Blackwell/Oxford, Malden/UK, pp. 96–129
- Harris M. & Raviv A. (1991), The theory of capital structure, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 297-355
- Harvey J. & Jowsey E. (2004), *Urban land economics*, 6th ed. Palgrave Macmillan, New York
- Henderson Global Investors (2000), *The Case for Global Property Investment*, HGI, London
- Henley A. (1998), Residential mobility, housing equity and the labour market, *Economic Journal* 108(447), pp. 414–427
- Jagannathan R. & Wang, Z. (1996), The conditional CAPM and cross-section of expected returns, *Journal of Finance*, 51, pp. 3–53
- Jian Yang, James W., Kolari & Guozhong Zhu (19 August 2006), European public real estate market integration, Department of Accounting, Finance and MIS, Prairie View A&M University, Prairie View, USA
- Jones Lang LaSalle (2006/2007), *European Capital Markets Bulletin*, European Property Real Estate Investment

- Karousos E. & Vlamis P. (2008), The Greek construction sector: an overview of recent developments, *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 1, No. 3, pp. 254-66
- Kemeny J. (1980), Home ownership and privatization. *Int. Urban Regional Res* 4(3), pp. 372–388
- Kim K. & Renaud B. (2009), The global house price boom and its unwinding: an analysis and a commentary, *Housing Study* 24(1), pp. 7–24
- Kremp E., Stoss E. & Gerdesmeier D. (1999), Estimation of a debt function:evidence from French and German firm panel data, in Sauve, A. and M. Scheuer, (eds). *Corporate Finance in Germany and France*, A Joint Research Project of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France, Deutsche Bundesbank and Banque de France, pp. 139-194
- Lambiri D. & Rovolis A. (2014), Real Estate and Housing Markets, Chapter 8: Land use, Real Estate and Housing Markets, pp. 126-144
- Lord T. (2006), “Jedes Stuck mehr Transparenz wird von den Investoren honoriert”, *Der Langfristige Kredit*, p. 125
- MacLennan D. (1996), Economic perspectives on the structure of local housing systems, *Housing Study* 11(3), pp. 387–406
- McDonald JF & McMillen DP (2006), *Urban economics and real estate: theory and policy*. Blackwell, Malden
- Meen G. (2003), Housing, random walks, complexity and the macroeconomy, In: O’Sullivan T, Gibb K., ed. *Housing economics and public policy*, Real estate issues series (RICS foundation). Blackwell/Oxford, Malden/UK
- Michaelas F., Chittenden N. & Poutsouris P. (1999), Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, Vol.12, pp.113-130
- Morri G. & Cristanziani F. (2009), What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 27(4), pp. 318-372
- Myers C. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5(2), pp. 147-175
- Nicholls DC. (2004), Emerging institutions in Europe. In: Seabrooke W., Kent P. & Hong H., ed. *International real estate: an institutional approach*, Real estate issues series(RICS foundation). Blackwell/Oxford, Malden/UK, pp. 155–172
- Norvaisiene R. & Stankeviciene J. (2007), The interaction of internal determinants and decisions on capital structure at the Baltic listed companies, *Economics of Engineering Decisions*, Vol. 2(52), pp. 7-17
- Peca SP. (2009), *Real estate development and investment: a comprehensive approach*. Wiley, Hoboken
- Rajan R. & Zingales L. (1995), What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-1460
- Ratcliffe J., Stubbs M. & Shepherd M. (2004), *Urban planning and real estate development*, 2nd ed., Spon Press, London
- Roulac S. (2001), Requisite knowledge for effective property involvements in the global context, in Schulte, K.-W. (Ed.), *Real Estate Education throughout the World: Past, Present and Future*, Research Issues in Real Estate, Kluwer Academic Publishers, Boston, MA, pp. 3-24

- Schulte K.-W. (2000b), Immobilien ekonomie – ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept in Schulte, K.-W. (Ed.), 10 Jahre ebs Immobilienakademie, Festschrift, Frankfurt, pp. 36-47
- Schulte K.-W. (Ed.) (2000a), Immobilien ekonomie, Band I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Munchen, pp. 97-115
- Schulte K-W, Rottke N.& Pitschke C. (2005), Transparency in the German Real Estate Market, *Journal of Property Investment & Finance* Vol. 23 No. 1, pp. 90-108
- Schwartz HM. (2009) Origins and consequences of the U.S. subprime crisis. In: Schwartz HM., Seabrooke L., ed. *The politics of housing booms and busts*. Palgrave Macmillan, New York, pp. 188–207
- Seabrooke W., Kent P. & Hong H. (2004), *International real estate: an institutional approach*, Real estate issues series (RICS foundation), Blackwell/Oxford, Malden/UK
- Srivatsa R. & Lee S. (2012), European real estate market convergence, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 30 No. 5, pp. 458-472
- Stephan A., Talavera O. & Tsapin A. (2008), Corporate Debt Maturity Choice in Transition Financial Markets, *Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation*, 125, Royal Institute of Technology, CESIS – Centre of Excellence for Science and Innovation Studies
- Suarez J. Luis (2009), *European Real Estate Markets*, Palgrave Macmillan, IESE Business School, University of Navarra, pp.50-75
- Swinnen S., Voordeckers, W. & Vandemaele, S. (2005), Capital structure in SMEs: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle, European Financial Management Association, Annual Meetings, June 29-July 2, 2005, Milan, Italy
- Titman S. & Wessels R. (1988), The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, Vol. 43(1), pp. 1-19
- Venkiteshwaran V. (2011), Asset Tangibility and Corporate Debt Capacity- An Empirical Investigation, SWFA Conference, Houston
- Vlamis P. (September 2013), Greek Fiscal Crisis and Repercussions for the Property Market, Greek Paper No.76, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, Hellenic Observatory European Institute, London School of Economics and Political Science
- Westgaard S., Eidet A., Grosas C. & Frydenberg S. (2008), Investigating the Capital structure of UK real estate companies, *Journal of Property Research*, Vol. 25(1), pp. 61-87
- Whitehead CME. (1999), Urban housing markets: theory and policy. In: Cheshire P. & Mills ES., ed. *Handbook of regional and urban economics*, vol. 3, Elsevier, Amsterdam, pp. 1159–1594
- Wiedmann H. (2001), Was bewirkt das KonTraG, in Coenebeng, A.G. and Pohl, K. (Eds), *Internationale Rechnungslegung*, Stuttgart, p. 213
- Wooldridge J.(2006), Εισαγωγή στην Οικονομετρία, Μια νέα προσέγγιση, μετάφραση Σοκοδής Α., Τόμος β', Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα σελ.35-72
- Worzala E. & Bernasek A. (1996), European economic integration and commercial real estate markets: an analysis of trends in market determinants”, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 11 No. 2, pp. 159-81
- Zheng X., Ghoul E., Guedhami O. & Kwok Y. (2012), National culture and corporate debt maturity, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36(2), pp.468-488

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Μπαλωμένος Π. & Παλάσκας Θ. (2005), Ο Ρόλος του Real Estate στην Εγχώρια Οικονομία και Προϋποθέσεις Περαιτέρω Ανάπτυξης του, Οικονομικά Θέματα, IOBE, σελ.123-158

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Deutsche Immobilien Datenbank GmbH/Bulwien AG (1999/2000), German Property Digest, Deutsche Immobilien Datenbank GmbH/Bulwien AG, Wiesbaden, διαθέσιμο στο: <http://www.ipd.com/legals/indices-disclaimer.html?/indices/index.html&country=Germany>, [Προσπελάστηκε στις 28/11/2013]
- Διαμαντόπουλος Ε., Σημειώσεις για το μάθημα Στατιστική ΙΙ, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: http://users.sch.gr/epdiaman/images/stories/ergasies/biblia/statistics_iek_II.pdf [Προσπελάστηκε στις 18/03/2014]
- Ευθυμίουπουλος Α. (13/06/2013), Αγορά ακινήτων: επιβράδυνση και προϋποθέσεις ανάπτυξης, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.indeepanalysis.gr/?q=kladikes-analyseis/agora-akinhtwn-epivradynsh-kai-proypotheseis-anaptykshs>, [Προσπελάστηκε στις 25/08/2013]
- Κούτρας Μ., Εφαρμοσμένη Πολυμεταβλητή Ανάλυση: Ανάλυση κατά Συστάδες, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/954/4/Multivariate_koutras1.pdf [Προπελάστηκε στις 01/05/2014]
- Τράπεζα της Ελλάδος (2013), Ανάλυση αγοράς ακινήτων, διαθέσιμο στο: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/realestate/default.aspx>, [Προσπελάστηκε στις 25/08/2013]