



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ:
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΧΑΑ)**

Μπιρμπίλης Ηλίας

Πειραιάς, 2016

**ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ:
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΧΑΑ)**

Μπιρμπίλης Ηλίας

**Πτυχιούχος του τμήματος Οικονομικής Επιστήμης
του Πανεπιστημίου Πειραιώς**

**Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων**

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2016

Αφιερώνεται στους γονείς μου

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΧΑΑ)

Μπιρμπίλης Ηλίας

Σημαντικοί Όροι: Κατασκευαστικός Κλάδος, Χ.Α.Α., Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες, Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων, Υπόδειγμα Ταμειακών Ροών, Αριθμοδείκτης Τιμής Προς Εσωτερική Αξία Μετοχής, Αριθμοδείκτης Τιμής Προς Κέρδη Ανά Μετοχή, Αριθμοδείκτης Τιμής Προς Πωλήσεις.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας αποτελεί η αποτύπωση της κατάστασης του κατασκευαστικού κλάδου στην Ελλάδα κατά το χρονικό διάστημα 2007 - 2014, μέσα από την ανάλυση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η ανάλυση περιλαμβάνει κυρίως επενδυτικούς αριθμοδείκτες, οι οποίοι επικεντρώνονται στα πιο κρίσιμα και πιο σημαντικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των εισηγμένων επιχειρήσεων. Παράλληλα, πραγματοποιείται ανάλυση της ελληνικής οικονομίας και του κατασκευαστικού κλάδου με σκοπό να αποκτήσει ο αναγνώστης πληρέστερη εικόνα.

Το πρώτο κεφάλαιο της εργασίας αφιερώνεται στον αντικειμενικό σκοπό της εργασίας, περίληψη της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε και στη διάρθρωσης της εργασίας.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της μελέτης επιχειρείται ανάλυση του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο καλείται να δραστηριοποιηθεί το σύνολο των επιχειρήσεων στη χώρα, καθώς και των δημόσιων οικονομικών.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται ενδελεχής αναφορά στα χαρακτηριστικά και τα μεγέθη και τα δεδομένα του χαρακτηριστικά του κατασκευαστικού κλάδου. Καταγράφεται το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου, ενώ γίνεται αναφορά στους προσδιοριστικούς παράγοντες που διαμορφώνουν τη ζήτηση του κλάδου, καθώς επίσης και στην συνεισφορά του κλάδου στην ελληνική οικονομία.

Επίσης, αναφέρονται τα προβλήματα που αντιμετωπίζει ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα, καθώς και οι προοπτικές εξέλιξής του. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την χρηματοοικονομική ανάλυση του κλάδου.

Το τέταρτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα θεμελιώδη μεγέθη, μέσω των οποίων μπορεί να γίνει η χρηματοοικονομική αποτίμηση μιας επιχείρησης ή ενός ολόκληρου κλάδου της οικονομίας. Χρηματοοικονομική αποτίμηση δύναται να γίνει με τη βοήθεια επενδυτικών αριθμοδεικτών, όπως επίσης και μέσω των στοιχείων ενεργητικού μιας επιχείρησης. Η χρηματοοικονομική αποτίμηση υλοποιείται με τη χρήση υποδειγμάτων προεξόφλησης μερισμάτων, υπολειμματικής ταμειακής ροής, σχετικής αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών, καθώς και με το υπόδειγμα των σχετικών απαιτήσεων.

Στο πέμπτο κεφάλαιο επιχειρείται αποτίμηση των εισηγμένων επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), βάσει των ιστορικών στοιχείων που προκύπτουν από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και τις τιμές κλεισίματος για τα έτη 2007 - 2014. Χρησιμοποιούνται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία της μετοχής, ο αριθμοδείκτης της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή και τέλος ο δείκτης κεφαλαιοποίησης προς τις πωλήσεις.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο καταγράφονται τα συμπεράσματα της μελέτης, όπως προέκυψαν από την ανάλυση, ενώ παράλληλα διατυπώνονται και ορισμένες προτάσεις, οι οποίες έχουν ως σκοπό την παροχή συμβουλών - προτροπών, με στόχο τη βελτίωση της κατάστασης που έχει διαμορφωθεί στον κατασκευαστικό κλάδο της Ελλάδος.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Αρτίκη Παναγιώτη, για την πολύτιμη βοήθεια κατά τη διάρκεια παρακολούθησης του μεταπτυχιακού προγράμματος αλλά και κατά την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας, Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου Αρτίκη Γεώργιο για την πολύτιμη στήριξη και καθοδήγηση κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, η οποία με στήριξε σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Κατάσταση Πινάκων

| | |
|--|-----|
| Πίνακας 1: Εξέλιξη του Α.Ε.Π. (1995 - 2015) | 32 |
| Πίνακας 2: Εξέλιξη απασχόλησης και δείκτης ανεργίας (εποχικά προσαρμοσμένα αποτελέσματα) | 39 |
| Πίνακας 3: Εκτίμηση εξέλιξης δείκτη ανεργίας 2016 - 2021 | 40 |
| Πίνακας 4: Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού Ιανουάριος - Σεπτέμβριος 2016 (σε εκατ. ευρώ)..... | 49 |
| Πίνακας 5: Εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού 2016 (σε εκατ. ευρώ) | 51 |
| Πίνακας 6: Σύγκριση προβλέψεων επιλεγμένων Οικονομικών Δεικτών για τα έτη 2015 - 2017 | 56 |
| Πίνακας 7: Εξέλιξη Τραπεζικών Καταθέσεων στην Ελλάδα (2008 - 2016) σε χιλ. ευρώ | 59 |
| Πίνακας 8: Συνολικά στοιχεία βασικών οικονομικών μεγεθών στις κατασκευές (σε χιλ. €)..... | 77 |
| Πίνακας 9: Διαχρονική Εξέλιξη Εγγεγραμμένων Εταιρειών στις Τάξεις 3η - 7η του ΜΕΕΠ | 90 |
| Πίνακας 10: Όρια Προϋπολογισμού Έργων ανά Τάξη ΜΕΕΠ (σε €) | 91 |
| Πίνακας 11: Διαχρονική εξέλιξη Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (σε χιλ. €) | 107 |
| Πίνακας 12: Ποσοστό απορρόφησης έργων ΕΣΠΑ 2009 - 2015 (συγχρηματοδοτούμενη δημόσια δαπάνη)..... | 109 |
| Πίνακας 13: Βασικά δημογραφικά στοιχεία 2000 - 2014..... | 112 |
| Πίνακας 14: Εξέλιξη εισοδήματος, κατανάλωσης, αποταμίευσης, δανεισμού (σε εκατ. €)..... | 115 |
| Πίνακας 15: Εξέλιξη δείκτη τιμών κατοικιών (Έτος Βάσης 1997 = 100,0) | 117 |
| Πίνακας 16: Ομαδοποιημένα Αποτελέσματα Χρήσης Τεχνικών Εταιρειών του δείγματος..... | 135 |
| Πίνακας 17: Κυκλοφοριακή ταχύτητα Τεχνικών Εταιρειών του δείγματος 2008 - 2014 | 137 |
| Πίνακας 18: Κεφαλαιακή Διάρθρωση Τεχνικών Εταιρειών | 138 |
| Πίνακας 19: Εξέλιξη ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων τεχνικών εταιρειών δείγματος 2008 - 2014 | 140 |
| Πίνακας 20: Ομαδοποιημένος ισολογισμός δείγματος τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014 | 141 |
| Πίνακας 21: Αριθμοδείκτες Ενοποιημένου Ισολογισμού Τεχνικών Εταιρειών 2008 - 2014..... | 142 |
| Πίνακας 22: Εισηγμένες εταιρείες του κατασκευαστικού κλάδου στο Χ.Α.Α..... | 144 |
| Πίνακας 23: Βαρύτητα κάθε εταιρείας του δείγματος στον δείκτη | 227 |
| Πίνακας 24: Βασικά οικονομικά μεγέθη - Κατασκευαστικές εταιρείες | 229 |
| Πίνακας 25: Βασικά οικονομικά μεγέθη - Εταιρείες παραγωγής τσιμέντου..... | 230 |
| Πίνακας 26: Παρατηρούμενο P/E..... | 243 |
| Πίνακας 27: Παρατηρούμενο P/E δείκτη..... | 243 |
| Πίνακας 28: Θεμελιώδες P/E | 244 |

| | |
|---|-----|
| Πίνακας 29: Θεμελιώδες P/E δείκτη | 244 |
| Πίνακας 30: Αποτελέσματα παλινδρόμησης | 245 |
| Πίνακας 31: Αποτελέσματα παλινδρόμησης PE | 246 |
| Πίνακας 32: Παρατηρούμενο PBV | 248 |
| Πίνακας 33: Παρατηρούμενο PBV δείκτη | 249 |
| Πίνακας 34: Θεμελιώδη PBV των εταιρειών του δείγματος | 249 |
| Πίνακας 35: Θεμελιώδη PBV δείκτη | 250 |
| Πίνακας 36: Αποτελέσματα παλινδρόμησης PBV | 251 |
| Πίνακας 37: Παρατηρούμενο PS ratio κάθε εταιρείας του δείγματος | 252 |
| Πίνακας 38: Παρατηρούμενο PS δείκτη | 252 |
| Πίνακας 39: Θεμελιώδες PS ratio εταιρειών | 253 |
| Πίνακας 40: Θεμελιώδες PS ratio δείκτη | 254 |
| Πίνακας 41: Αποτελέσματα παλινδρόμησης PS | 254 |

Κατάσταση Διαγραμμάτων

| | |
|--|-----|
| Διάγραμμα 1: Εξέλιξη πρωτογενούς ισοζυγίου..... | 30 |
| Διάγραμμα 2: Εξέλιξη Δημόσιου Χρέους ως Ποσοστό του Α.Ε.Π. | 33 |
| Διάγραμμα 3: Εξέλιξη καταναλωτικής δαπάνης & ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου..... | 35 |
| Διάγραμμα 4: Εξέλιξη εισαγωγών και εξαγωγών..... | 37 |
| Διάγραμμα 5: Εξέλιξη Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (τιμές βάσης = 2009)..... | 38 |
| Διάγραμμα 6: Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις Γενικής Κυβέρνησης σε τρίτους..... | 54 |
| Διάγραμμα 7: Ποσοστό Συμμετοχής Κατασκευών στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (2001 - 2015), Προσωρινά Στοιχεία για τα έτη 2001 - 2015..... | 79 |
| Διάγραμμα 8: Ποσοστό Συμμετοχής Κατασκευών στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (2001 - 2015), Προσωρινά Στοιχεία για τα έτη 2001 - 2015 για τα στοιχεία της Ελλάδας..... | 81 |
| Διάγραμμα 9: Εξέλιξη δείκτη ανεργίας και αριθμού εργαζομένων στην ελληνική οικονομία και στις κατασκευές..... | 83 |
| Διάγραμμα 10: Εξέλιξη Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων και ΑΕΠ..... | 106 |
| Διάγραμμα 11: Εξέλιξη συνολικής οικοδομικής δραστηριότητας σε αριθμό αδειών και επιφάνειας (2001 - 2012)..... | 116 |
| Διάγραμμα 12: Εξέλιξη δείκτη τιμών κατοικιών (Έτος Βάσης 1997 = 100,0)..... | 119 |
| Διάγραμμα 13: Εξέλιξη δεικτών παραγωγής στις κατασκευές (Έτος Βάσης 2005 = 100,0)..... | 121 |
| Διάγραμμα 14: Εξέλιξη κύκλου εργασιών τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014..... | 132 |
| Διάγραμμα 15: Εξέλιξη κερδοφορίας (απόλυτα μεγέθη) τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014..... | 134 |
| Διάγραμμα 16: Εξέλιξη κερδοφορία (%) τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014..... | 134 |
| Διάγραμμα 17: Εξέλιξη αποτελεσμάτων δεγματο 1.611 κατασκευαστικών εταιρειών..... | 135 |
| Διάγραμμα 18: Εξέλιξη κεφαλαιακή διρθρωση & ικανότητα πληρωμ τκων..... | 139 |
| Διάγραμμα 19: Εξέλιξη ενεργητικό και ιδων κεφαλων..... | 141 |

Π ν α κ α Π ε ρ ι ε χ ο μ ν ω ν

| | |
|---|-----------|
| Π Ε Ρ Ι Λ Η Ψ Η | ii |
| Ε υ χ α ρ ι σ τ ε | iv |
| Κ α τ σ τ α σ η Π ι ν κ ω ν..... | v |
| Κ α τ σ τ α σ η Δ ι α γ ρ α μ μ τ ω ν..... | vii |
| Π ν α κ α Π ε ρ ι ε χ ο μ ν ω ν | viii |
| | |
| Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1..... | 1 |
| Ε Ι Σ Α Γ Ω Γ Η..... | 1 |
| 1.1. Α ν τ ι κ ε ι μ ε ν ι κ σ κ ο π τ η ε ρ γ α σ α | 1 |
| 1.2. Π ε ρ λ η ψ η τ η μ ε θ ο δ ο λ ο γ α | 2 |
| 1.3. Δ ι ρ θ ρ ω σ η ε ρ γ α σ α | 4 |
| | |
| Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2..... | 6 |
| Ε Λ Λ Η Ν Ι Κ Η Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Α | 6 |
| 2.1. Ε ι σ α γ ω γ | 6 |
| 2.2. Ο ι κ ο ν ο μ ι κ Π ε ρ ι β λ λ ο ν..... | 14 |
| 2.2.1. Μ α κ ρ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ Ε ξ ε λ ξ ε ι & Π ρ ο ο π τ ι κ | |
| 14 | |
| 2.2.2. Δ η μ ο σ ι ο ν ο μ ι κ - Ν ο μ ι σ μ α τ ι κ Ε ξ ε λ ξ ε ι | |
| & Π ρ ο ο π τ ι κ | 48 |
| | |
| Ε Π Ι Λ Ε Γ Μ Ε Ν Η Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α | 70 |
| | |
| Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 3..... | 73 |
| Ο Κ Α Τ Α Σ Κ Ε Υ Α Σ Τ Ι Κ Ο Σ Κ Λ Α Δ Ο Σ Σ Τ Η Ν Ε Λ Λ Α Δ Α | 73 |
| 3.1. Χ α ρ α κ τ η ρ ι σ τ ι κ κ α ι Σ υ μ β ο λ τ ο υ | |
| Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο Κ λ δ ο υ σ τ η ν Ε λ λ η ν ι κ | |
| Ο ι κ ο ν ο μ α | 73 |
| 3.1.1. Β α σ ι κ Π ο σ ο τ ι κ Χ α ρ α κ τ η ρ ι σ τ ι κ τ ο υ | |
| κ λ δ ο υ | 76 |
| 3.1.2. Β α σ ι κ Π ο ι ο τ ι κ Χ α ρ α κ τ η ρ ι σ τ ι κ τ ο υ | |
| κ λ δ ο υ | 84 |

| | | |
|--------|---|------------|
| 3.2. | Θ ε σ μ ι κ Π λ α σ ι ο | 86 |
| 3.3. | Α σ φ α λ ι σ τ ι κ Κ λ υ ψ η..... | 95 |
| 3.4. | Π ο ι ο τ ι κ λ ε γ χ ο | 97 |
| 3.5. | Ε ξ λ ι ξ η τ ο υ Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο Κ λ δ ο υ... .. | 98 |
| 3.6. | Η Ζ τ η σ η κ α ι η Π ρ ο σ φ ο ρ τ ο υ Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο Κ λ δ ο υ..... | 103 |
| 3.6.1. | ... Π ρ ο σ δ ι ο ρ ι σ τ ι κ ο Π α ρ γ ο ν τ ε & Ε ξ λ ι ξ η τ η Ζ τ η σ η | 103 |
| 3.6.2. | ... Π ρ ο σ φ ο ρ τ ο υ Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο Κ λ δ ο υ 122 | |
| 3.7. | Π ρ ο β λ μ α τ α & Π ρ ο ο π τ ι κ τ ο υ Κ λ δ ο υ | 123 |
| 3.8. | Χ ρ η μ α τ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ Α ν λ υ σ η Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο κ λ δ ο υ..... | 131 |
| 3.9. | Π ρ ο φ λ ε ι σ η γ μ ν ω ν κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ν σ τ ο Χ Α Α | 144 |
| 3.10. | Α ν α κ ε φ α λ α ω σ η | 161 |
| | Ε Π Ι Λ Ε Γ Μ Ε Ν Η Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α | 163 |
| | Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4..... | 166 |
| | Θ Ε Μ Ε Λ Ι Ω Δ Η Μ Ε Γ Ε Θ Η Χ Ρ Η Μ Α Τ Ο Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Η Σ Α Π Ο Τ Ι Μ Η Σ Η Σ - Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η..... | 166 |
| 4.1. | Ε ι σ α γ ω γ | 166 |
| 4.2. | Ε π ε ν δ υ τ ι κ ο Α ρ ι θ μ ο δ ε κ τ ε | 168 |
| 4.3. | Α π ο τ μ η σ η σ τ η Β σ η Σ τ ο ι χ ε ω ν Ε ν ε ρ γ η τ ι κ ο (Asset Based Valuation)..... | 172 |
| 4.3.1. | Book Value 173 | |
| 4.3.2. | Adjusted Book Value 174 | |
| 4.3.3. | Liquidation Value 175 | |
| 4.3.4. | Replacement Cost 176 | |
| 4.4. | Υ π ο δ ε γ μ α τ α Π ρ ο ε ξ φ λ η σ η Μ ε ρ ι σ μ τ ω ν | 177 |

| | |
|--|------------|
| 4.4.1. Βασικ Μοντλο Προεξ φληση Μερισμτων | 178 |
| 4.4.2. Τπδειγμα Gordon Growth Model | 180 |
| 4.4.3. Τπδειγμα Προεξ φληση Μερισμτων Δυο Σταδων | 183 |
| 4.4.4. Τπδειγμα Η | 188 |
| 4.4.5. Τπδειγμα Προεξ φληση Μερισμτων Τριν Σταδων | 190 |
| 4.5. Τποδεγματα Τπολειμματικ Ταμειακ Ρο | 192 |
| 4.5.1. .. Τποδεγματα Τπολειμματικ Ταμειακ Ρο Προ του Μετχου (FCFE) | 192 |
| 4.5.2. .. Τποδεγματα Τπολειμματικ Ταμειακ Ρο Προ την Επιχερηση (FCFF) | 197 |
| 4.6. Τποδεγματα Σχετικ Αποτμηση Βσει Πολλαπλασιαστων (Relative Valuation) | 204 |
| 4.6.1. Τπδειγμα Βσει Πολλαπλασιαστων Κερδων (Multiples Earnings) | 205 |
| 4.6.2. Τπδειγμα Βσει Πολλαπλασιαστων Λογιστικ Αξα (Book Value Multiples) | 214 |
| 4.7. Τπδειγμα Ενδεχμενων Απαιτσεων (Contigent Claim Valuation) | 217 |
| 4.8. Ανακεφαλαωση | 219 |
| ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 223 |
| | |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5..... | 226 |
| ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΤΑΣΤΙΚΟΤ ΚΛΑΔΟΤ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α.) | 226 |
| 5.1. Δεδομνα | 226 |
| 5.2. Περιγραφ Βασικν Μεταβλητων | 230 |
| 5.2.1. PE Ratio | 231 |

| | | |
|---|-----------|------------|
| 5.2.2. | PBV Ratio | 233 |
| 5.2.3. | PS Ratio | 234 |
| 5.3. Επιλογή Μεθόδου Ανάλυσης Δεδομένων | | 235 |
| 5.4. Εμπειρική Ανάλυση..... | | 237 |
| 5.4.1. | PE Ratio | 238 |
| 5.4.2. | PBV Ratio | 239 |
| 5.4.3. | PS Ratio | 240 |
| 5.5. ρευστά του PE Ratio..... | | 242 |
| 5.6. ρευστά του PBV Ratio..... | | 247 |
| 5.7. ρευστά του PS Ratio..... | | 252 |
| 5.8. Ανακεφαλαίωση..... | | 255 |
| ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | | 258 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6..... | | 259 |
| ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ | | |
| ΕΡΕΤΝΑΣ | | 259 |
| 6.1. Συμπεράσματα | | 259 |
| 6.2. Προτσεύ | | 263 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | | 269 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ | | 277 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενική σκοπτική εργασία

Σκοπτική παρόσα εργασία αποτελεί η αποτπωση τη κατάσταση του κατασκευαστικού κλδου στην Ελλάδα κατ το χρονικ διστημα 2007 - 2014, μσα απ την ανλυση των εισηγμνων επιχειρσεων στο Χρηματιστριο Αξιων Αθηνων (ΧΑΑ). Αφορμ για την επιλογ του εν λγω κλδου οικονομικ δραστηριτητα αποτελεσε η αναμφισβτητη συμβολ του στην ελληνικ οικονομια τα τη πριν απ την χρηματοπιστωτικ κρση, η οποα επηρασε σημαντικ και τον κατασκευαστικ κλδο. Η αξιολγηση πραγματοποιειται στη βση των λγων χρηματιστηριακ τιμ προ κρδη αν μετοχ, χρηματιστηριακ τιμ προ λογιστικ αξα αν μετοχ και στη χρηματιστηριακ τιμ προ τα σοδα αν μετοχ. Εξετζεται λοιπν, η θεμελιδη σχεση μεταξ των εισηγμνων ελληνικν εταιρειν που ανκουν στον κατασκευαστικ κλδο, κατ την περοδο 2007 - 2014. Ο δεκτη κατασκευν αποτελεται απ 18 εταιρειε, στο τλο του 2007, και το δεγμα αποτελεται απ 11 εταιρειε μετ την αφαρση 7 εταιρειν που βγκαν απ

τον δεκτη λ γ ω μ η σ υ ν ε χ μ ε ν η π α ρ ο υ σ α σ τ ο Χ ρ η μ α τ ι σ τ ρ ι ο Α ξ ι ν Α θ η ν ν .

Σ τ η ν π α ρ ο σ α μ ε λ τ η , ο σ κ ο π τ η σ υ γ κ ρ ι τ ι κ α π ο τ μ η σ η ε π ι τ υ γ χ ν ε τ α ι μ ε τ η ν α ξ ι ο λ γ η σ η τ ω ν β α σ ι κ ν δ ε ι κ τ ν P/E, P/BV κ α ι P/S (Π α ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P/E, P/BV κ α ι P/S – Observed P/E, P/BV κ α ι P/S), κ α θ κ α ι σ μ φ ω ν α μ ε τ α θ ε μ ε λ ι δ η ο ι κ ο ν ο μ ι κ τ ο υ μ ε γ θ η (Θ ε μ ε λ ι δ ε P/E, P/BV κ α ι P/S – Fundamental P/E, P/BV κ α ι P/S).

1.2. Π ε ρ λ η ψ η τ η μ ε θ ο δ ο λ ο γ α

Σ τ η ν π α ρ ο σ α ε ρ γ α σ α η α κ ο λ ο υ θ ο μ ε ν η μ ε θ ο δ ο λ ο γ α π ρ ο σ α ρ μ σ τ η κ ε σ μ φ ω ν α μ ε τ η δ ι α θ ε σ ι μ τ η τ α τ ω ν δ ε δ ο μ ν ω ν κ α ι σ μ φ ω ν α μ ε τ ι ι δ ι α ι τ ε ρ τ η τ ε τ ο υ κ λ δ ο υ τ ω ν κ α τ α σ κ ε υ ν . Π ρ ο κ ε ι μ ν ο υ , ν α ι κ α ν ο π ο ι η θ ο ν ο ι π α ρ α π ν ω σ υ ν θ κ ε κ α τ τ η δ ι ρ κ ε ι α ε κ π ν η σ η τ η μ ε λ τ η α π α ι τ θ η κ ε η δ ι ε ν ρ γ ε ι α π ρ ο σ α ρ μ ο γ ν μ ε π ρ ω τ α ρ χ ι κ σ τ χ ο ν α δ ι α σ φ α λ ι σ τ ε η α ξ ι ο π ι σ τ α κ α ι η ε γ κ υ ρ τ η τ α τ η μ ε λ τ η . Σ υ γ κ ε κ ρ ι μ ν α , ε ξ ε τ σ τ η κ ε α ρ χ ι κ ο δ ε κ τ η κ α τ α σ κ ε υ ν κ α ι υ λ ι κ ν μ ε τ ο ν κ ω δ ι κ <ASEDKY Index> τ ο υ B l o o m b e r g γ ι α τ ο χ ρ ο ν ι κ δ ι σ τ η μ α 2007 – 2014, π ο υ σ ε σ ν ο λ ο 18 ε τ α ι ρ ε ι ν σ τ ο δ ε κ τ η σ τ ο τ λ ο τ ο υ 2007, κ ρ θ η κ ε σ κ π ι μ ο τ ο δ ε γ μ α ν α μ ε ι ω θ ε σ ε 11 ε τ α ι ρ ε ε , κ α θ ο ι υ π λ ο ι π ε δ ε ν δ ι θ ε τ α ν σ υ ν ε χ π α ρ ο υ σ α σ τ ο Χ . Α . Α . κ α ι δ ε ν δ ι α π ρ α γ μ α τ ε ο ν τ α ν κ α θ ’ λ η τ η ν ε ξ ε τ α ζ μ ε ν η χ ρ ο ν ι κ π ε ρ ο δ ο . Σ τ η ν

εμπειρική προσγγιση χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές PE ratio, PBV ratio και PS ratio.

Η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε για την κατάρτιση της παρούσα μελέτη αποτελείται από δοκιμαστική φάση. Αρχικά, για κθε βασική δεκτική υπολογίσθηκαν οι θεωρητικές και οι παρατηρηόμενες τιμές σε εταιρική επεδο και εν συνεχεία ο δεκτική αυτή σταθμιστική αν λογα με την βαρτητα για κθε εταιρεία, προκειμένου να προκφουν οι σταθμισμένοι θεμελιώδεις δεκτές. Αυτό γινε προκειμένου να χρησιμοποιηθε αποκλειστική αν λυση χρονολογικών σειρών στην παλινδρομηση των δεικτών με τι ανεξρτητες μεταβλητες.

Σμφωνα με τα δεδομένα και τις βασικές μεταβλητες η εμπειρική προσγγιση που υιοθετήθηκε περιλαμβάνει το υπδειγματική κλασική γραμμική παλινδρομηση. Το συγκεκρίμενο υπδειγμα χρησιμοποιήθηκε για κθε βασική δεκτική, οι οποίες αποτελεσαν τις εξαρτημένες μεταβλητες, εν οι ανεξρτητες μεταβλητες προσδιορίστηκαν για κθε δεκτική ξεχωριστά. Στη δετερη φση της εμπειρικής προσγγιση διεξχθησαν διφορε παλινδρομοσει προκειμένου να διαπιστωθε ποιοι παργοντες συνβαλλαν περισσότερο στην εξλιξη των τιμών των σταθμισμένων δεικτών PE, PBV και PS για την περοδο 2007 – 2014.

1.3. Διρθρωση εργασια

Η παροσα μελτη, για την συγκριτικ αποτμηση του κατασκευαστικο κλδου στο Χρηματιστριο Αξιων Αθηνων, διακρνεται σε τσσερα μρη.

Στο πρτο μρο παρατθεται η καθιερωμνη εισαγωγ προκειμνου να παρσχει μια συνοπτικ επισκψηση τη συνολικ μελτη και αποτελετο πρτο κεφλαιο.

Το δετερο μρο αφιερνεται στην καταγραφ των βασικν δεδομνων και εξελεξεων στην ελληρικ οικονομια, καθ και ειδικτερα στον κατασκευαστικ κλδο και αποτελεται απ δο κεφλαια. Στο δετερο κεφλαιο κρθηκε σκπιμο να γνει αναφορ στο οικονομικ περιβλλον και τα δεδομνα τη ελληρικ οικονομια, που επιδρον σημαντικ στον κατασκευαστικ κλδο. Στο τρτο κεφλαιο τη μελτη καταγρφονται τα βασικ χαρακτηριστικ και δεδομνα του κατασκευαστικο κλδου στην Ελλαδα, τα προβλματα και οι προοπτικ ανκαμψη, εν παρλληλα καταγρφονται ορισμνα στοιχεια αναφορικ με την χρηματοοικονομικ επδοση των κατασκευαστικν εταιρειν τα τελευταα τη.

Το τρτο μρο τη εργασια αναλνεται στην θεωρητικ θεμελωση του θεματο και αποτελεται απ να κεφλαιο, που περιλαμβνεται διεξοδικ ανλυση των

βασικὴν μεθόδων ἀποτμῆση πού
χρησιμοποιοῦνται.

Το τρίτο μέρος τῆς ἐργασίας ἀφορᾷ τὴν
εμπειρικὴν προσγγίση τοῦ θέματος καὶ
περιλαμβάνει δύο κεφάλαια. Ἀρχικὸν ἐν
πρῶτον κεφάλαιον ἀναλεταί ἡ μεθοδολογία
ἐν ᾗ βασίσθηκε ἡ παροῦσα ρεῦνα καθ
καὶ ἡ ἐπιλογὴ τῶν δεδομένων πού λήθηκαν
ὑψηλὰ γιὰ τὴν ἀνγκὴν κατάρτιση τῆς μελέτης.
Ἡ εμπειρικὴ ἀνάλυση τοῦ θέματος
ὀλοκληρῆνεται μετὰ τὸ κεφάλαιον πού
καταγράφονται τὰ συμπεράσματα τῶν
ἀποτελεσμάτων τῆς ρεῦνας καὶ κποιε
προτρεῖ γιὰ τὴν ἀνκαμψὴν τοῦ κλάδου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

2.1. Εισαγωγή

Ο κλάδος των κατασκευών και η αγορά ακινήτων θεωρούνται απ τι σημαντικότερε συνιστμενε κθε ανεπτυγμνη οικονομια καθ συνδονται στεν με την οικονομικ ανπτυξη και το επενδυτικ κλμα που διαμορφνεται, εν ακολουθον κυκλικ πορεα με τα μεγθη του να αλληλοεπιδρον στο σνολο τη εκστοτε οικονομια. Ο ρλο που διαδραματζουν διαφρει απ χρα σε χρα, λγω των προκλσεων και των προβλημτων που αντιμετωπζει η κθε οικονομια χωριστ. Κατ τη διρκεια τη διεθνο χρηματοπιστωτικ κρση τη περιδου 2007 - 2009, ο κλάδος των κατασκευών και η αγορά ακινήτων διαδραμτισαν ιδιατερα σημαντικ ρλο, καθ αποτελεσαν μα απ τι βασικ αιτε τη κρση που εκδηλθηκε στι Ηνωμνε Πολιτεε τη Αμερικ (Η.Π.Α.), η οποα επεκτθηκε και στι ανεπτυγμνε οικονομε τη Ευρη. Οι

κατασκευές και η αγορά κατοικίας συνδόνται μέσα με τον οικονομικό κύκλο με μια αμφίδρομη σχέση μισώ επενδύσεων, κατανάλωσης και δανεισμού, εν επηρεάζουν και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η κρήνη στις τιμών κατοικιών στις Η.Π.Α. και η μη ορθή χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων σχετικών με τη στεγαστική πιστή είχαν πρωταγωνιστικό ρόλο στο ξεκίνημα και την εξελίξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Η χρηματοπιστωτική κρίση, που ξεκίνησε στις Η.Π.Α. το 2007 με επίκεντρο την αγορά ακινήτων και τα στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλιση (subprime mortgages), επέκθηκε και απκτήσε διεθνή διάσταση, εν παράλληλα αποκαλύφθηκαν οι αδυναμίες και οι ανισορροπίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα. Η χρεοκοπία του χρηματοπιστωτικού κολοσσού Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 και τα γεγονότα που επακολοθήσαν κατέδειξαν τον κίνδυνου που ενχει η απορροή των αγορών και η υποτίμηση, απτι εποπτική αρχή αλλά και του διεθνούς οίκου αξιολόγησης, των συσσωρευμένων κινδύνων στο ισολογισμό υπερμολεωμένων τραπεζών. Η κρίση μεταφράθηκε, μισω περιορισμών πιστώσεων, στο διεθνή εμπόριο και την πραγματικό οικονομία με συνέπεια να μετατραπεί σε παγκόσμια φεση¹.

¹ Τραπεζατη Ελλάδο, (2012), «Η Αγορά Ακινήτων στην

Συγκεκριμένα, η κρίση οφείλεται εν μέρει στην τερστια αξιολόγηση των ακινήτων στη Η.Π.Α. και σε λλεχρε, μεταβολή οποα δεν ανταποκρίνταν στην πραγματικότητα και με την προδοτων εναντιστρφήκε και πυροδοτησε την κρίση. Στη Η.Π.Α., οι αξετων κατοικι κινθηκαν ανοδικεξαιτατων χορηγσεων προτανοικοκυρι, που σε αρκετ περιπτσειετε απολμβαναν πολυετπεροδοχριτο κεφαλαουετεοι τραπεζε δεν καλπτονταν μεεξασφαλσειαντστοιχετων χορηγσεων που εκτελοσαν. Παρλληλα, οι τραπεζε προχρησαν στην τιτλοποηση και πληση δανεωνσετρου μετι τιτλοποισειτων στεγαστικν δανεων να διαφρουν απτην παραδοσιακ του διρθρωση και να παρνουν τη μορφ πολπλοκων και αδιαφανν δομημνων ομολγων. Η πλειοψηφα των επενδυτν αφψησε τον κνδυνο, ετεαπγνοια, ετεαπ απληστα, ετεαπ λθοεκτμηση, ετεεπειδ βασστηκαν στιβαθμολογειτων δομημνων ομολγων απ του οκου αξιολγηση².

Με το ξεκνημα τη παγκσμια φεση, η επερχμενη εγχρια φεσηταν προβλψιμη, καθ οι αδυναμε και οι ανισορροπετηελληνικ οικονομιαταν γνωστ, βαθι και χρνιε, και οι οποεοδηγησαν στην

Πρσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 41

² Τραπεζατη Ελλδο, (2009), «Αγορ Ακιντων - Εξελεξει & Προοπτικ», Απρλιο 2009, Σελ: 13 - 14

σημερινή οικονομική κατάσταση. Τα υψηλά και διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που δεν επέτρεψαν να μειωθεί το δημοσιονομικό χρο, η ανεπάρκεια της οργανωτικής δομής του ελληνικού κράτους, αλλά και το πρόβλημα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας δεν είχαν ποτέ αντιμετωπιστεί αποφασιστικά με τι απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις³. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει την εν λόγω κατάσταση εξαιτίας των μακροχρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών και της ανεπάρκεια της ασκομένης επ δεκαετίας οικονομικής πολιτικής. Τα ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας είναι από τα μεγαλύτερα (ω ποσοστό) της Ευρωζώνης, εν αντιστοιχία υψηλά είναι τόσο το δημόσιο όσο και το εξωτερικό χρο, μια και αποτελούν συσσώρευση των αντιστοιχών ετσιών ελλείμμάτων. Παράλληλα, βασική διαρθρωτική αδυναμία της ελληνικής οικονομίας αποτελούν τα υψηλά ποσοστά ανεργίας διαχρονικά, ιδιαίτερα στο νόο και τη γυνακέ, ακμή και σε περιόδου υψηλής ανάπτυξης, εν παρατηρείται και μεγάλη ανισότητα στην κατανομή του πλοτού⁴.

Η οικονομική κρίση φέρε στην επιφνεία τα δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας

³ Τρ πεζα τη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην Προφατη Χρηματοπιστωτική Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 41

⁴ Χαροδοβελη Α. Γ. - Σαμπανιτη Θ. (2012), «Οικονομία & Αγορ - Η Ελληνική Αγορ Ακιντων στα Χρνια τη Κρση», Eurobank EFG, Σελ: 1 - 3

τα οποα καλ πτονταν σε περιδου υψηλ
ανπτυξη και τα οποα εναι διαφορετικ
υφ αυτ που εμφανστηκαν στι Η.Π.Α. σε
λλα ευρωπακ κρη.

Η προσφατη δημοσιονομικ κρηση που πληξε
την Ευρη, ιδω την ευρωζνη,
αντιμετωπζεται σε αρκετ χρε με
επανειλημμε και οριζντιε μεισει
μισθν και συντξεων, αλλ και με
φορολογησητη ακνητη περιουσα. Αν και τα
μτρα αυτ προκρνονται σε μεγλο βαθμ
εξαιτα τη αδυναμα των δημοσιονομικ
προβληματικν χωρν να διευρνουν
σημαντικ τη φορολογικ βση με
καταπολησητη φοροδιαφυγ και ανπτυξη
παραγωγικ υποδομ, συχν παρουσιζονται
ωμτρα που πλττουν κυρω του «πλοσιου»,
καθ διαθτουν υψηλο μισθο και ακνητη
περιουσα. Δεδομνου, πω στι χρε του
ευρωπακο ντου παρουσιζονται υψηλ
ποσοστ ιδιοκατοκηση ταμτρα φορολογηση
ακιντων δεν πλττουν μνον σου διαθτουν
μεγλα εισοδματα και πλοτο, αλλ και ευρα
στρματα του πληθυσμο μεγαλτερων
ηλικιν με μικρ δυναττητα εξασφλιση
ρευσττητα μσω δανεισμο προσαρμογ των
ωρν εργασα⁵.

Βσει των διαθσιμων στοιχεων προκπει
εψη πσο περιορισμνα εναι τα ρευστ

⁵ Τραπεζατη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην
Προσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρηση», Δεκμβριο 2012,
Σελ: 26 - 28

περιουσιακ στοιχεία των Νοτιοευρωπαων, σε αντθεση με του Βορειοευρωπαου. Ο μικρο βαθμ ρευσττητα περιορζει σημαντικ τη δυναττητα των Νοτιοευρωπαων, που υφστανται προγρμματα λιττητα στο πλασιο τη δημοσιονομικ κρση, να ανταπεξλθουν σε μεγλε και διαρκε μεισει μισθν και συντξεων, αυξει φρων και επιδενωση τη ανεργα.

Η εκτεταμνη ιδιοκατοκτηση, σε συνδυασμ με την περιορισμνη ρευσττητα του πλοτου των Νοτων, εναι παργοντα που πρει να ληφθε σοβαρ υπψη στο σχεδιασμ για τη λψη των δημοσιονομικν μτρων. Παρλληλα, η σημαντικ ακνητη περιουσα των Νοτιοευρωπαων θα μποροσε να χρησιμοποιηθε ω μοχλ για την απκτηση ρευσττητα και την αντιμετπιση των φοροεισπρακτικν μτρων, τη μεωση μισθν και τη αυξημνη ανεργα που χαρακτηρζουν την περοδο λιττητα. Τα διατανοικοκυρι του Ντου ενδεχεται να κινηθον μελλοντικ προτην κατεθυσνη αυτ σε περπτωση που οι περιοριστικ οικονομικ πολιτικ και η φεση συνεχιστον.

Τα μη ρευστ περιουσιακ στοιχεία, πω η ακνητη περιουσα, δυναται να παρσχουν ρευσττητα στα νοικοκυρι, πω οι καινοτομε που εισχθησαν στην αγορ δανεωνστι ΗΠΑ καττην περοδο πριν απτη χρηματοοικονομικ κρση. Οι λσει αυτ

ο υ σ ι α σ τ ι κ έ π ι τ ρ π ο υ ν τ η ν μ ε ρ ι κ ρ ε υ σ τ ο π ο η σ η α κ ν η τ ο υ π λ ο τ ο υ χ ω ρ π λ η σ η . Τ α “home equity loans” κ α ι “home equity lines of credit (HELOC)” δ ν ο υ ν τ η δ υ ν α τ τ η τ α σ ε ν ο ι κ ο κ υ ρ ι ν α δ α ν ε ζ ο ν τ α ι , α κ μ η κ α ι γ ι α σ κ ο π ο κ α τ α ν λ ω σ η , ν α ν τ ι τ ο υ μ ρ ο υ τ η α κ ν η τ η π ε ρ ι ο υ σ α π ο υ χ ο υ ν ε ξ ο φ λ σ ε ι . Α ν λ η φ θ ε υ π ψ η τ ι ε ν α ι σ χ ε τ ι κ π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ν ο τ ο π ο σ ο σ τ σ υ μ μ ε τ ο χ τ ω ν Ν ο τ ω ν σ ε σ τ ε γ α σ τ ι κ δ ν ε ι α κ α ι τ α ο φ ε ι λ μ ε ν α π ο σ ε ν α ι χ α μ η λ υ π ρ χ ε ι π ε ρ ι θ ρ ι ο π ε ρ α ι τ ρ ω δ α ν ε ι σ μ ο . Α ν κ α ι ο ι σ υ γ κ ε κ ρ ι μ ν ε λ σ ε ι ε π ι λ ο υ ν τ ο π ρ β λ η μ α ρ ε υ σ τ τ η τ α ν ο ι κ ο κ υ ρ ι ν π ο υ δ ε ν ε π ι θ υ μ ο ν ν α π ω λ σ ο υ ν π λ ρ ω τ η ν κ α τ ο ι κ α τ ο υ , ε ν α ι α μ φ β ο λ ο α ν μ π ο ρ ε κ α ι π ρ π ε ι ν α ε ν θ α ρ ρ υ ν θ ε η χ ρ σ η τ ο υ σ τ ι χ ρ ε τ ο υ Ε υ ρ ω π α κ ο Ν τ ο υ σ ε σ υ ν θ κ ε β α θ ι φ ε σ η . Β α σ ι κ λ γ ο ε ν α ι π ω δ ε ν ε ν α ι ε κ ο λ ο ν α ε λ ε γ χ θ ε τ ο α π ο τ λ ε σ μ α τ η χ ρ σ η χ ρ η μ α τ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν π ρ ο ν τ ω ν , ε π ε ι δ ε ξ α ρ τ τ α ι α π ο φ α σ ι σ τ ι κ α π τ ι ε π ι λ ο γ τ ω ν δ ι ω ν τ ω ν ν ο ι κ ο κ υ ρ ι ν .

Η ε μ π ε ι ρ α τ ω ν ν ο ι κ ο κ υ ρ ι ν σ τ ι Η Π Α , σ τ α ο π ο α δ θ η κ α ν τ τ ο ι ε ε υ κ α ι ρ ε κ α τ τ η δ ε κ α ε τ α τ ο υ 2000, τ α ν ι δ ι α τ ε ρ α α ρ ν η τ ι κ . Η μ α κ ρ χ ρ ο ν η α υ ξ η τ ι κ π ο ρ ε α τ ω ν τ ι μ ν τ ω ν α κ ι ν τ ω ν δ η μ ι ο ρ γ η σ ε σ τ α ν ο ι κ ο κ υ ρ ι τ η ν π ρ ο σ δ ο κ α τ ι ο ι τ ι μ δ ε ν θ α υ π ο χ ω ρ ο σ α ν π ο τ κ α ι σ τ ι τ ρ π ε ζ ε τ η ν ε ν τ π ω σ η τ ι α υ τ ο π α ρ γ ο ν τ α δ ε ν τ α ν σ η μ α ν τ ι κ γ ι α τ ο υ δ ι κ ο τ ο υ υ π ο λ ο γ ι σ μ ο . Ε κ μ ε τ α λ λ ε υ μ ε ν α τ α χ α μ η λ ε π ι τ κ ι α κ α ι τ η ν κ α ι ν ο τ ο μ α τ ο υ

χρηματοπιστωτικό τομέα, πολλοί νοικοκυρι-
οί ΗΠΑ χρησιμοποίησαν την ακνητη
περιουσία τους ως “αυτματη ταμειακ-
μηχανή” τη δεκαετία του 2000 και υποθήκευσαν
μεγάλο ποσοστό της, ακόμη και για
καταναλωτικό σκοπό. Ταν κατπίν οι τιμ-
ές των ακινήτων κινήθηκαν πτωτικά, πολλοί
νοικοκυριό με υποθήκε που κλυπταν σχεδόν
λή την προγενεστερή αξία του ακινήτου
κατλήξαν με αρνητική ακνητη περιουσία
(χρόνο μεγαλύτερη αξία της) και τελικά
χρεοκπησαν.

Με βση την εικνα που παρουσιζουν τα
χαρτοφυλκία των νοικοκυριών και οι
οικονομικές ντιώνχωρον, δεν είναι ββαιο-
τι θα υπρξει η αναγκαία προσφορ ζτηση
για ττοια προντα, στε να αντιμετωπιστε
το πρβλημα ρευσττητα των νοικοκυριών
του Ντου με ττοιο τρόπο. Λγω λλειψη
ρευσττητα, τα τραπεζικά συστήματα του
Ντου χουν περιορισμένη δυναττητα για
δνεια, καθ και απροθυμία να τα
προσφρουν, εξαιτα του αββαιου
μακροοικονομικού περιβλλοντο. Απ την
πλευρτη ζτηση, αναφρθηκε πιο πνω τι
τα ντια νοικοκυριό δεν διατηρον υποθήκε
σε μεγάλη ηλικία, ακόμη και σε συγκριση με
βρεία νοικοκυριό τη Ευρπη που διαθτουν
ιδικτητη πρτη κατοικία και αντιστοιχα
λοιπ χαρακτηριστικά. μω, παρ τι
εδραιωμνε αντιλψη και πρακτικ των
νοικοκυριών του Ντου, δεν μπορε να

αποκλειστέ το ενδεχόμενο προσπθεία
ρευστοποηση τη ακνητη περιουσα απ τα
δια τα νοικοκυρι αν η φεση συνεχιστε
για μεγλο χρονικ διστημα. Σε κθε
περπτωση, θα ταν ιδιατερα αρνητικ
εξλιξη για την οικονομια γενικτερα μα
διευρυνη κρη ιδιωτικ ν δανεων μετ και
την κρη του δημσιου χρου.

2.2. Οικονομικ Περιβλλον

2.2.1. Μακροοικονομικ Εξελεξει & Προοπτικ

Τα τελευταα τη η Ελλα καταβλλει
σημαντικ προσπθεία αναδιταξη τη
οικονομια τη μσω προγραμμτων
δημοσιονομικ προσαρμογ και
διαρθρωτικ ν μεταρρυθμσεων, υπ την
εποπτεα τη Ευρωπακ Επιτροπ (Ε.Ε.), τη
Ευρωπακ Κεντρικ Τραπεζα (Ε.Κ.Τ.) και του
Διεθνο Νομισματικο Ταμεου (Δ.Ν.Τ.). Κατ
την εφαρμογ των προγραμμτων χουν
παρουσιαστε σημαντικ καθυστερσει και
αδυναμε εφαρμογ κρησιμων πολιτικ ν πω:

η αδυναμα αποτελεσματικ
μεταρρυθμσεω και θσπιση εν
σταθερο φορολογικο συστηματο και
ανασυγκρητηση των δημοσων υπηρεσι ν
η αδυναμα των αρμδιων φορων στη
βεβαωση και εσπραξη των φρων

η συνεχ καθυστέρηση στην προ θηση των
αποκρατικοποι σεων και των λοιπ ν
δρ σεων αξιοποι σεω τη δημ σια
περιουσα

η μη θ σπιση εν γενικ τερου πλαι σου
για την προ θηση και προσ λκυση
ιδιωτικ ν επενδ σεων

Η σημαντικ προσαρμογ⁶ που χει επιτευχθε
μχρι σμερα, με ιδιατερα μεγ λο κ στο για
την οικονομια τη χρα, β θισε την χρα σε
πρωτοφαν φεση, η οποα αποτελε σοβαρ
εμπδιο στην επιδιωκ μενη προσαρμογ⁷.

Η ελληνικ οικονομια ανακ μπτει σταδιακ
απ την φεση που διαρκε απ το 2015, μετ τη
βραχβια πια ανκαμψη του 2014, και κινεται
στο δετερο μισ του του προ θετικο
ρυθμο, χοντα απορροφσει να μρο απ τι
ντονε αναταρξει που επ λθαν απ την
επιβολ των περιορισμ ν στι κινσει
κεφαλαων (capital controls) το καλοκαρι του 2015,
πω αποτυπνεται και απ το δεκτη
οικονομικο κλματο που καταγρ φει το
ΙΟΒΕ, εν για το 2016 προβλεπεται οριακ
φεση. Σημεινεται ββαια πω η ελληνικ
οικονομια παρουσιζει του χαμηλ τερου

⁶ Ι. Ο. Β. Ε., (2013), «Η Ελληνικ Οικονομια - 1/13», δρυμα
Οικονομικ ν & Βιομηχανικ ν Ερευν ν, Τριμηνιαα
κθεση, Τεχο 71, Παρουσαση, Σελ: 22

⁷ Μασουρκη Μ. Ε. (2012), «Οικονομικ Δελτο - Το
Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνικ Οικονομια:
Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ », Alpha Bank, Μιο 2012,
Τεχο 117, Σελ: 3

ρυθμό ανάπτυξη στην Ευρώπη για δεύτερο συνεχόμενο⁸.

Συνδυασμό θετικών και αρνητικών παραγόντων, πω η ευνοϊκή επδράση που είχαν εξωτερικά εξελίξει στη αφεξεί τουριστική στο δεύτερο μισό του καλοκαιριού, οι χαμηλές τιμές ενργεία διεθνών, η αυξημένη τση καταγραφών συναλλαγών δραστηριότητα λόγω της ηλεκτρονικών μσών πληρωμών, η τση αναπλήρωση αποθεμάτων από τις επιχειρήσεις, η εππτώση της αξιολόγησης των φορολογικών συντελεστών, η επιβρύση του ευρωπαϊκού επενδυτικού κλίματος λόγω του δημοψηφισματος στο Ηνωμένο Βασίλειο, και ασφαλώς η δυσχρεία χρηματοδότηση, η υψηλή φορολόγηση και η παρατεταμένη αβεβαιότητα οδηγούν από κοινού σε μια συνθετική εικόνα χωρίς ισχυρή τση στο μακροοικονομικό και δημοσιονομικό επίπεδο, με αποτέλεσμα ο ετσιοπραγματικός ρυθμός ανάπτυξης για το 2016 φανείται ότι θα κυμανθεί σε περιοχόριακώς δυσμενώς στερή από, τι προβλέπεται από τον προπολογισμό. Κρσιμή παρμετρο αποτελεί το γεγονός αν δημιουργούνται σταδιακά οι συνθήκες για βίσιμη ανάπτυξη μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Τσο οι επενδυτές και τα νοικοκυριά κινούνται, για σημαντικές αποφσεις, με βση τις προσδοκίες που δημιουργούνται, ακμή και βραχυπρόθεσμα, η ανκαμψη θα παραμνεί

⁸ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνική Οικονομία - 3/16», δρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, Τριμηνιαία κθεση, Τεχό 85, Σελ: 7

αναίμικα αν δεν δημιουργηθεί πρώτα το πλαίσιο για να στηριχτούν ορθολογικά προσδοκία θετικής εξέλιξης στο μλλον. Η συνεχιζόμενη επενδυτική αποχή, συμπεριλαμβανόμενα και τα εξελίξεις στην αγορά ομολόγων και το Χ.Α.Α. του τελευταίου μνε, σηματοδοτεί ότι ττοιεί θετική προσδοκία επ του παρντο δεν υπάρχουν σε επαρκ βάθμ⁹.

Θετική εξέλιξη για αναπτυξιακά υπάρχουν, καθ η διατήρηση της δημοσιονομικής σταθερότητας αποτελεί μια αναγκαία βση, η διαχείριση της δημόσιας περιουσίας στο νότα με οθα μπορούσε να οδηγήσει σε υψηλότερη αξία και αποτελεσματικότητα, εν υπάρχουν ενδεξεί κινήματα σε τμματα τη αγορά εργασίας. Παρ το γεγονός πω η ελληνική κρήση προκλήθηκε από αρνητική διεθνή εξέλιξη του 2008, οφέλεται σε στρεβλώσει και παθογενείε πολλών ετών, καθ η ελληνική οικονομία πριν την φέση δεν ταν επαρκ εξωστρέφ και διεθνή ανταγωνιστική, εν μέγλο τμματα τη οικονομική δραστηριότητα εξαρτιταν, μέσα μμεσα, από τη λειτουργία του δημοσίου τομα. Ορισμένοι κλδοί και επιχειρήσει εμφανίζουν πλέον ντόνη εξωστρέφ επιχειρηματικότητα, εν και ορισμνε δρσει του δημοσίου χουν αναγκαστικά περιοριστέ λγω τη

⁹ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνική Οικονομία - 3/16», δρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, Τριμηνιαία κθήση, Τεχο 85, Σελ: 7

δημοσιονομικ προσαρμογ . Η καθυστέρηση αποπληρωμ του δημοσίου προ του προμηθευτ του, βελτινει την ρευσττητα του δημοσίου, αλλ υποσκαπτει την ανταγωνιστικτητ τη οικονομια και τη προοπτικ των επιχειρησεων ρα και τη ανπτυξη . Ταυτχρονα, η οικονομια μα παραμνει απ τι πλον κλειστ στην Ευρη και μετση περαιτω σχετικ επιδενωση , Αντστοιχα, η χρα παραμνει πολ χαμηλ στου σνθετου δεκτη που μετρον τη διεθν ανταγωνιστικτητα . Σημαντικ ρο για μεσε και λλε επενδσει επση δεν καταγραφονται, γεγον σε να βαθμ σχετιζμενο και με τη συνεχιζμενη επιβολ ελγχων κεφαλαου που ασφαλ δεν θα μπορε να αρθε αν η οικονομια δεν δεξει πρτα αλλ πειστικ σημδια διατηρησιμη ανπτυξη .

Σημαντικ ζτημα για την ελληνικ οικονομια αποτελε το εξωτερικ χρο , καθ αυτ ανρχεται σε υψηλ ποσοστ του Α.Ε.Π. μεσα σχετιζμενο εναι και το εππεδο πρωτογεν ν πλεονασμ των που προβλπονται στο προγραμμα προσαρμογ , πω και το π και πτε η χρα θα επανλθει στι διεθνε αγορ για τη χρηματοδτηση τη . Η αβεβαιτητα που δημιουργε το συνολικ μγεθο του χρου αποτελε ανασταλτικ παργοντα για την οικονομικ δραστηριτητα .

Το β' τριμήνιο του 2016, η πτση του ΑΕΠ στο αμσω προηγούμενο τριμήνιο ταν 1,0%, αντ πτση 1,4% στα αντστοιχα στοιχεία που εχαν ανακοινωθε για αυτ. Με την υποχρηση του ΑΕΠ κατ 0,9% στο δετερο τριμήνιο φτο, η ελληνικ οικονομια συμπλωσε να το σε φεση. Στο σνολο του πρτου φετινο εξαμνου του τρχοντο του το εγχοριο προν περιορστηκε κατ 1,0%, εν στο διο εξμηνο πρυσι αυξανταν κατ 0,6%¹⁰. Αντστοιχα, στο πρτο εξμηνο του 2016, η εγχορια κατανλωση περιορστηκε κατ 1,6% σε σγκριση με την διαπεροδο πρυσι, ταν διευρυνταν κατ 0,8%. Η μεωσ τη ενισχθηκε ελαφρ στο δετερο τριμήνιο σε σγκριση με το πρτο (1,9% απ 1,3%), απ την εντοντερη κμψη των καταναλωτικν δαπανν των νοικοκυριν (1,7% απ 1,0%). Η μικρ νοδοτων επενδσεων στο α' τριμήνιο του 2016 συνεχστηκε και ενισχθηκε στο επμενο τριμήνιο, φθνοντα το 22,8%. Το χρονικ διστημα Ιανουαρου - Ιουνου 2016 οι επενδυτικ δαπνε ταν 12,1% υψηλτερε απ πρυσι, ταν σημεωναν πτση 3,5%. Σημεινεται πω η αξιση παγου κεφαλαου κινθηκε ανοδικ κατ μλι 2,0%, με την υπλοιπη αξιση να οφελεται πρωττω στη διαφορετικ τση των αποθεμτων, τα οποα διευρνθηκαν κατ περπου 440 εκατομμρια ευρ στο πρτο εξμηνο του 2016, εν στο διο χρονικ

¹⁰ Ι. Ο. Β. Ε., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομια - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 12 - 13

διστήμα του περασμένου του υποχώροσαν
κατ 572 εκατομμύρια ευρώ.

Αναφορική με την εξαγωγική δραστηριότητα,
η κμψή του συνεχίστηκε με αμεώτηνταση
καθ' όλο το εξήμενο Ιανουαρίου – Ιουνίου 2016,
παρτή χαλρωση των περιορισμών στην
κνήση κεφαλαών με αποτέλεσμα οι εξαγωγ
να μειώθον κατ 11,4% συγκριτικ με πρυσί,
που είχαν διευρυνθ κατ 2,6%. Δεδομένου πω
οι εξαγωγή προντων αυξήθηκαν πια και στα
δοτρήνα του πρώτου εξαμήνου 2016 (μ.ο. 2,3%),
η ισχυρ συρρκνώση των εξαγωγ ν υπηρεσίον,
η οποα συνεχίστηκε στο β' τμήνο (-26,5%)
αποτελετήν αιτατή φθνούσα πορεία του
συνλου των εξαγωγών. Η πτωτικ τση στί
εξαγωγή υπηρεσίον οφέλεται κυρω στήν
υποτονικ ζτήση διεθνών μεταφορικ ν
υπηρεσίον και λοιπών υπηρεσίον.

Η χαλρωση των κεφαλαϊακ ν ελγχών εντ
του 2016 φανεταί τι εχε στο δετερο τμήνο
θετικ επδραση στί εισαγωγή, καθ
υποχρησαν για πρώτη φορ απτήν επιβολ
περιορισμών στην κνήση κεφαλαών
υποχρησαν λιγτερο απ τι εξαγωγή,
αναλογικ και σε απλυτο μέθο. Η πτση
των εισαγωγών στο α' εξήμενο του 2016
διαμορφθ ηκε στο 9,6%, εν στήν αντιστοιχη
περοδο πρυσί αυτ αυξνονταν ελαφρ
(+2,8%)¹¹. Η αβεβαιτήτα για τι προοπτικ τη

¹¹ Ι.Ο.Β.Ε., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα – 3/16», δρυμα
Οικονομικ ν & Βιομηχανικ ν Ερευνών, Τριμήνια α
κθεση, Τεχο 85, Σελ: 13

ελληνικό οικονομία χει ελαφρ κάμφθε απ την ολοκλήρωση τη πρώτη αξιολόγηση του τρίτου Μνημονίου, ενω σχετικ ενδεξει καταγράφονται η άξηση των καταθέσεων επιχειρήσεων και νοικοκυριών κατ 2,2 δισεκατομμύρια ευρώ το τρίμηνο Ιουνίου - Αυγούστου και η πια νόδο του δεκτη Οικονομικό Κλάματο. Επιπλόν, το τραπεζικό σύστημα, επωφελεμένο απ την ανκτηση τη πρόσβαση στο βασικό μηχανισμό παροχ ρευστότητα τη ΕΚΤ (επαναφορ του waiver), χει δη επιβραδνει το ρυθμ πιστωτικό συρρκνωση προτι επιχειρήσει, απ 6,6% στην περοδο Ιανουαρου - Μαου σε 2,9% στο επμενο τρίμηνο.

Σημεινεταί πω το μεγαλύτερο μρο των τραπεζικών καταθέσεων οι οποε αποσρθηκαν απτι τραπεζε δεν χει επιστρψει, οι περιορισμο στην κνηση κεφαλαών συνεχζονται, εν παρλληλα εκκρεμε η διαχεριση των «κκκινών δανέων», διαδικασα με επιδρσει στα διαθσιμα κεφλαια και τον πραγματικό πλοτο επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Ο δεκτη Καταναλωτικό Εμπιστοσνη βρσκεταί το 2016 κτω απ το περυσιν, δη χαμηλ εππεδ του, εξλιξη η οποα οφελεταί στι προβλψει των νοικοκυριών για την οικονομικό κατστασ του, καθ και για την οικονομικό κατσταση τη χρα στο επμενο δωδεκμηνο.

Σε τι αφορά τι επιχειρήσει, τα μτρα που θεσπίστηκαν στο πλαίσιο τη πρώτη αξιολόγηση δημιουργόν προσθέτε επιβαρύνσει στι επιχειρήσει και στην αγορά εργασια. Πιθαν εξέλεξει απ αυτ τι μεταβολ θεωρονται η αλλαγ νομικ μορφ απ να τμ μα των επιχειρήσεων (σε ΙΚΕ ΑΕ) η μεταφορ δρα εκτ Ελλάδα. Ανεξρτητα απ τι σημαντικ επιπτσει επιβαρύνσεων στο φορολογικ συστημα και στι εργασιακ σχεσει, την αβεβαιτητα για τον τροπο ρθμιση των μη εξυπηρετομενων δανων κ., η ολοκληρωση τη πρώτη αξιολόγηση αρει σταδιακ την επιφυλακτικητα για τη συγχιση των διαρθρωτικν αλλαγν και τη δημοσιονομικ προσαρμογ. Σε αυτ την εξλιξη συμβλλει η αυξημνη του τελευταου μνε κινητικητα στο πεδο των αποκρατικοποισεων, δραστηριτητα η οποα αναμνετα να αποτυπωθε στι επενδσει απ το 2017, καθ απαιτεται χρνο για την τυπικ ολοκληρωση των σχετικν διαγωνιστικν διαδικασιν και την αδειοδτηση των επενδυτικν σχεδων.

Σημαντικ εξλιξη θα αποτελσει η εκκνηση των διαπραγματεσεων για το δημσιο χρο. Απφαση για ελφρυνση του χρου θα βελτισει τι μεσοπρθεσμε προοπτικ τη οικονομια τη, ενισχοντα την ελκυστικητητη.

Η ρευστητητα εξακολουθε να υπολεπεται αρκετ πριν την μαζικ απσυρση καταθσεων

και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls). Απαιτείται η επιστροφή αισθητά μεγαλύτερου μέρους των καταθέσεων, η οποία εξαρτάται από τη σταθερότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, καθ' και η εισροή ξένων κεφαλαίων, που επηρεάζεται από τα χαρακτηριστικά του επενδυτικού περιβάλλοντος (ρόλο - λειτουργικότητα κράτους, φορολογικό σύστημα, εργασιακές σχέσεις, απονομή δικαιώσεων), προκειμένου να διευρυνθεί η κεφαλαιακή βάση του τραπεζικού συστήματος και να καταστεί δυνατή μια σταθερή, επεκτατική πιστωτική πολιτική. Η διαθεσιμότητα επενδυτικών κεφαλαίων ενισχύεται από την περισσότερο εμπροσθοβαρή υλοποίηση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (αξίωση 610 εκατομμυρίων ευρώ, τοις 39%). Πράτατα, οι δημόσιες επενδυτικές δαπάνες υπολείπονται αισθητά του στόχου (880 εκατομμυρίων ευρώ -28,9%)¹².

Συμφώνα με το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών για τον Ιούλιο 2016 προκρίνει σχετικά ανθεκτικότητα των εξαγωγών αγαθών - υπηρεσιών (+3,7%), κατπιν τη σημαντική ανόδου του στα προηγούμενα τη. Η βελτίωση του ισοζυγίου απότι υψηλότερη εξαγωγή υπεραντιιστήμισε την κατακρυφή νοδων εισαγωγών (+29,9%). Αυτ οι τσει, που συνεχζονται τον Αγουστο στα προντα συμφώνα με στοιχεία τη ΕΛ.ΣΤΑΤ.,

¹² Ι. Ο. Β. Ε., (2016), «Η Ελληνική Οικονομία - 3/16», δρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, Τριμηνιαία κθεση, Τεχο 85, Σελ: 16

επιβεβαιώνουν την παραμύουσα υψηλή
εξρτηση τη ελληνικ οικονομια απ τι
εισαγωγ . Επισημανεται τι οι
συγκεκριμεν εξαγωγικ επιδσει
σημειθηκαν σε περοδο που η τιμ του
πετρελαου βρσκεται σε χαμηλ εππεδα, εν
και η ισοτιμα του ευρ ναντι του δολαρου
δεν εναι υψηλ .

Τα να δημοσιονομικ μτρα θα ασκσουν
πισει στο διαθσιμο εισδημα και την
κατανλωση των νοικοκυριν απ το τρχον
εξμηνο . Το τεχνικ αποτλεσμα τη χαμηλ
κατανλωση - βση συγκριση στο δετερο
εξμηνο του 2015, διευκολνει τη διερυνση
των καταναλωτικν δαπανν . Την ενσχυση τη
ιδιωτικ κατανλωση θα στηρξει και η
συνχιση τη υποχρηση τη ανεργα , μω η
κμψη τη αναμνεται να εξασθενσει απ το
ταρτο τρμηνο του 2016, υπ τι πισει των
αυξημνων ασφαλιστικν εισφορν και τη
υψηλ φορολογα εισοδματο .

Οι περικοπ στη δημσια κατανλωση κατ το
α' εξμηνο 2016 θα συνεχιστον , μω η
επανεκκνηση τη δημοσιονομικ
προσαρμογ στο β' εξμηνο του 2015 και οι
προσπειε επτευξη του στχου για το
πρωτογεν λλειμμα , εχαν οδηγησει σε
συγκρτηση καταναλωτικν δαπανν στο
δημσιο τομα . Παρ την αναμενμενη πια
αξηση στο β' εξμηνο , τα καταναλωτικ
ξοδα του δημσιου τομα θα περισταλον

κατ' 0,8% με 1,2% το 2016¹³. Η μφάση για δημοσιονομική προσαρμογή το 2017 δνεται στην ενσχυσή των φορολογικών εσδων, σύμφωνα με τα δημοσιονομικά μτρα στο προσχδιο του κρατικό προπολογισμό και τι προβλψει για τα σοδα και τι δαπνε, που προβλπεται πια αξηση τη δημσια κατανλώση. Η συμμετοχ του δημσιου τομα στην επενδυτική δραστηριτητα, θα ενισχυθε ελαφρ το 2016 (6,75 εκατομμρια ευρ) απ την περισστερο εμπροσθοβαρ υλοποηση του ΠΔΕ και τη μικρ αξηση των ενισχσεων του. Μεγαλτερη θηση θα προλθει το 2017 απ τι επενδσει οι οπoe αφορον ιδιωτικοποισει και παραχωρσει οι οπoe ολοκληρηθηκαν το τρχον το, πω το Ελληνικ, τα περιφερειακ αεροδρμια, η πληση του Αστρα Βουλιαγμνη κ.. Σημαντικ τεχνικ ενσχυση των επενδσεων το δετερο εξμηνο του 2016 θα επλθει απ τα αποθματα επιφροντα θετικ πρσημο στην εξλιξη των επενδσεων (αξηση 10-11%).

Η υποχρηση του συνλου των εξαγωγν θα εξασθενσει β' εξμηνο 2016, λγω τη τεχνικ εξουδετρωση τη επδραση των περιορισμν στην κνηση κεφαλων (capital controls). Η πια αξηση των εξαγωγν αγαθν στο α' εξμηνο του 2016 θα ενισχυθε στο β', εν οι εξαγωγ υπηρεσιν θα ανακμψουν κυρω απ την απτομη αλλαγη τση, απ κατακρυφη πτση σε

¹³ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιακ κθεση, Τεχο 85, Σελ: 16

νοδο, στις υπηρεσίες μεταφορών και λοιπών υπηρεσιών. Συνολικά, οι εξαγωγές το 2016 θα κινηθούν πρωταρχικά εξαιτίας της μείωσης του στο β' εξάμηνο με αποτέλεσμα να μειωθούν κατά 5,5%. Το 2017 η σταδιακή ανάκαμψη της εμπιστοσύνης στην ελληνική οικονομία, η περαιτέρω ρύθμιση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και η επιτυχυνση του παγκόσμιου εμπορίου θα ενισχύσουν τις εξαγωγές αγαθών περισσότερο από 4,5% με 5,0% με ελαφρώς μεγαλύτερη διερεύνηση των εξαγωγικών υπηρεσιών.

Η πτώση των εισαγωγών στο β' εξάμηνο του 2015, που υπερβήκε την ετήσια εξαγωγή, αποτέλεσε χαμηλή βάση σύγκρισης για τα φετινά μέγιστα. Την διερεύνηση των εισαγωγών υποβοήθησε η χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls), καθώς μβλυνε αίσθημα στο β' τρίμηνο της συρροής του, ενώ οι εισαγωγές θα μετριαστούν το β' εξάμηνο από την πλήρη εφαρμογή των δημοσιονομικών μέτρων που επηρεάζουν το διαθέσιμο εισόδημα, η οποία θα εξασθενήσει την καταναλωτική ζήτηση. Η προβλεπόμενη κλιμάκωση της εγχώριας ζήτησης το 2017 θα διοχετευθεί σε μεγάλο βαθμό στη ζήτηση για εισαγωγές.

Συμφώνα με το ΙΟΒΕ το Α.Ε.Π. το 2016 εκτιμάται πως θα κινηθεί αρνητικά στην περιοχή του 0,3-0,5%, ενώ για το 2017 αναμένεται να ανακάμψει κατά 1,5%-2,0%. Η ντόνη αναθρομανση της παραγωγής στη μεταποίηση στο β' τρίμηνο, η

παραμόντη δραστηριότητα στον τουριστικό τομέα λόγω χαμηλότερα από υψηλή περυσιν και η ανακοπή πτώση στις κατασκευές είχαν θετικό αντίκτυπο στην απασχλήση. Η δημιουργία θέσεων εργασίας σε σχέση με το β' τρίμηνο 2015 οφείλεται και στη σημαντική συμβολή του δημοσίου τομέα μέσω των προγραμμάτων κοινωνικού έργου. Η προεξόφληση από τα νοικοκυριών επερχόμενων μισθών τα οποία επηρεάζουν αρνητικά το διαθέσιμο εισόδημα του, περιρίσει καταναλωτικό του δαπάνε, οδηγώντας σε μείωση της απασχλήσης στο χονδρικό-λιανικό εμπόριο για πρώτη φορά από το δ' τρίμηνο 2014. Συνολικά, η απασχλήση αυξήθηκε κατά 2,1% στο β' τρίμηνο 2016 σε σχέση με το 2015 και το ποσοστό ανεργία υποχώρησε στο 23,1%, το χαμηλότερο των τελευταίων τεσσάρων ετών.

Οι κλάδοι του ιδιωτικού τομέα που συνβάλλαν στην κμψήτηση ανεργία στο α' εξάμηνο του 2016, θα συνεχίσουν να ασκούν επδράση, εν η ισχυρά αξίηση της δραστηριότητα στη μεταποίηση συνεχίζεται στο γ' τρίμηνο (+9,2% ο δεκτη παραγωγή τον Ιούλιο 2016), πω και η διαφαινόμενη από τη μείωση των διεθνών εισπράξεων στον τουρισμό αφομοώση τη σημαντική άνδου του τα τη 2013 - 2015. Οι αλλαγές στην φορολογία και τιασφαλιστική εισφορά του ελεθερου επαγγελλματε το 2017 θα προκαλσουν ανακαταταξει από το δ' τρίμηνο 2016, με επιπτσει στην απασχλήση

του. Συνεκτιμνντα αυτ τι επιδρσει, στο σνολο του 2016 η ανεργα θα υποχωρσει κτω απ το 24%, περπου 1% χαμηλτερα απ πρυσι, εν το 2017 θα ανλθει οριακ υψηλτερα απ 22,5%.

Παρ τη διαφαινμενη νοδο τη κατανλωση στο γ' τρμηνο και την αξηση του ΦΠΑ, ο αποπληθωρισμ δεν εξασθνησε. Διαμορφθηκε στο 1,0% στο δμηνο Ιουλου - Αυγουστου 2016, πω και το προηγουμενο τρμηνο (1,1%). Στο οκτμηνο Ιανουαρου - Αυγουστου ο Γενικ Δεκτη Τιμν Καταναλωτ υποχρησε κατ 0,9%, ναντι αποπληθωρισμο 2,2% την διαπεροδο του 2015. Η εντοντερη μεωση τιμν το 2016 σημεινεται στι κατηγορε αγαθ ν/υπηρεσι ν «Στγαση» και «Μεταφορ», κατ 4,5% και 4,0%, λγω των χαμηλν τιμν πετρελαου. νοδο τιμν 2,6% και 1,4% σημειθηκε στα «Ξενοδοχεια - Καφ - Εστιατρια» και στα προντα «Καπν - Αλκοολοχα Ποτ» αντστοιχα, αντανακλντα την επδραση τιμ του υψηλτερου ΦΠΑ, εν σημαντικ νοδο συνεχζει να καταγρφεται στην «Υγεα» (+2,5%). Η συνχιση του αποπληθωρισμο στο γ' τρμηνο με τον διορυθμ αντανακλ την παραμνουσα χαμηλ ζτηση, με αποτλεσμα η πτηση τιμν το 2016 να διαμορφωθε στο 1,1%, 0,6 ποσοστιαε μονδε χαμηλτερα απ πρυσι. Ο βασικ παργοντα αποπληθωρισμο για το 2016, η πτηση των τιμν του πετρελαου, πιθαντατα δεν θα συνεχσει να υφσταται στο επμενο το. Η

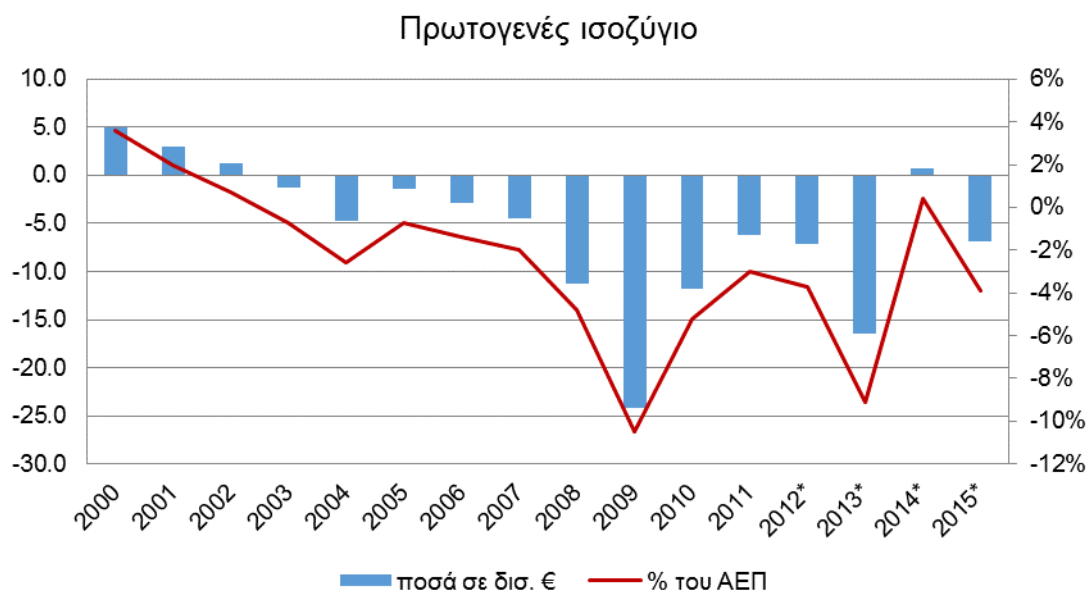
πρ ο σ φ α τ η α π φ α σ η γ ι α μ ε ω σ η τ η δ ι ε θ ν ο
π ε τ ρ ε λ α κ π α ρ α γ ω γ ε κ τ ι μ τ α ι π ω θ α
ο δ η γ σ ε ι σ ε ν ο δ ο τ ω ν τ ι μ ν. Α ν α σ χ ε τ ι κ
σ τ ο ν α π ο π λ η θ ω ρ ι σ μ α ν α μ ν ε τ α ι ν α δ ρ σ ο υ ν
κ α ι ο ι ν ο ι μ μ ε σ ο ι φ ρ ο ι ο ι α υ ξ σ ε ι δ η
υ π α ρ χ ν τ ω ν, π ο υ π ρ ο β λ π ε τ α ι ν α
ε φ α ρ μ ο σ τ ο ν α π τ ο 2017 μ ε α π ο τ λ ε σ μ α ν α
π ρ ο β λ π ε τ α ι ν ο δ ο τ ο υ Γ ε ν ι κ ο Δ ε κ τ η Τ ι μ ν
Κ α τ α ν α λ ω τ τ ο ε π μ ε ν ο τ ο κ α τ 1,3%.

Τ α τ ε λ ε υ τ α α τ η η Ε λ λ δ α κ α τ α β λ λ ε ι
σ η μ α ν τ ι κ π ρ ο σ π θ ε ι α α ν α δ ι τ α ξ η τ η
ο ι κ ο ν ο μ α τ η μ σ ω π ρ ο γ ρ α μ μ τ ω ν
δ η μ ο σ ι ο ν ο μ ι κ π ρ ο σ α ρ μ ο γ κ α ι
δ ι α ρ θ ρ ω τ ι κ ν μ ε τ α ρ ρ υ θ μ σ ε ω ν, υ π τ η ν
ε π ο π τ ε α τ η Ε υ ρ ω π α κ Ε π ι τ ρ ο π (Ε. Ε.), τ η
Ε υ ρ ω π α κ Κ ε ν τ ρ ι κ Τ ρ π ε ζ α (Ε. Κ. Τ.) κ α ι τ ο υ
Δ ι ε θ ν ο Ν ο μ ι σ μ α τ ι κ ο Τ α μ ε ο υ (Δ. Ν. Τ.). Κ α τ
τ η ν ε φ α ρ μ ο γ τ ο υ π ρ ο γ ρ μ μ α τ ο
π α ρ ο υ σ ι ζ ο ν τ α ι σ η μ α ν τ ι κ κ α θ υ σ τ ε ρ σ ε ι σ ε
π ο λ λ ο τ ο μ ε κ α ι α δ υ ν α μ ε ε φ α ρ μ ο γ
κ ρ σ ι μ ω ν π ο λ ι τ ι κ ν π ω :

η α δ υ ν α μ α α π ο τ ε λ ε σ μ α τ ι κ
μ ε τ α ρ ρ υ θ μ σ ε ω κ α ι θ σ π ι σ η σ τ α θ ε ρ ο
φ ο ρ ο λ ο γ ι κ ο σ υ σ τ μ α τ ο κ α ι
α ν α σ υ γ κ ρ τ η σ η τ ω ν δ η μ ο σ ω ν υ π η ρ ε σ ι ν
η α δ υ ν α μ α σ τ η β ε β α ω σ η κ α ι ε σ π ρ α ξ η
τ ω ν φ ρ ω ν
η κ α θ υ σ τ ρ η σ η σ τ η ν π ρ ο θ η σ η
α π ο κ ρ α τ ι κ ο π ο ι σ ε ω ν κ α ι τ ω ν λ ο ι π ν
δ ρ σ ε ω ν α ξ ι ο π ο ι σ ε ω τ η δ η μ σ ι α
π ε ρ ι ο υ σ α

η μη θσπιση πλαισιου για την προθηση και προσλκυση επενδσεων η αρνητικ επδραση απ την επιβολ ελγχων στην κνηση κεφαλων (capital controls)

Η σημαντικ προσαρμογ¹⁴ που χει επιτευχθε, με ιδιατερα μεγλο κστο για την οικονομια τη χρα, βθισε την χρα σε πρωτοφαν φεση, η οποα αποτελε ταυχρονα σοβαρο εμπδιο στην επιδιωκμενη προσαρμογ¹⁵.



Δ ι γ ρ α μ μ α 1: Εξ λιξη η πρωτογενο ισοζυγου

Πηγ : ΕΣΥΕ, Δελτα τ που Δημοσιοοικονομικ ν στοιχεων

¹⁴ Ι.Ο.Β.Ε., (2013), «Η Ελληνικ Οικονομα - 1/13», δρυμα Οικονομικ ν & Βιομηχανικ ν Ερευν ν, Τριμηνια κθεση, Τεχο 71, Παρουσαση, Σελ: 22

¹⁵ Μασουρκη Μ.Ε. (2012), «Οικονομικ Δελτο - Το Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνικ Οικονομα: Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ », Alpha Bank, Μιο 2012, Τεχο 117, Σελ: 3

Τα τελευταία τη η Ελλάδα υφίσταται τι
εξαιρετικ οδυνηρ επιπτ σει απ τη βαθι
κρση δημοσου χρου στην οποα περιλθε
εξαιτα τη δημοσιονομικ εκτροπ , που
θησε το λλειμμα και το χρο τη Γενικ
Κυβ ρνηση στο -7,5% και στο 177,4% του
Ακαθ ριστου Εθνικο Προ ντο (Α.Ε.Π.)
αντιστοχω και τον ετσιο κρατικ δανεισμ
σε νω των 300 δισεκατομμυρων ευρ το 2015,
σμφωνα με στοιχεα τη Ελληνικ
Στατιστικ Αρχ ¹⁶.

Αναλυτικ τερα, το Ακαθ ριστο Εθνικ Προ ν
τη Ελλάδα χει σημει σει σημαντικ
συρρ κνωση το χρονικ διστημα 2008 - 2015,
χοντα απωλ σει συνολικ ποσοστ 27,3% με
αποτ λεσμα το Α.Ε.Π. το 2015 να διαμορφωθε σε
176 εκατομμ ρια ευρ απ 241,99 δισεκατομμ ρια
ευρ το 2008, εν την 5ετα 2009 - 2013 σημει θηκε
πτ ση 24,1%. Την τελευταα διετα
παρατηρο νται τσει περιορισμο τη
ετσια μεωση του ΑΕΠ καθ η μση ετσια
μεωση (Compound Annual Growth Rate - CAGR) αν λθε σε 1,2%
απ 5,7% το χρονικ διστημα 2008 - 2013.

Σμφωνα με τα διαθ σιμα στοιχεα τη ΕΛ.
ΣΤΑΤ. (ω και το 2013), το κατ κεφαλ Α.Ε.Π. το
χρονικ διστημα 2008 - 2013 σημειωσε συνολικ
μεωση τη τξη του 24,7% με αποτ λεσμα να
αν λθει το 2013 σε 16.451 ευρ απ 21.845 ευρ το 2008,

¹⁶ Ελληνικ Στατιστικ Αρχ (2016), Δελτο Τ που, «Δημοσιονομικ Στοιχεα για την περοδο 2012 - 2015», Ελληνικ Στατιστικ Αρχ, Οκτ βριο 2016, Σε λ: 1

με την υψηλότερη ετσια μεωση (-8,3%) να καταγράφεται το 2011 (18.643 ευρώ).

Π ν α κ α 1: Εξ λιξη του Α. Ε. Π. (1995 - 2015)

Π η γ : Ε Σ Τ Ε

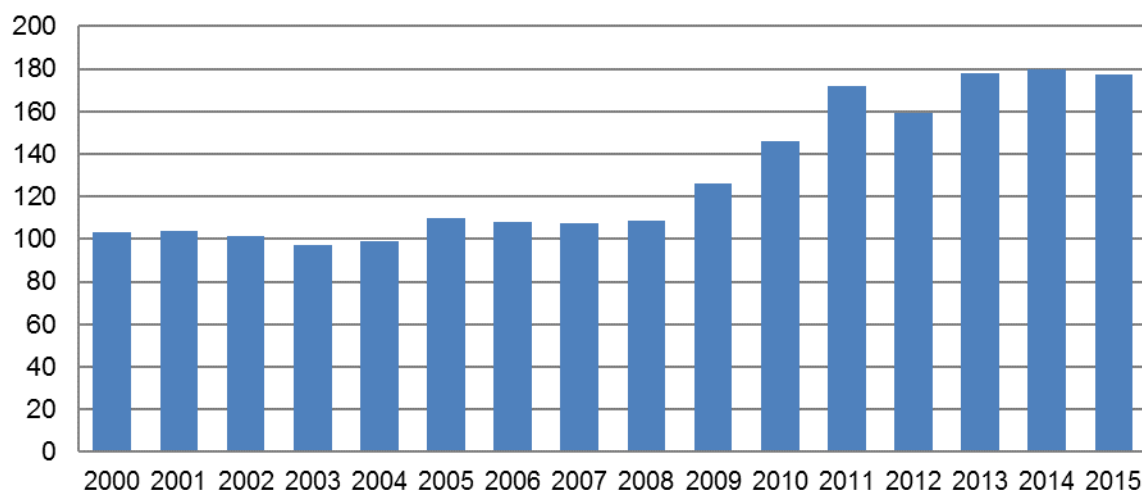
| τ η | Α. Ε. Π. (σ ε δ ι σ. €) | Π ο σ ο σ τ ε τ σ ι α |
|------|----------------------------|--------------------------|
| 1995 | 93.064 | - |
| 1996 | 103.037 | 10,7% |
| 1997 | 114.712 | 11,3% |
| 1998 | 125.263 | 9,2% |
| 1999 | 133.789 | 6,8% |
| 2000 | 141.247 | 5,6% |
| 2001 | 152.194 | 7,7% |
| 2002 | 163.461 | 7,4% |
| 2003 | 178.905 | 9,4% |
| 2004 | 193.716 | 8,3% |
| 2005 | 199.242 | 2,9% |
| 2006 | 217.862 | 9,3% |
| 2007 | 232.695 | 6,8% |
| 2008 | 241.990 | 4,0% |
| 2009 | 237.534 | -1,8% |
| 2010 | 226.031 | -4,8% |
| 2011 | 207.029 | -8,4% |
| 2012 | 191.204 | -7,6% |
| 2013 | 180.389 | -5,7% |
| 2014 | 177.559 | -1,6% |
| 2015 | 176.023 | -0,9% |

Εξ αιτα τη κρση αυτ , η Ελλδα χει αποκλειστε απ τι αγορ ομολγων απ το Μιο του 2010 αναγκαζ μενη να καταφγει σε χρηματοδοτικ ενσχυση απ την Ευρωζνη και απ το Δ.Ν.Τ., προκειμνου να αναχρηματοδοτσει το δημσιο χροτα και να καλψει τα συνεχ ελλεμματα του

προπολογισμό τη που δημιουργούσαν¹⁷ με τη συναψη των προγραμμάτων στριξη ω και το 2015.

Το δημόσιο χρω ποσοστ του Α.Ε.Π. διαμορφνεται πλον σε εππεδα νω του 175% καθιστντα αμφβολη την εξυπηρησ του και ιδιατερα σον αφορ την αποπληρωμ κεφαλαου. Συγκεκριμνα, το 2015 το δημόσιο χρω ποσοστ του Α.Ε.Π. αν λθε σε 177,1% απ 108,8% το 2008, εν το δημόσιο χρω απ 263,3 δισεκατομμρια ευρ το 2008 αν λθε σε 311,7 το 2015 σημεινοντα αξιση κατ 18,4% ω αποτλεσμα των ελλειμτων του κρατικο προπολογισμο που δημιουργούσαν σε ετσια βση.

Εξέλιξη Δημόσιου Χρέους ως % του Α.Ε.Π.



Διγράμματα 2: Εξέλιξη Δημόσιου Χρέους Ποσοστ του Α.Ε.Π.

¹⁷ Μασουρ κη Μ.Ε. (2012), «Οικονομικ Δελτο - Το Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνικ Οικονομα: Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ», Alpha Bank, Μιο 2012, Τεχο 117, Σελ: 7 - 8

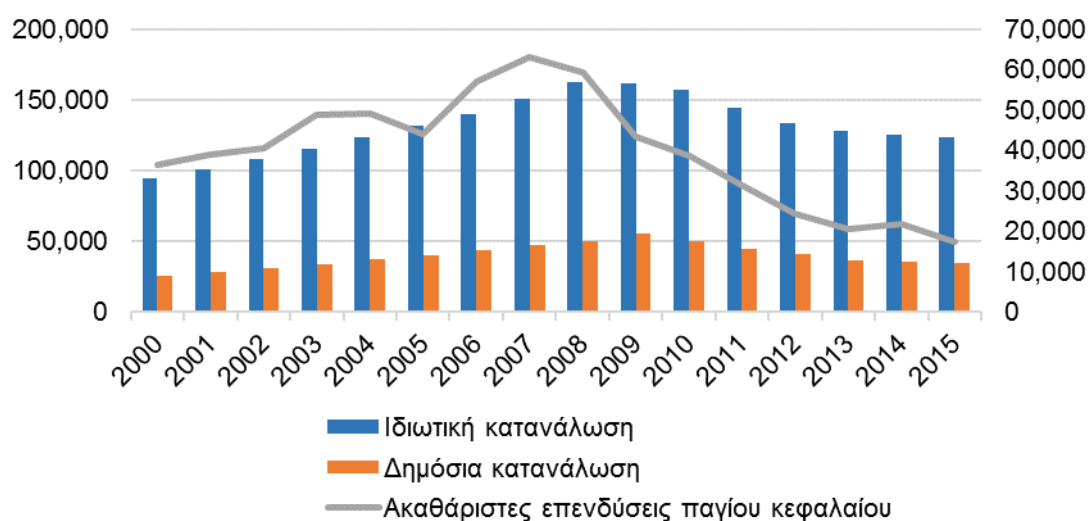
Πηγή : ΕΣΤΕ

Το 2015 το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,3%, σε σταθερή τιμή 2010 (εποχικά διορθωμένα στοιχεία), παρ' το γεγονός τιη ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις σημείωσαν μικρό νόδο (+0,2% και +0,9% αντιστοίχα) και ταυτόχρονα ο εξωτερικός τομέας είχε θετική συμβολή (1,1 ποσοστιαία μονάδα). Η εξλιξη αυτή συνδέεται με τη σημαντική ανώση αποθεμάτων - ενδεχομένως και ως συνέπεια της επιβολής των κεφαλαιακών περιορισμών - που προκλήσε κμψη των συνολικών επενδύσεων τη οικονομία, μρότων οποίων είναι και τα αποθέματα. Η υποχρήση των εισαγωγών συνβάλε θετικά στο ΑΕΠ κατά 2,2 ποσοστιαία μονάδα περπou, εν οι επενδύσεις σε γγιο κεφαλαίο παρέμειναν σε θετικό δαφο, παρ' το επιβαρυντικό γ' τρμηνο του του. Η φεση πντω που χαρακτήρισε το δετερο εξμηνο του 2015, ω αποτλεσμα, μεταξ λλων, των κεφαλαιακών περιορισμών, ταν μλλον ηπιτερη τη αναμενμενη, καθ στο τελευταο τρμηνο του του αποκαταστθηκε σε μεγλο βαθμ η χρηματοδτηση τη οικονομια και βελτιθηκε σημαντικ το επιχειρηματικ κλμα¹⁸. Απ το 2008 μχρι σμερα, που υφσταται η οικονομικ κρση στην χραμα η συνολικ καταναλωτικ δαπνη παρουσιζει μεωση 25,4%, με την μεωση

¹⁸ Τρ πεζα τη Ελλδο, (2016), «Νομισματικ Πολιτικ 2015 - 2016», Ιονιο 2016, Σελ: 57

τη κατανάλωση (-29,7%) τη Γενική κυβέρνηση να εμφανίζεται συγκριτικά υψηλότερη το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα (2008 - 2015) σε σχέση με την ιδιωτική δαπάνη που διαμορφώθηκε σε 24,1%. Την τελευταία οκταετία, η μσηετσια μεταβολ (CAGR) για την συνολική κατανάλωση διαμορφώθηκε σε 4,1%, εν γὰρ τη Γενική κυβέρνηση και την ιδιωτική κατανάλωση κατ 4,9% και 3,9% αντιστοίχα. Στο ακλουθο διγραμμα παρουσιζεται η εξλιξη τη κατανάλωση για τα τη 2000 - 2015:

Εξέλιξη συνολικής κατανάλωσης & επενδύσεων παγίου κεφαλαίου



Διγραμμα 3: Εξλιξη καταναλωτικ δαπάνη & ακαθριστων επενδ σεων παγου κεφαλαου

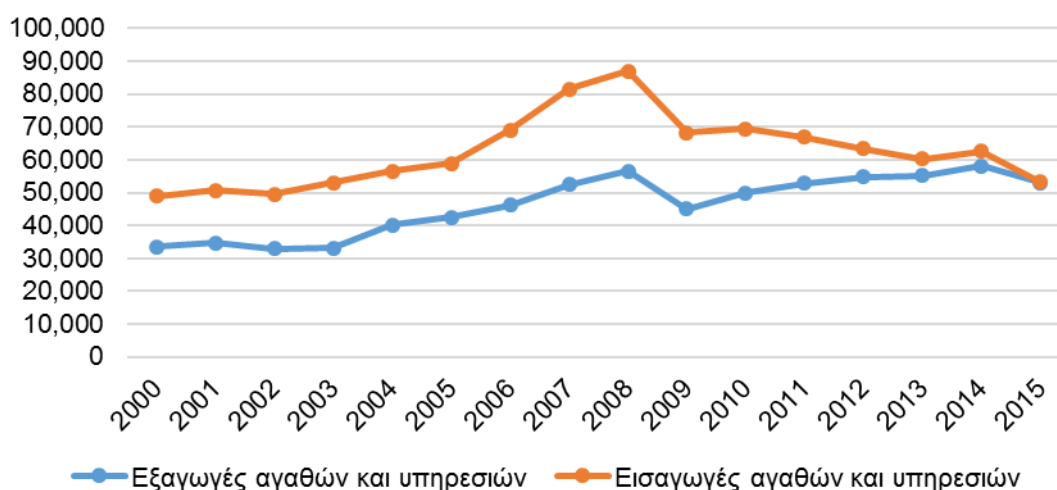
Πηγ : ΕΣΤΕ

Το 2015 οι ακαθριστε επενδ σει παγίου κεφαλαου (σε σταθερ τιμ 2010) σημεωσαν οριακ νοδο κατ 0,9% ναντι του 2014, σμφωνα με στοιχεα τη ΕΛΣΤΑΤ. Σε αυτ την εξλιξη ββαία συνβαλε και η προμθεια αμυντικo

εξοπλισμο, κυρω το προ και το τελευτα ο
τρμηνο του του, με αποτελεσμα οι
επενδσει σε μηχανματα και εξοπλισμ να
εμφανσουν νοδο κατ 11,8% ναντι του
προηγουμενου του. Απ την λλη πλευρ, οι
επενδσει στι κατασκευ συρρικνθηκαν (-
10,2%), κυρω λγω τη πτση των επενδσεων
στι λοιπ κατασκευ (ργα υποδομ), οι
οποε πγωσαν για μεγαλο χρονικ διαστημα
εξαιτα τη δημοσιονομικ ασφυξια. Οι
επενδυτικ δαπνε που κατευθ νθηκαν στην
οικοδομ μειθηκαν, αλλ με ασθενεστερο
ρυθμ σεσχση με το 2014. Η ραγδαα επιδενωση
των επιχειρηματικ ν προσδοκιν το προ
εξμηνο του 2015 και η επιβολ των
κεφαλαιακ ν περιορισμ ν οδγησαν στην
αναβολ ματαωση πολλ ν επιχειρηματικ ν
σχεδων, ιδιατερα στη διρκεια του γ'
τριμνου του του. Με την υπογραφ τη να
Σμβαση Χρηματοδοτικ Διευκλυνση τον
Αγουστο του 2015, οι προσδοκε βελτιθηκαν
και διευκολ νθηκαν η χρηματοδτηση των
ιδιωτικ ν και δημσιων επενδυτικ ν
πρωτοβουλι ν, με αποτελεσμα οι επενδυτικ
δαπνε του δ' τριμνου να λβουν θετικ
πρσημο (+5,3%). Ωστσο, η αβεβαιτητα γρω απ
την κβαση τη αξιολγηση το α' τριμνου του
2016 συνβαλε στη στασιμητητα του
επενδυτικο κλματο και οδγησε σε
υποχρηση των επενδσεων κατ 2,7% ναντι
του αντιστοιχου τριμνου του 2015. Οι δαπνε
μηχανολογικο εξοπλισμο παρμειναν σε

χαμηλά επίπεδα, καθώς οι επιχειρήσεις δόσαν να επιταχύνουν τα επενδυτικά του προγράμματα κυρώ λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης. Θετικά εξελχθηκαν οι επενδύσεις κατασκευών εκτός κατοικιών (+3,3% έναντι του α' τριμνου του 2015), γεγονός που αποτελεί νδειξη για τη διατήρηση τη δραστηριότητα στα μεγάλα έργα υποδομής¹⁹.

Εξέλιξη εισαγωγών & εξαγωγών



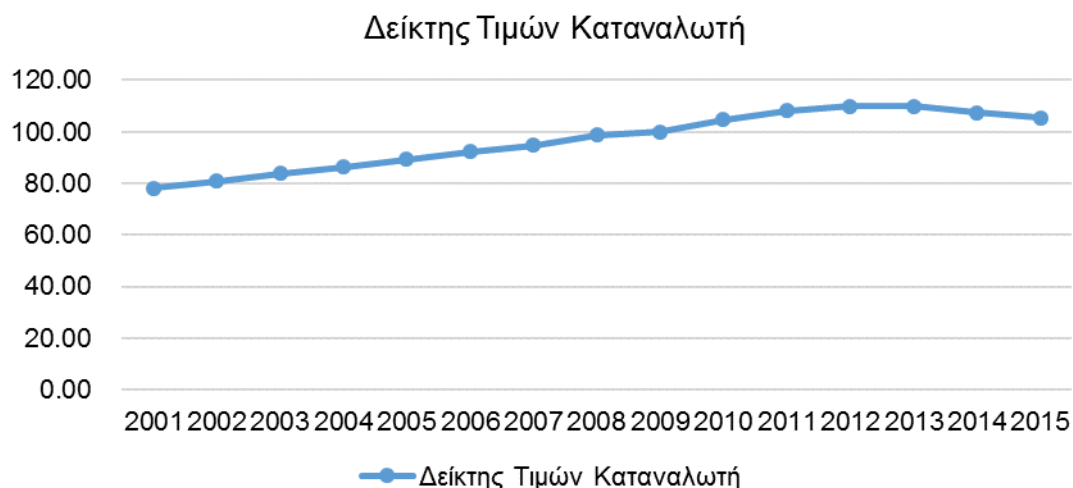
Διγράμματα 4: Εξέλιξη εισαγωγών και εξαγωγών

Πηγή: ΕΣΤΕ

να δεκτη που αποτυπώνεται η οικονομική φεση της χώρας και ο δεκτη τιμν καταναλωτ (Δ.Τ.Κ.) που την τελευταία τριετία (2014 - 2016) καταγράφεται μεωση και επομνω αποπληθωρισμ. Σε τιμβση του το 2009, ο μσο ετσιο Δ.Τ.Κ. το 2015 ανλθε σε 105,52 καταγράφοντα ετσια μεταβολ 1,7% συγκριτικ με το προηγόμενο το, εν

¹⁹ Τρπεζατη Ελλδο, (2016), «Νομισματικ Πολιτικ 2015 - 2016», Ιονιο 2016, Σελ: 61

σ μ φ ω ν α μ ε τ α σ τ ο ι χ ε α τ η Ε Λ . Σ Τ Α Τ . γ ι α τ ο χ ρ ο ν ι κ ό δ ι σ τ η μ α Ι α ν ο υ ρ ι ο – Ο κ τ β ρ ι ο 2016 ο σ υ γ κ ε κ ρ ι μ ν ο δ ε κ τ η κ α τ α γ ρ φ ε ι π τ σ η 0,9%.



Δ ι γ ρ α μ μ α 5: Ε ξ λ ι ξ η Δ ε κ τ η Τ ι μ ν Κ α τ α ν α λ ω τ (τ ι μ β ο σ η = 2009)

Π η γ : Ε Σ Τ Ε

Κ α τ τ η δ ι ρ κ ε ι α τ η ο ι κ ο ν ο μ ι κ φ ε σ η σ η μ ε ι θ η κ ε κ α τ α κ ρ υ φ η ν ο δ ο τ ο υ δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α μ ε α π ο τ λ ε σ μ α ν α α ν λ θ ε ι σ τ ο ι δ ι α τ ε ρ α υ ψ η λ 25,0% τ ο 2015, α π 7,8% τ ο 2008, σ τ η ν α ρ χ τ η κ ρ σ η . Σ η μ α ν τ ι κ α ξ η σ η τ ο υ δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α κ α τ α γ ρ φ η κ ε τ ο 20111 κ α ι 2012 π ο υ δ ι α μ ο ρ φ θ η κ ε σ ε 17,9% κ α ι 24,5% α ν τ σ τ ο ι χ α , ε ν τ ο 2013 κ α τ α γ ρ φ η κ ε τ ο υ ψ η λ τ ε ρ ο π ο σ ο σ τ τ ο υ δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α , 27,5%. Τ σ ε ι α π ο κ λ ι μ κ ω σ η π α ρ α τ η ρ ο ν τ α ι τ η ν τ ε λ ε υ τ α α δ ι ε τ α (2014 – 2015), μ ε α π ο τ λ ε σ μ α τ ο 2015 ο δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α ν α δ ι α μ ο ρ φ ω θ ε σ ε 25,0%. Α ν τ σ τ ο ι χ ε τ σ ε ι κ α τ α γ ρ φ ο ν τ α ι κ α ι σ τ α ε π ο χ ι κ π ρ ο σ α ρ μ ο σ μ ν α α π ο τ ε λ σ μ α τ α τ ο υ 8 μ η ν ο υ 2016, π ο υ ο δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α δ ι α μ ο ρ φ ν ε τ α ι σ ε 23,7% (α π 25,3% τ ο α ν τ σ τ ο ι χ ο δ ι σ τ η μ α π ρ υ σ ι). Σ τ ο ν

ακλουθο πνακα παρατθεται η εξλιξη τη
απασχληση τα τη 2004 - 2015:

Πνακα 2: Εξλιξη απασχληση και δεκτη ανεργα
(εποχικ προσαρμοσμενα αποτελεσματα)

Πηγ : ΕΣΤΕ

| το | Απασχολομενοι | νεργοι | Μη ενεργο | Ποσοστ ανεργα |
|------|---------------|--------|-----------|---------------|
| 2004 | 4.383 | 518 | 3.563 | 10,6% |
| 2005 | 4.435 | 494 | 3.545 | 10,0% |
| 2006 | 4.521 | 447 | 3.510 | 9,0% |
| 2007 | 4.554 | 418 | 3.509 | 8,4% |
| 2008 | 4.599 | 389 | 3.482 | 7,8% |
| 2009 | 4.545 | 485 | 3.403 | 9,6% |
| 2010 | 4.380 | 638 | 3.349 | 12,7% |
| 2011 | 4.046 | 882 | 3.379 | 17,9% |
| 2012 | 3.687 | 1.199 | 3.361 | 24,5% |
| 2013 | 3.508 | 1.331 | 3.344 | 27,5% |
| 2014 | 3.528 | 1.275 | 3.331 | 26,5% |
| 2015 | 3.598 | 1.199 | 3.289 | 25,0% |

Σημεινεται πως συμφωνα με εκτιμσει του
Δ. Ν. Τ.²⁰ το 2016, ο δεκτη ανεργα θα
διαμορφωθε σε 23,27%, εν απ τα επμενα τη
(2017 - 2021) εκτιμται σταδιακ αποκλιμκωσ

²⁰ International Monetary Fund (2016), «World Economic Outlook Database», October 2016

του, προκειμένου να επανέλθει το 2021 στα επίπεδα του 2011.

Π ν α κ α 3: Εκτίμηση εξλιξη δεκτών ανεργία 2016 – 2021

Πηγή : International Monetary Fund

| τ ο | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Δεκτών ανεργία | 23,27% | 21,53% | 20,67% | 20,01% | 19,6% | 18,05% |

Συνπείατη οικονομική φέση αποτέλεσε η συναφή προγραμμάτων οικονομική ενσχυσή τη Ελλάδα με διεθνή οργανισμό και φορέ. Αναλυτικότερα, οι χρετή ευρωζνη καθέση και το Δ.Ν.Τ., συμφνήσαν στη συναφή Προγράμματο Χρηματοδοτική Ενσχυσή για την Ελλάδα συνολικό ψου 110 δισεκατομμυρών ευρ, με χρηματοδοτική δσει ψου 38 δισεκατομμυρών ευρ το 2010, 40 δισεκατομμυρών ευρ το 2011, 24 δισεκατομμυρών ευρ το 2012 και 8 δισεκατομμυρών ευρ το 2013. Απαρτητη προπθέση για την εκταμείωση των ανώτρω ποσν προ την Ελλάδα αποτέλεσε η πιστε εφαρμογή του Προγράμματο Δημοσιονομική Προσαρμογή και Διαρθρωτικές Μεταρρυθμίσεων, το οποο συμφωνήκε με τη Ελλάδα και των εκπροσπων τη Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Ε.Ε.), τη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τραπεζα (Ε.Κ.Τ.) και του Δ.Ν.Τ., το Μιο του 2010. Στχο του Προγράμματο ταν αφεν η δραστική μεωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε επίπεδα κτω του 3,0% του Α.Ε.Π. το 2014, σε σχέση με το 2009 (νω του 15%)

και αφετρου η εκλογκευση τη λειτουργια του κρτου και η προθηση δραστικν διαρθρωτικν μεταρρυθμσεων για ουσιαστικ βελτωση τη ανταγωνιστικτητα και τη αναπτυξιακ δυναμικ τη ελληρικ οικονομια .

Απτι αρχ του 2011, κατστη εμφανω στο εξαιρετικ αρνητικ οικονομικ περιβλλον που υπρξε στην Ελλαδα, οι δυναττητε δημοσιονομικ προσαρμογ και ανκαμψη τη υπερχρεωμνη ελληρικ οικονομια ταν περιορισμνε , με αποτελεσμα η φεση τη ελληρικ οικονομια να εναι σημαντικ βαθερη τη αναμνμννη . Η φεση που δημιουργηθε σε συνδυασμ με τι σημαντικ αστοχε του φορολογικο νμου (Απρλιο 2010), οδγησαν σε δραστικ πτητων καθαρνεσδων του Τακτικο Προπολογισμο και των εισπραχθντων εισφορν των Ασφαλιστικν Ταμεων και σε προσδοκεπω η υλοποηση του Προπολογισμο για το 2011 δεν ταν δυνατχωρ τη λψη περαιτρωμτρων²¹.

Κρθηκε λοιπν επιτακτικ ανγκη παροχ στην Ελλαδα εν Δετερου Πακτου Χρηματοδοτικ Ενισχσεω , απτην Ευρωζη και το Δ.Ν.Τ., το οποο θα πρεπε να καλπτει τι χρηματοδοτικ ανγκε του Ελληνικο Δημοσου, του λχιστον ωτατλη του 2014. Σε

²¹ Μασουρκη Μ.Ε. (2012), «Οικονομικ Δελτο - Το Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνικ Οικονομια : Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ », Alpha Bank, Μιο 2012, Τεχο 117, Σελ: 14

αυτή τη συγκυρία οι χρεΐτη Ευρωζώνη
θέσαν νε προποθσει, για την παροχ τη
εγκρσε του και τη συμβολ του σε να
Δετερο Πακτο Χρηματοδοτικ Ενισχσεω.
Ζητθηκε λοιπν:

Η αποδοχ και η πιστ εφαρμογ απ την
Ελλα εν αυστηροτερου Μεσοπρθεσμου
Προγρμματο Δημοσιονομικ
Προσαρμογ για την περοδο 2011 - 2015
Η συμμετοχ σε εθελοντικ βση και των
ιδιωτν δανειστν του Ελληνικο
Δημοσου (Private Sector Involvement - P.S.I.), στη
διαμρφωση του Πακτου Χρηματοδοτικ
Ενισχσεω για την Ελλα. Ειδικτερα, η
συμβολ των ιδιωτν δανειστν θα
συνβαλε στη σημαντικ μεωση των
δανειακν αναγκν του Ελληνικο
Δημοσου για την περοδο 2011 - 2020, τσι
στε να εξασφαλισθε η απσκοπη
χρηματοδτησ του ω του επανακτσει
τη δυναττητα χρηματοδτησ του απτι
χρηματαγορ

Ωτσο, η Συμφωνα τη 21^η Ιουλου 2011, σχετικ
με το Δετερο Πακτο Χρηματοδοτικ
Ενισχσεω ρχισε να αμφισβητεται, με την
Ευρωζνη και το Δ.Ν.Τ. να αναζητον μα να,
σημαντικ πιο ενισχυμνη, συμφωνα με
μεγαλτερη συμβολ των ιδιωτν δανειστν
του Ελληνικο Δημοσου (P.S.I. Plus). Οι
κυριτεροι λοι αλλαγ τησση αυτων
δανειστν τη Ελλα, που οδγησε στην

α κ ρ ω σ η τ η Σ υ μ φ ω ν α τ η 21^η Ι ο υ λ ο υ 2011 (P.S.I.)
κ α ι σ τ η ν ε φ α ρ μ ο γ τ η Σ υ μ φ ω ν α τ η 26^η
Ο κ τ ω β ρ ο υ 2011 (P.S.I. Plus), σ υ ν ο ψ ζ ο ν τ α ι ω ε ξ ²²:

Η α π φ α σ η γ ι α τ ο P.S.I. ο δ γ η σ ε σ τ η ν κ ρ σ η
τ ο υ ν ο μ σ μ α τ ο τ ο υ Ε υ ρ . Τ π ρ ξ ε
δ ι α τ ρ α ξ η τ η ε μ π ι σ τ ο σ ν η τ ω ν
ε π ε ν δ υ τ ν δ ι ε θ ν σ τ ι α γ ο ρ κ ρ α τ ι κ ο
χ ρ ο υ λ ω ν τ ω ν π ε ρ ι φ ε ρ ε ι α κ ν χ ω ρ ν τ η
Ε υ ρ ω ζ ν η

Τ ο Δ ε τ ε ρ ο Π α κ τ ο Χ ρ η μ α τ ο δ ο τ ι κ
Ε ν σ χ υ σ η , τ η 21 η Ι ο υ λ ο υ 2011
χ ρ η σ ι μ ο π ο ι θ η κ ε α π τ ο υ δ α ν ε ι σ τ τ η
χ ρ α γ ι α ν α π α ρ ο υ σ ι α σ τ ε α π σ τ ε υ τ η
δ ι γ κ ω σ η τ ο υ χ ρ ο υ τ η Γ ε ν ι κ
Κ υ β ρ ν η σ η τ η Ε λ λ δ ο ω π ο σ ο σ τ τ ο υ
Α . Ε . Π . , α ν τ τ η α ν α μ ε ν μ ε ν η σ η μ α ν τ ι κ
μ ε ω σ η τ ο υ λ γ ω τ η Σ υ μ φ ω ν α . Η
δ η μ ο σ ε υ σ η α π τ ο Δ . Ν . Τ . κ α ι τ η ν
Ε υ ρ ω π α κ Ε π ι τ ρ ο π , τ ω ν α ν ω τ ρ ω
δ ι ο γ κ ω μ ν ω ν μ ε γ ε θ ν γ ι α τ ο χ ρ ο τ η
χ ρ α , α π ο τ λ ε σ ε ν α ν ι σ χ υ ρ μ η χ α ν ι σ μ
γ ι α π ε ρ α ι τ ρ ω ε π ι δ ε ν ω σ η τ ο υ ε γ χ ρ ι ο υ
ο ι κ ο ν ο μ ι κ ο κ λ μ α τ ο κ α ι τ η
κ α τ α ν α λ ω τ ι κ κ α ι ε π ι χ ε ι ρ η μ α τ ι κ
ε μ π ι σ τ ο σ ν η σ τ η ν Ε λ λ δ α , μ ε ε ξ α ι ρ ε τ ι κ
α ρ ν η τ ι κ ε π ι π τ σ ε ι σ τ η ν ε λ λ η ν ι κ
ο ι κ ο ν ο μ α . Ε π ι π λ ο ν , δ η μ ι ο υ ρ γ θ η κ ε
π ρ β λ η μ α γ ι α τ ο ν μ ι σ μ α τ ο υ Ε υ ρ , τ ο

²² Μ α σ ο υ ρ κ η Μ . Ε . (2012), «Ο ι κ ο ν ο μ ι κ Δ ε λ τ ο - Τ ο
Μ ν η μ ν ι ο & η Δ ι σ ω σ η τ η Ε λ λ η ν ι κ Ο ι κ ο ν ο μ α :
Α σ τ ο χ ε Σ χ ε δ ι α σ μ ο & Ε φ α ρ μ ο γ », Alpha Bank, Μ ι ο 2012,
Τ ε χ ο 117, Σ ε λ : 18 - 20

οποιο θα πρεπε να αντιμετωπισθε με πιο δραστικ αποφσει, κατ κριο λογο στην Ευρωζνη, σε συνδυασμ με τη συνδρομ του Δ.Ν.Τ.

Τον Δεκεμβριο του 2012 διενεργηκε διαδικασια επαναγορ του ελληνικο χρου, ψου 31,9 δισεκατομμυρια ευρ σε ονομαστικ αξια, εν στο Eurogroup του διου μνα δθηκε η γκριση για εκταμευση 49,1 δισεκατομμυρων ευρ, εκ των οπων 34,3 εκταμιετηκαν εντ του Δεκεμβρου, εν το υπολοιπο ποσ θα κλυπτε την ανακεφαλαιοποηση των τραπεζν και χρηματοδοτικ ανγκετη χρα 23.

Το καλοκαρι του 2015 μετ απ ντονε διαπραγματεσει μεταξ τη ελληνικ κυβρνηση και του ευρωπακο θεσμο, με τη συμβολ του ΔΝΤ, επετεχθη συμφωνα σχετικ με του ρου πολιτικ που διπουν το νο προγραμμα προσαρμογ του Ευρωπακο Μηχανισμο Στριξη (European Stability Mechanism - ESM) συνολικο ψου ω 86 δισεκατομμυρια ευρ παρχοντα να ολοκληρωμνο πλασιο για την αποκατσταση τη ελληνικ οικονομια σε μαβισιμη πορεα. Στην συμφωνα περιλαμβνεται η προθεση τη Ελλδα να στοχεσει σε να μεσοπροθεσμο πρωτογεν πλενασμα τη τξη του 3,5% με μα δημοσιονομικ πορεα πρωτογενο ισοζυγου

²³ Τραπεζα Πειραι, (2012), «Δελτο Οικονομικν Εξελεξεων στην Ελλδα και τον Κσμο», Μονδα Οικονομικ Ανλυση & Αγορν, Δεκεμβριο 2012

-0,25% το 2015, 0,5% το 2016, 1,75% το 2017 και 3,5% το 2018, το οποίο θα επιτευχθεί κυρω μ σω των εκ των προ τ ρ ω ν πα ρ α μ ε τ ρ ι κ ν δ η μ ο σ ι ο ν ο μ ι κ ν με τ α ρ ρ υ θ μ σ ε ω ν με τ η ν υ π ο σ τ ρ ι ξ η α π μ τ ρ α π ο υ θ α ε ν ι σ χ σ ο υ ν τ η ν φ ο ρ ο λ ο γ ι κ σ υ μ μ ρ φ ω σ η και τ η ν κ α τ α π ο λ μ η σ η τ η φ ο ρ ο δ ι α φ υ γ . Α ν α λ υ τ ι κ τ ε ρ α :

Δ σ μ ε υ σ η τ η Ε λ λ δ α α π ο τ λ ε σ ε η α ν λ η ψ η μ α φ ι λ δ ο ξ η με τ α ρ ρ θ μ ι σ η τ ο υ σ υ ν τ α ξ ι ο δ ο τ ι κ ο σ υ σ τ μ α τ ο με σ τ χ ο τ η ν ε ξ α σ φ λ ι σ η τ η β ι ω σ ι μ τ η τ α , τ η α π ο τ ε λ ε σ μ α τ ι κ τ η τ α και τ η δ ι κ α ι ο σ ν η , κα θ και ο ο ρ ι σ μ π ο λ ι τ ι κ ν γ ι α ν α κ α λ ψ ε ι π λ ρ ω τ η ν δ η μ ο σ ι ο ν ο μ ι κ τ η α π φ α σ η τ ο υ Σ υ ν τ α γ μ α τ ι κ ο Δ ι κ α σ τ η ρ ο υ γ ι α τ η ν σ υ ν τ α ξ ι ο δ ο τ ι κ με τ α ρ ρ θ μ ι σ η τ ο υ 2012 και θ α ε φ α ρ μ σ ε ι τ η ρ τ ρ α μ η δ ε ν ι κ ο ε λ λ ε μ μ α τ ο α μ ο ι β α α α π ο δ ε κ τ ε ν α λ λ α κ τ ι κ μ τ ρ α .

Ε π ι π λ ο ν η Ε λ λ δ α δ ε σ μ ε θ η κ ε σ ε β α σ ι κ με τ α ρ ρ υ θ μ σ ε ι σ τ η ν α γ ο ρ ε ρ γ α σ α και τ η ν α γ ο ρ π ρ ο ν τ ω ν γ ι α ν α α ν ο ξ ε ι τ η ν ο ι κ ο ν ο μ α σ τ ι ε π ε ν δ σ ε ι και τ ο ν α ν τ α γ ω ν ι σ μ , κα θ ε π σ η και ν α ε κ σ υ γ χ ρ ο ν σ ε ι και ν α α π ο π ο λ ι τ ι κ ο π ο ι σ ε ι τ ο ν δ η μ σ ι ο τ ο μ α .

Α ν α φ ο ρ ι κ με τ ο ν χ ρ η μ α τ ο π ι σ τ ω τ ι κ τ ο μ α , η Ε λ λ δ α δ ε σ μ ε τ η κ ε ν α λ β ε ι α π ο φ α σ ι σ τ ι κ μ τ ρ α γ ι α ν α δ ι α φ υ λ ξ ε ι τ η σ τ α θ ε ρ τ η τ α , σ υ μ π ε ρ ι λ α μ β α ν ο μ ν η τ η α ν α κ ε φ α λ α ι ο π ο η σ η τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν π ω

απαιτείται, μτρά για την ενσχυση του πτωχευτικό πλαισιου και μα σημαντικ βελτωση τη διακυβρνηση των τραπεζ ν και του Ελληνικο Ταμεου Χρηματοπιστωτικ Σταθερτητα (ΤΧΣ). Σε συνηα των αποτελεσμων τη Αξιολγηση τη Ποιτητα των Στοιχεων Ενεργητικο (Asset Quality Review) και των τεστ αντοχ (Stress Tests) πριν το τλο του του, το εργαλεο του bail-in θα ισχει για του ομολογιου του υψηλ εξασφλιση (senior debt bondholders), εν το bail-in για του καταθε αποκλεεται.

Επιπροσθτω, η Ελλα θα λβει μτρα που χρειζονται επειγντω για την αντιμετπιση του προβλματο των μη εξυπηρετομενων δανεων (non-performing loan – NPL) στον τραπεζικ τομα, συμπεριλαμβανομου του ανογματο τη αγορ για την εξυπηρτηση και διθεση NPL με τι κατλληλε διασφαλσει για την προστασα των αδναμων δανειοληπτην και να διερευνσουν τη δυνατητα μα “bad bank”.

Σμφωνα με ανακωνωση του Eurogroup να σημαντικ ενισχυμο προγραμμα ιδιωτικοποισεων αποτελε ακρογωνια ολθο για το νο προγραμμα του ESM, εν η ελληνικ κυβρνηση δεσμετηκε στην υιοθεσα να νομοθεσα για να διασφαλσουν τι διαφανε διαδικασε ιδιωτικοποισεων και την

επαρκ τιμολόγηση τη πλήση των περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με τι αρχ του ΟΟΣΑ και τα πρωπατη διαχειριση των κρατικ ν επιχειρησεων (State Owned Enterprises - SOEs). Για να εξασφαλιστε μα πιο φιλοδοξη διαδικασα, να ανεξρτητο ταμεο θα ιδρυθε στην Ελλδα υπ την εποπτεα των σχετικ ν ευρωπαϊκ ν θεσμ ν ω το τλο του 2015 και περιλαμβνει την ιδιωτικοποση περιουσιακ ν στοιχειων που χουν αποτιμηθε ανεξρτητα. Μετ τη δημιουργα του σχετικο ταμεου, ργο του θα εναι να αναγνωριζει μεσα, να μεταβιβζει στη διρκεια του προγραμματο και να διαχειριζεται τα ελληνικ περιουσιακ στοιχεια μσω τη ιδιωτικοποση και λλων τρω ν, συμπεριλαμβανομ νων των μειοψηφικ ν συμμετοχ ν και να αυξει την αξα του σε επαγγελματικ βση. Αυτ θα περιλαμβνει τι μετοχ των ελληνικ ν τραπεζ ν μετ απ την ανακεφαλαιοποση του, ενισχοντα ω εκ το του την διακυβρνηση των τραπεζ ν. Απ τα σοδα του ταμεου 25 δισεκατομμρια ευρ θα χρησιμοποιηθον για την αποπληρωμη τη ανακεφαλαιοποση των τραπεζ ν και λλων περιουσιακ ν του στοιχειων και το υπλοιπο 50% (25 δισεκατομμρια ευρ) θα χρησιμοποιηθον κατ το μισυ (12,5 δισεκατομμρια ευρ) για την μεωση του χρου και το υπλοιπο θα χρησιμοποιηθε για αναπτυξιακο σκοπο .

2.2.2. Δημοσιονομικ - Νομισματικ

Εξελξει & Προοπτικ

Σμφωνα με τα στοιχεία εκτέλεση του κρατικού προπολογισμού, σε τροποποιημένη ταμειακή βάση, για την περίοδο Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 2016, παρουσιάζεται πλενασμα στο ισοζύγιο του κρατικού προπολογισμού ψου 592 εκατομμύρια ευρώ συγκριτικά με λλειμμα 1.904 εκατομμύρια ευρώ το αντιστοιχο διστημα του 2015 και στικού του Προπολογισμού 2016 για λλειμμα 3.023 εκατομμύρια ευρώ. Το πρωτογεν αποτλεσμα διαμορφθηκε σε πλενασμα ψου 5.440 εκατομμύρια ευρώ, ναντι πρωτογενο πλεονσματο 3.072 εκατομμύρια ευρώ για την διαπεροδοτο 2015 και στικού για πρωτογεν πλενασμα 1.907 εκατομμύρια ευρώ. Το ψοτων καθαρνεσδων του κρατικού προπολογισμού ανλθε σε 37.824 εκατομμύρια ευρώ παρουσιζοντα αξισηκατ 514 εκατομμύρια ευρώ 1,4% ναντι του στικού, εντακαθαροσοδα του τακτικού προπολογισμού ανλθαν σε 35.248 εκατομμύρια ευρώ, αυξημνακατ 1.483 εκατομμύρια ευρώ 4,4% ναντι του στικού. Στον ακλουθο πνακα απεικονζεται η εξλιξη εσδων του κρατικού προπολογισμού

για τη χρονική περίοδο Ιανουάριο - Σεπτέμβριο 2016²⁴:

Πνακα 4: Εκτέλεση Κρατικού Προπολογισμού Ιανουάριο - Σεπτέμβριο 2016 (σε εκατ. ευρώ)

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών - Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Οκτώβριο 2016

| σε εκατ. ευρώ (τροποποιημένη ταμειακή βάση) | Ιαν. - Σεπτ. 2015 | Ιαν. - Σεπτ. 2016 | Διαφορ Ιαν. - Σεπτ. 2016 / 2015 | Στχο Ιαν. - Σεπτ. 2016 | Ακκλίση Στχου Ιαν. - Σεπτ. 2016 |
|---|-------------------------|-------------------------|--|---------------------------------|--|
| Σνολο καθαρν εσδων κρατικο προπολογισμο (1+2) | 34.292 | 37.824 | 3.532 | 37.310 | 514 |
| 1. Καθαρ σοδα Τακτικο Προπολογισμο (Α+Β+Γ-Δ) | 32.222 | 35.248 | 3.026 | 33.765 | 1.483 |
| Α. Τακτικ σοδα (I+II+III+IV) | 32.471 | 36.624 | 4.153 | 3.477 | 1.854 |
| I. μεσοι φροι | 13.242 | 14.944 | 1.702 | 14.468 | 476 |
| II. μμεσοι φροι | 16.432 | 18.169 | 1.737 | 17.579 | 590 |
| Σνολο φορολογικν εσδων (I+II) | 29.674 | 33.113 | 3.439 | 32.047 | 1.067 |
| III. Απολ ψει απ Ε.Ε. | 81 | 319 | 238 | 140 | 179 |
| IV. Λοιπ μη φορολογικ σοδα | 2.716 | 3.192 | 476 | 2.584 | 608 |
| Σνολο μη φορολογικν εσδων (III+IV) | 2.797 | 3.511 | 714 | 2.723 | 788 |
| Β. Μη τακτικ σοδα | 156 | 702 | 546 | 1.018 | -316 |
| Γ. σοδα αποκρατικοποισεων | 213 | 71 | -142 | 144 | -73 |
| Δ. Επιστροφ | 2.022 | 2.149 | 127 | 2.167 | -18 |

²⁴ Υπουργείο Οικονομικών (2016), «Εκτέλεση Κρατικού Προπολογισμού Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 2016 - Μηνιαίο Δελτίο», Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

| | | | | | |
|---|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|
| εσδων | | | | | |
| 2. σοδα προπολογισμο Δημοσων Επενδσεων (Α+Β) | 2.069 | 2.576 | 507 | 3.545 | -969 |
| Α. Εισρο απτην Ε.Ε. | 1.794 | 2.427 | 633 | 3.367 | -940 |
| Β. διασοδα | 275 | 148 | -127 | 178 | -30 |
| σοδα απτκου & επιστροφ δαπανν δημοσου χρου | 566 | 488 | | | |

Το ψο των καθαρν εσδων του κρατικο προπολογισμο για το χρονικ διαστημα Ιανουριο - Σεπτμβριο 2016 ανλθε σε 37.824 εκατομμρια ευρ, αυξημνο κατ 10,3% ναντι του αντστοιχου χρονικο διαστματο για το 2015 και παρουσιζοντα αξηση κατ 1,4% 514 εκατομμρια ευρ ναντι του στχου (37.310 εκατομμρια ευρ).

Ειδικτερα, το ψο των καθαρν εσδων του τακτικο προπολογισμο ανλθε σε 35.248 εκατομμρια ευρ για το χρονικ διαστημα Ιανουριο - Σεπτμβριο 2016, παρουσιζοντα αξηση κατ 9,4% (1.483 εκατομμρια ευρ, ναντι του στχου ψου 33.765 εκατομμρια ευρ). Η θετικ απκλιση ναντι του στχου για το εξεταζμενο χρονικ διαστημα (Ιανουριο - Σεπτμβριο 2016) οφελεται κυρω στι μεγαλυτερε απτι αναμενμενε εισπρξει απφρου και ειδικτερα, φρο εισοδματο (κατ 294 εκατομμρια ευρ), του λοιπο μεσου φρου (κατ 291 εκατομμρια ευρ), του μμεσου φρου (κατ 590 εκατομμρια ευρ), αλλ και απτα μη φορολογικ σοδα (κατ 788 εκατομμρια ευρ). Αντθετα, τα σοδα του

Π. Δ. Ε. διαμορφώθηκαν στα 2.576 εκατομμύρια ευρώ, υψηλότερα κατ' 507 εκατομμύρια ευρώ έναντι του αντιστοιχού χρονικού διαστήματος για το 2015, αλλά μειώμενα κατ' 969 εκατομμύρια ευρώ έναντι του στόχου.

Οι δαπάνες του κρατικού προπολογισμού για το χρονικό διάστημα Ιανουάριου - Σεπτεμβρίου 2016 ανήλθε σε 36.196 εκατομμύρια ευρώ και παρουσιάζονται μειώμενες κατ' 1.035 εκατομμύρια ευρώ έναντι του αντιστοιχού χρονικού διαστήματος το 2015 και περαιτέρω μειώμενες κατ' 3.101 εκατομμύρια ευρώ έναντι του στόχου (40.332 εκατομμύρια ευρώ), πω αποτυπώνεται στον ακόλουθο πίνακα²⁵:

Πίνακας 5: Εκτέλεση του Κρατικού Προπολογισμού 2016 (σε εκατ. ευρώ)

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών - Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Οκτώβριο 2016

| σε εκατ. ευρώ (τροποποιημένη ταμειακή βάση) | Ιαν. - Σεπτ. 2015 | Ιαν. - Σεπτ. 2016 | Διαφορά Ιαν. - Σεπτ. 2016 / 2015 | Στόχος Ιαν. - Σεπτ. 2016 | Απκλίση Στόχου Ιαν. - Σεπτ. 2016 |
|---|-------------------------|-------------------------|---|-----------------------------------|---|
| Σύνολο δαπάνων κρατικού προπολογισμού (1+2) | 37.231 | 36.196 | -1.035 | 40.332 | -3.101 |
| 1. Συνολικός δαπάνες τακτικού προπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII) | 34.550 | 34.025 | -525 | 37.022 | -2.472 |
| I. Πρωτογενείς δαπάνες τακτικού προπολογισμού | 29.194 | 28.338 | -856 | 31.097 | -1.903 |
| II. Εξοπλιστικά προγράμματα | 145 | 99 | -46 | 513 | -368 |

²⁵ Υπουργείο Οικονομικών (2016), «Εκτέλεση Κρατικού Προπολογισμού Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 2016 - Μηνιαίο Δελτίο», Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

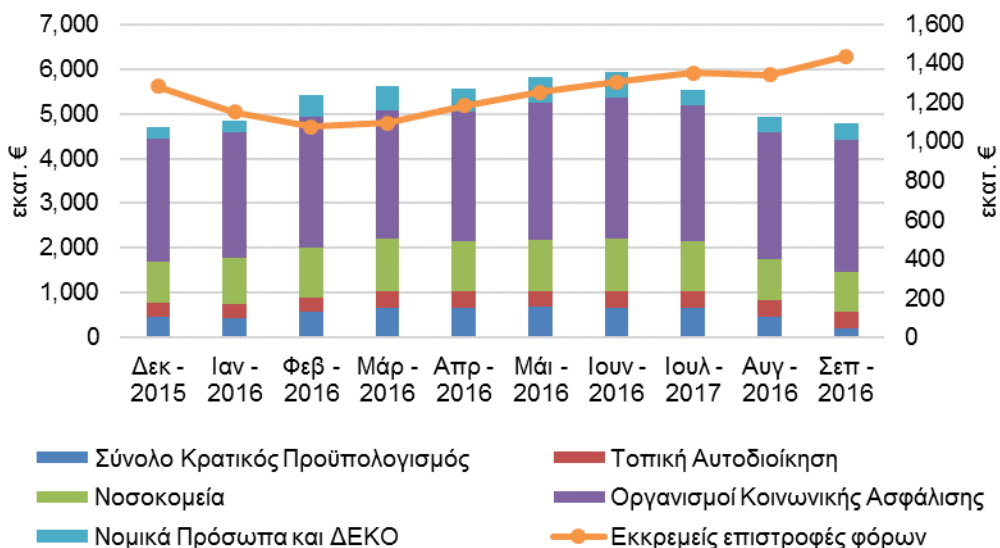
| | | | | | |
|---|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|
| Ι Ι Ι . Καταπτσει εγγυσεων, εκ των οπων | 318 | 481 | 163 | 417 | -99 |
| α. σε φορε γενικ κυβρνηση (καθαρβση) | 293 | 457 | 164 | 302 | -9 |
| β. σε φορε εκτ γενικ κυβρνηση | 26 | 24 | -2 | 115 | -90 |
| VI. Τκοι (καθαρ βση) | 4.848 | 4.976 | 128 | 4.930 | -82 |
| V. Προμθειε τραπεζν, προμθειε EFSF και λοιπ δαπνε δημσιου χρου | 45 | 131 | 86 | 65 | -20 |
| 2. Συνολικ Δαπνε Προγρμματο Δημοσων Επενδσεων | 2.170 | 2.681 | 511 | 3.310 | -629 |

Ειδικτερα οι δαπνε του τακτικο προπολογισμο για το χρονικ διαστημα 2015 - 2016 εμφανζονται μειωμενε κατ 525 εκατομμρια ευρ, κυρω λγω τη μεωση των πρωτογενν δαπανν (κατ 856 εκατομμρια ευρ) και των δαπανν για εξοπλιστικ προγρμματα (κατ 46 εκατομμρια ευρ), εν αυξημενε εμφανζονται οι δαπνε για καταπτσει εγγυσεων σε φορε εντ και εκτ Γενικ Κυβρνηση (κατ 163 εκατομμρια ευρ), οι δαπνε για τκου (κατ 128 εκατομμρια ευρ) και προμθειε τραπεζν, προμθειε EFSF και λοιπ δαπνε δημσιου χρου (κατ 86 εκατομμρια ευρ). Επση, οι συνολικ δαπνε για το ΠΔΕ εμφανζονται χαμηλτερε κατ 511 εκατομμρια ευρ το

χρονικ διστημα Ιανουριο - Σεπτμβριο 2016 συγκριτικ με το αντιστοιχο διστημα του 2015. Οι συνολικ δαπνε για το εξεταζμενο χρονικ διστημα ναντι του στοχου εμφανζονται μειωμε κατ 2.472 εκατομμρια ευρ λγω χαμηλτερων δαπανν στι πρωτογενε δαπνε κατ 1.903 εκατομμρια ευρ και οι δαπνε για εξοπλιστικ προγραμματα κατ 368 εκατομμρια ευρ, εν και οι δαπνε για το ΠΔΕ εμφανζονται μειωμε κατ 629 εκατομμρια ευρ ναντι του στοχου.

Σμφωνα με στοιχεια του Υπουργεου Οικονομικ ν²⁶ για το χρονικ διστημα Δεκμβριο 2015 - Σεπτμβριο 2016 οι ληξιπρθεσμε υποχρεσει τη Γενικ Κυβρνηση προ τρτου παρουσιζουν οριακα αξηση τον Σεπτμβριο του 2016 συγκριτικ με τον Δεκμβριο του 2015, ανερχμενε σε 4.779 εκατομμρια ευρ (αξηση κατ 62 εκατομμρια 1,3%), εν το υπολοιπο εκκρεμν επιστροφν φρων αυξθηκε τον Σεπτμβριο 2016, συγκριτικ με τον Δεκμβριο του 2015, κατ 152 εκατομμρια ευρ 12,2%. Στο ακλουθο διγραμμα αποτυπνεται η εξλιξη των ληξιπρθεσμων οφειλν τη Γενικ Κυβρνηση και το υπολοιπο εκκρεμν επιστροφν φρων:

²⁶ Υπουργεο Οικονομικ ν (2016), «Ενισχσει / Επιχορηγσει - Πληρωμ Ληξιπρθεσμων Υποχρεσεων Γενικ Κυβρνηση Ιανουαρου - Σεπτεμβρου 2016 - Μηνιαο Δελτο», Γενικ Λογιστριο του Κρτου



Δ ι γ ρ α μ μ α 6: Λ η ξ ι π ρ θ ε σ μ ε Ὑ π ο χ ρ ε σ ε ι Γ ε ν ι κ ῆς Κ υ β ε ρ ν η σ η σ ε τ ρ τ ο υ

Π η γ ῆ : Ὑ π ο υ ρ γ ε ο Ὀ ι κ ο ν ο μ ι κ ῶ ν – Γ ε ν ι κ ῆς Λ ο γ ι σ τ ρ ι ο ῦ τ ο υ Κ ρ ῆ τ ο υ , Ν ο μ β ρ ι ο 2016

Μ ε β ῆ σ η τ ο π ρ ο σ χ ῶ δ ι ο τ ο υ κ ρ α τ ι κ ο Ὑ π ο χ ρ ε σ ῆ σ ῆ ς γ ι α τ ο 2017 σ μ φ ω ν α μ ε τ η μ ε θ ο δ ο λ ο γ α τ ῆς Σ μ β α σ ης Χ ρ η μ α τ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ ῆς Δ ι ε υ κ λ υ ν σ η ς (Σ Χ Δ), τ ο π ρ ω τ ο γ ε ν ῆ π λ ε ν α σ μ α τ ο υ 2017 ἀ ν α μ ν ε τ α ι σ ε 1,8% τ ο υ Α Ε Π (3.330 ἐ κ α τ ο μ μ ρ ι α ε υ ρ) σ η μ ε ι ν ο ν τ α σ η μ α ν τ ι κ ἄ ξ η σ η σ ε σ χ ῆ σ η μ ε τ ο 0,6% τ ο υ Α Ε Π (1.111 ἐ κ α τ ο μ μ ρ ι α ε υ ρ) π ο υ π ρ ο β λ η π ε τ α ι γ ι α τ ο 2016²⁷. Ἀ ν α λ υ τ ι κ τ ε ρ α, τ ο π ρ ο σ χ ῶ δ ι ο τ ο υ κ ρ α τ ι κ ο Ὑ π ο χ ρ ε σ ῆ σ ῆ ς π ρ ο β λ η π ε ι μ ε ω σ η τ ο υ ε λ λ ε μ μ α τ ο υ κ α τ 1,25 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α, σ ε 3,45 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α 1,9% τ ο υ Α Ε Π. Τ ο π ρ ω τ ο γ ε ν ῆ π λ ε ν α σ μ α π ρ ο β λ η π ε τ α ι ν ἄ ρ α ἀ υ ξ ῆ θ ε κ α τ 1,15 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α, σ ε 2,1 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α 1,2%

²⁷ Ὑ π ο υ ρ γ ε ο Ὀ ι κ ο ν ο μ ι κ ῶ ν, (2016), «Π ρ ο σ χ ῶ δ ι ο Κ ρ α τ ι κ ο Ὑ π ο χ ρ ε σ ῆ σ ῆ ς 2017», Ο κ τ β ρ ι ο 2016

του ΑΕΠ. Η βελτίωση θα προλθεί απ τη μείωση των δαπανών του Τακτικού Προπολογισμού κατ 1,33 δισεκατομμύρια, κυρω λόγω λιγότερων εγγυώσεων σε φορέ τη Γενικ Κυβέρνηση κατ 731 εκατομμύρια, καθ και την αξίηση των καθαρν εσδων του (αξίηση 129 εκατομμύρια). μω, τα φορολογικ σοδα, μεσοι και μμεσοι φροι, θα εναυ αυξημνα κατ 1,84 δισεκατομμύρια, απ τα προσφατα και να φορολογικ μτρα τα οποα θα ισχσοουν απ την 1η Ιανουαρου 2017. Τα σοδα απ εκκρηση αδειν και δικαιωμτων θα παρουσισουν τη μεγαλτερη υποκρηση, κατ 1,04 δισεκατομμύρια²⁸.

Η συνεπ εφαρμογ του νου προγρμματο στριξη τη ελληνικ οικονομια, σε συνδυασμ με τη σταδιακ χαλρωση των περιορισμν στην κνηση κεφαλαων και την προδο στου τομε διευθηση των μη εξυπηρετομενων δανεων και δομικν αλλαγν, αναμνεται να οδηγησει στην αποκατσταση τη εμπιστοσνη στην ελληνικ οικονομια. Επιπροθετα, η αξίηση τη απασχληση, καθ και η θετικ επδραση μεταφορ του β' εξαμνου του 2016 στο 2017, αναμνεται να συμβλλουν στην επανεκκνηση τη ελληνικ οικονομια επιτρποντα την καταγραφ θετικν ρυθμν

²⁸ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομια - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 20

ανπτυξη από το 2017 διαμορφώνεται την προβλεψή για ανάπτυξη στο 2,7% το 2017²⁹.

Σμφωνα με τις προβλέψεις επιλεγμένων δεικτών της ελληνικής οικονομίας του Υπουργείου Οικονομικών, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΟΟΣΑ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου εκτιμούνται θετικό ρυθμό ανάπτυξη και βελτίωση κρισίμων δεικτών της οικονομίας από το 2017.

Πνακα 6: Σύγκριση προβλέψεων επιλεγμένων Οικονομικών Δεικτών για τα έτη 2015 - 2017

Πηγή: ΙΟΒΕ

| | ΤΠΟΙΚ | | | ΕΕ | | | ΟΟΣΑ | | | ΔΝΤ | | |
|--|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| ΑΕΠ | -0,2 | -0,3 | 2,7 | -0,2 | -0,3 | 2,7 | -0,3 | -0,2 | 1,9 | -0,2 | 0,1 | 2,8 |
| Τελική Εγχώρια Ζήτηση | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ | -20 | -03 | 29 | 03 | -01 | 12 | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ |
| Ιδιωτική Κατανάλωση | 0,3 | -0,6 | 1,8 | 0,3 | -0,4 | 1,8 | 0,3 | -0,1 | 1,3 | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ |
| Εναρμονισμένο Δεκτική Τιμών Καταναλωτή (%) | -1,1 | 0,0 | 0,6 | -1,1 | -0,3 | 0,6 | -1,1 | -0,5 | 0,0 | -1,1 | -0,1 | 0,6 |
| Ακαθόριστε επενδύσεις παγού κεφαλαίου | 0,7 | 3,3 | 9,1 | 0,7 | -0,9 | 1,16 | 0,9 | 3,6 | 4,0 | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ |
| Ανεργία (%)* | 24,9 | 23,5 | 22,4 | 24,9 | 24,7 | 23,6 | 24,9 | 24,0 | 23,2 | 25,0 | 23,3 | 21,5 |
| Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) | 0,73** | 0,63** | 1,8** | -7,2 | -3,1 | -1,8 | -7,3 | -1,9 | -0,5 | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ |
| Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ) | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ | -0,2 | 0,6 | 1,3 | -0,1 | -1,6 | -0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ακαθόριστο Δημόσιο Χρό (% ΑΕΠ)*** | 176,9 | 178,9 | 174,8 | 176,9 | 182,8 | 178,8 | 177,4 | 176,9 | 172,7 | Μ/Δ | Μ/Δ | Μ/Δ |

²⁹ Υπουργείο Οικονομικών, (2016), «Προσχέδιο Κρατικού Προπολογισμού 2017», Οκτώβριο 2016, Σελ: 19

** Βσει τη μεθοδολογα τη ρευνα Εργατικο
Δυναμικο
** Σμφωνα με τη μεθοδολογα τη Σμβαση
Χρηματοδοτικ Διευκλυνση
*** Στι προβλ ψει για το Ακαθ ριστο Δημσιο Χρο ,
περιλαμβ νονται εκτιμσει για τι δαπνε
ανακεφαλαιοποηση των τραπεζικ ν ιδρυμ των*

Η κ μψη τη αβεβαι τητα απ την ολοκλρωση
τη κρια φση τη πρτη αξιολγηση του
τρτου Μνημονου τον περασμνο Μιο χει
αρχσει να γνεται αισθητ. Πλον σημαντικ
νδειξη αποτελε η αξηση των καταθσεων
επιχειρσεων και νοικοκυρι ν κατ 2,2
δισεκατομμρια στο τρμηνο Ιουνου -
Αυγουστου, εκ των οπων τα 1,35
δισεκατομμρια προλθαν απ τι
επιχειρσει και 850 εκατομμρια απ τα
νοικοκυρι. Κατπιν αυτ τη εξλιξη στο
βραχ χρονικ διαστημα που χει παρλθει απ
την ολοκλρωση τη πρτη αξιολγηση, οι
καταθσει του ιδιωτικο τομα
διαμορφθηκαν στο υψηλτερο εππεδ του
απ τον Ιονιο του 2015. Στην αξηση των
καταθσεων μλλον συνβαλε η καταβολ
ληξιπρθεσμων οφειλ ν του δημοσου στο
προμηθευτ του, για πρτη φορ εντ του 2016,
ψου €1,35 δισεκ.8 Οι οικονομικο προι για
την πραγματοποιηση των πληρωμ ν προλθαν
απ τα 1,8 δισεκατομμρια στο πλασιο τη
πρτη υποδη τα οποα προορζονταν για
αυτ το σκοπ. Επιπρσθετα, οι απαιτσει σε
ξνε επενδσει περιορστηκαν κατ 2,2
δισεκατομμρια τον Ιονιο, κυρω εξαιτα
τη μεωση των τοποθετσεων των εγχριων
πιστωτικ ν ιδρυμ των και θεσμικ ν

επενδύτ ν σε καταθσει και repos στο εξωτερικ κατ 1,8 δισεκατομμ ρια, γεγον το οποο επση σηματοδοτε την υποχρηση τη αβειτητα για την ελληνικ οικονομια.

Επιπλον, το τραπεζικ συστημα, επωφελομενο και απ την ανκτηση τη προσβαση στο βασικ μηχανισμ παροχ ρευσττητα τη ΕΚΤ (επαναφορ του waiver), χειδη επιβραδνει το ρυθμ πιστωτικ συρρκνωση προ τον ιδιωτικ τομα: ημεωση του υπολοπου των πιστσεων διαμορφθηκε στην περιοχ του 3,0% στο τρμηνο Ιουνου - Αυγουστου, απ 4,5% στο προτο πεντμηνο του τρχοντο του. Επισημανεται τι αυτη εξλιξη προλθε αποκλειστικ απ την εξασθνιση τη περιοριστικ πιστωτικ πολιτικ προ τι επιχειρσει. Προτιμη- χρηματοπιστωτικ επιχειρσει τα δνεια μειθηκαν κατ 2,9% στο προσφατο τρμηνο, ναντιπτηση 6,6% στο περοδο Ιανουαρου - Μαου φτο. Ο ρυθμ περιορισμο των πιστσεων προ τα νοικοκυριταν 3,6% στην περοδο Ιουνου - Αυγουστου, σο και στο προηγουμενου πντεμνε του 2016³⁰.

³⁰ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομια - 3/16», δρυμα Οικονομικ ν & Βιομηχανικ ν Ερευν ν, Τριμηνια α κθεση, Τεχο 85, Σελ: 58 - 59

Π ν α κ α 7: Εξ λι ξ η Τ ρ α π ε ζ ι κ ν Κ α τ α θ σ ε ω ν σ τ η ν
Ε λ λ δ α (2008 – 2016) σ ε χ ι λ. ε υ ρ

Π η γ η : Τ ρ π ε ζ α τ η Ε λ λ δ ο

| τ ο | Σ ν ο λ ο κ α τ α θ σ ε ω ν | Λ ο γ α ρ ι α σ μ ο ψ ε ω | Λ ο γ α ρ ι α σ μ ο Τ α μ ι ε υ τ η ρ ο υ | Λ ο γ α ρ ι α σ μ ο Π ρ ο θ ε σ μ α |
|-------|-----------------------------------|------------------------------|--|--|
| 2008 | 227.253 | 21.827 | 67.328 | 138.098 |
| 2009 | 237.341 | 26.140 | 75.811 | 135.390 |
| 2010 | 209.521 | 22.865 | 66.706 | 119.951 |
| 2011 | 174.137 | 19.601 | 53.439 | 101.097 |
| 2012 | 161.373 | 18.173 | 44.844 | 98.357 |
| 2013 | 163.052 | 20.500 | 44.566 | 97.986 |
| 2014 | 160.072 | 21.074 | 44.791 | 94.207 |
| 2015 | 123.232 | 23.236 | 51.752 | 48.244 |
| 2016* | 122.595 | 24.094 | 50.648 | 47.853 |

*Ι ο ν ι ο 2016

Ε π ι π ρ ο θ ε τ α , τ ο π α ρ α τ ε τ α μ ν ο κ λ μ α
α β ε β α ι τ η τ α π ο υ δ η μ ι ο υ ρ γ θ η κ ε τ ο 2015 σ ε
σ υ ν δ υ α σ μ μ ε τ η ν ο ι κ ο ν ο μ ι κ φ ε σ η
π ρ ο κ λ ε σ α ν τ η σ υ ν ε χ μ ε ω σ η τ ω ν τ ρ α π ε ζ ι κ ν
κ α τ α θ σ ε ω ν κ α ι ε ν σ υ ν ε χ ε α τ η ν ε π ι β ο λ τ ω ν
π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ν σ τ η ν κ ν η σ η κ ε φ α λ α ω ν τ ο ν
Ι ο λ ι ο τ ο υ 2015. Η σ υ ν ο λ ι κ μ ε ω σ η τ ω ν
τ ρ α π ε ζ ι κ ν κ α τ α θ σ ε ω ν τ α τ η 2009 – 2016 α ν λ θ ε
σ ε 114,7 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α ε υ ρ 48,3% μ ε
α π ο τ λ ε σ μ α τ ο σ ν ο λ ο τ ω ν κ α τ α θ σ ε ω ν ν α
μ ε ι ω θ ε σ ε 122,6 ε κ α τ ο μ μ ρ ι α ε υ ρ τ ο ν Ι ο ν ι ο
τ ο υ 2016.

Α π τ η ν ν α ρ ξ η τ η κ ρ σ η , τ ο ε λ λ η ν ι κ
τ ρ α π ε ζ ι κ σ ο σ τ η μ α α π λ ε σ ε π ε ρ π ο υ 124
δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α ε υ ρ α π τ ι σ υ ν ο λ ι κ τ ο υ
κ α τ α θ σ ε ι α π τ α υ ψ η λ τ ε ρ α ε π π ε δ α ,
π α ρ ο υ σ ι ζ ο ν τ α μ α μ ε ω σ η 45%. Σ υ γ κ ρ ι τ ι κ μ ε

το μγεθος τη οικονομια, η εν λγω απλειια αποτελε ποσοστ περπου 70% του τρχοντο επιιδου του Α.Ε.Π., μα απ τι χειρτερε επιιδσει που χουν επιτευχθε ποτ.

Λγω τη επιβολ των κεφαλαιακν ελγχων, καθ και τη ισχν οικονομια και τη πολιτικ αβεβαιτητα, οι τραπεζικ καταθσει παρμειναν στισιμε για μνε. Ωστσο, κατ τη διρκεια του β' τριμνου 2016, υπρχουν ορισμνα σημδια επαναπατρισμο καταθσεων στο τραπεζικ σστημα με την επιστροφ περπου 2,8 δισεκατομμυρων ευρ, θετικ εξλιξη ειδικτερα αν αυτ οι τσει διατηρηθη και στη συνχεια. Τα σημεριν εππεδα ρευσττητα στο ελληνικ τραπεζικ σστημα χουν ακολοθω³¹:

Τον Ιολιο του 2016, οι συνολικ καταθσει και repos ανλθαν σε 157,2 δισεκατομμρια ευρ και οι συνολικ χορηγσει 222,4 δισεκατομμρια ευρ, με αποτελεσμα να προκπτει χρηματοδοτικ κεν περπου 65 δισεκατομμυρων ευρ.

Η εξρτηση χρηματοδτηση των ελληνικν τραπεζν απ το Ευρωσστημα παραμνει σε ιδιατερα υψηλ εππεδα, αν και παρουμεσι ζεται μεωση συγκριτικ με το 2015, σε 78,5 δισεκατομμρια ευρ τον Αγουστο του 2016 (σμφωνα με πρσφατα στοιχεια τη Τρπεζα τη Ελλδο), εκ των οπων τα 48,9 δισεκατομμρια ευρ να

³¹ Eurobank, (2016), Economy & Markets, «The Road to Recovery: Are Greek banks able to finance Greece's economic recovery?», Volume X, Issue 2, Σελ: 3 - 4

χουν αντληθεί από τον κτακτο μηχανισμό ρευστότητα της Τραπεζα της Ελλάδος (ELA), εν το υπόλοιπο ποσό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τραπεζα (ΕΚΤ). Μεσοπρόθεσμα, οι ελληνικές τραπεζές υποχρεούνται να περιορσούν το δανεισμό του από τον μηχανισμό του ELA, και να μειώσουν το δανεισμό από την ΕΚΤ σε περίπου 25 δισεκατομμύρια ευρώ, βσει των υφιστάμενων κανών της ΕΚΤ.

Το συνολικό ψό των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία στην Ελλάδα (Αγούστο 2016) παραμνει σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα στα 45,5 δισεκατομμύρια ευρώ (αποτελντα το 27% του Α.Ε.Π. ναντι 9% κατ μ.ο. στην Ευρωζνη), εν πριν την νάρξη της κρση το μσο ψό των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία ανρχονταν σε περίπου 20 δισεκατομμύρια ευρώ.

να μεγάλο αριθμό μικρομεσαών και μεγλών επιχειρήσεων μετφεραν τα ταμειακά διαθέσιμα στο εξωτερικό πριν την επιβολών κεφαιακών ελγχών το προηγούμενο το. Επιπρόθετα, εναι ιδιαίτερα πιθανό πω δεν θα επαναφρουν στην χρατα σοδ του απτι δραστηριότητε του στο εξωτερικό. it is highly likely that they are not repatriating their proceeds from export activities. Σμερα οι εταιρικές καταθσει ανρχοντα σε 15 δισεκατομμύρια ευρώ συγκριτικά με 38 δισεκατομμύρια ευρώ πριν την κρση.

Το Ακαθριστό Εθνικό Εισόδημα συνεχίζει να συρρικνώνεται και το διαθέσιμο Ακαθριστό Εθνικό Εισόδημα παραμνεύει οτσίμο. Προσθετε φορολογική επιβαρύνσει επιβλήθηκαν πρόσφατα απ την ελληνική κυβερνήση οι οποε χρηματοδοτο νται απ την μεωση των καταθ σεων.

Οι καθαρο αποταμίεςει χουν καταρρεσει, μειομενε σε 9,7% του Α.Ε.Π. απ 16,4% του Α.Ε.Π. πριν την κρση και συγκριτικ με 23,2% κατ μσο ρο στην Ευρωζ νη σμερα. Οι καθαρο αποταμίεςει των νοικοκυρι ν χουν πλον περσει σε αρνητικ εππεδο (-1% του Α.Ε.Π.), συγκριτικ με 4,8% πριν την κρση και προσφατο μσο ρο στην Ευρωζ νη. Προκειμ νου να διατηρσοου να συγκεκριμνο εππεδο ζω , τα νοικοκυρι στην πραγματικ τητα αναλ νου ν τι καταθ σει του και ρευστοποιο ν διφορα περιουσιακ του στοιχεα.

Η διατρηση των κεφαλαιακ ν ελ γχων εμποδ ζου ν σοβαρ τη διαδικασα τη ομαλ αποκατ σταση υγι ν συνθηκ ν ρευστ τητα . Προφατε κινσει χαλ ρωσ του εναι προ την ορθ κατε θυνση και θα βοηθ σοου ν στην επιτ χυνση επιστροφ των καταθ σεων, κυρω «των καταθ σεων στα στρ ματα» στο τραπεζικ σστημα. Ωστσο, η πληρη κατ ργηση των κεφαλαιακ ν ελ γχων θα

πραγματοποιηθεί με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης.

Η εγχώρια πιστωτική επέκταση παραμνεύει σε αρνητική επεξεδία, πω αναφρθηκε ανωτρω. Με μεωση τσο τη πιστωτική επέκταση, σο και των εισροών ξνων κεφαλαών, η επδραση του παραδοσιακού πολλαπλασιαστικού χροματο δεν λειτουργεί ω επιταχυντ για την παραγωγή καταθσεών.

Η πολυετ οικονομική φεση στην Ελλάδα οδγησε επση σε πολλαπλασιασμό των επισφαλειών στα τραπεζικά δνεία, εν σε σημαντική μεωση τη κεφαλαϊκή βση των ελληνικών τραπεζών συνετλεσε και η αναδιρθωση του δημόσιου χροού. Η εξλιξη αυτ δεν ταν δυνατ να υποστηριξει επέκταση των πιστοδοτικών του δραστηριοτήτων, πω θα ταν αναγκαό προκειμένου να αντισταθμιστούν πληρστερα οι συσταλτικές επιδρσει τη δημοσιονομική προσαρμογή. Παρλα αυτ, η ευρεα στριξη τη ρευσττητα που παρασχηκε απ την κεντρική τρεζα συνβαλε σε συγκρτηση του περιορισμού τη τραπεζική χρηματοδτηση προ τιμή χρηματοπιστωτική επιχειρσει και τα νοικοκυριά σε ρυθμ χαμηλτερο απ εκενόν τη συρρκνωση του ονομαστικού Α.Ε.Π. και βεβαω χαμηλτερο απ εκενόν τη συρρκνωση τη καταθετική βση των τραπεζών. Τα προβλήματα ρευσττητα των

εγχειριών τραπεζών αμβλύνονται σταδιακά απτην προσφυγή στη προξενι νομισματικ πολιτικ του Ευρωσυστ ματο , αλλ και στην κτακτη χρηματοδτηση τη Τραπεζα τη Ελλδο (μσω του κτακτου μηχανισμο παροχ ρευσττητα - ELA).

Οι αρμδιε αρχ συνεχισαν να διασφαλζουν τη χρηματοπιστωτικ σταθερητητα και την ακεραιτητα των καταθσεων του κοινο . Αυτ επιβεβαιθηκε και τον Μρτιο του 2013 που οι ελληνικ τραπεζε κληθηκαν να αντιμετωπισουν τι αρνητικ επιδρσει των εξελξεων στην Κπρο, που ελαχιστοποιηκε ημετδοση των κραδασμων απ το κυπριακ στο ελληνικ χρηματοπιστωτικ συστημα, καθ εξαιρθηκαν πλω οι εν Ελλδι καταθτε απ τι επιπτσει που υπστησαν οι καταθτε στην Κπρο³².

Η διαδικασα ανακεφαλαιοποηση , με τη μεταβατικ ανακεφαλαιοποηση των συστημικ ν τραπεζ ν απ το Ταμεο Χρηματοπιστωτικ Σταθερητητα (ΤΧΣ) το 2012 με εισφορ χρεογρφων του EFSF ολοκληρηθηκε επιτυχ και αναμνεται να αποτελσει αφετηρα για την ανασνταξη του χρηματοπιστωτικο συστημα με βση μια συνολικ στρατηγικ . Σημαντικ αριθμ εξαγορν και συγχωνεσεων χει ολοκληρωθε , εν στη διαδικασε

³² Τραπεζα τη Ελλδο , (2013), «Νομισματικ Πολιτικ - κθεση» Μιο 2013, Σελ: 5 - 6

αναδιτάξη του τραπεζικού συστήματος συνβάλαν και οι εξυγινοσει πιστωτικων ιδρυματων, οι οποε πραγματοποιηκαν χωρνα διαταρξουν τη σταθερητητα τη αγορ και με πληρη προστασα των καταθετην. Η επιστροφη καταθσεων, η μεωση του κστου αναχρηματοδτηση των πιστωτικων ιδρυματων, καθ και η ολοκληρωση αναμρφωση του τραπεζικού συστήματος και η κεφαλαιακ του ενσχυση, συμβλλουν αποφασιστικ στη σταδιακ αποκατσταση τη εμπιστοσνη στη προοπτικ τη ελληνικ οικονομια και συνιστον προποθσει για ανκαμψη τη οικονομικ δραστηριτητα. Αναφορικ με την πορεα των επιτοκων, τσων τραπεζικων καταθσεων, σο και των τραπεζικων δανεων, αυτ χειω ακολοθω :

Επιτκια Τραπεζικων Καταθσεων

Τα επιτκια των νων τραπεζικων καταθσεων στην Ελλάδα, ακολοθησαν καθοδικ πορεα απτα μσα του 2012, η οποα αφο διακπηκε το α' εξμηνο του 2015 λγω των εκρον καταθσεων συνεχστηκε εκνου μεττην απτομη αποκλιμκωσ του τον Ιολιο του 2015, κατπιν των περιορισμν στη αναλψει απ τραπεζικ καταθσει. Το επτμηνο Ιανουαρου - Ιουλου 2016 τα επιτκια των καταθσεων κατγραψαν πιε περαιτρωμεισει. Ειδικτερα, το επιτκιο στη σημαντικτερη κατηγορα καταθσεων (δηλαδ εκενων με διρκεια ω 1 το απ

τα νοικοκυριά) κατ'εξοχή συνολική μείωση στη δαπάνη για την εξεταζόμενη περίοδο κατά 16 μονάδες βση και τον Ιούλιο του 2016 διαμορφώθηκε σε 0,86%.

Επιτκία Τραπεζικών Δανείων³³

Τα επιτκία στεγαστική πιστη ακολουθούν καθοδική πορεία από το 2011. Η τση αυτή αντιστρώθηκε προσωρινά κατά το α' εξμήνο του 2015 πιθανώς εξαιτίας της άρσης της αβεβαιότητας, αλλά συνέτλεσε και το γεγονός ότι την περίοδο εκείνη καταγράφηκαν προσωρινά αυξημένες εκταμίες νέων στεγαστικών δανείων. Με την επιστροφή της εμπιστοσύνης τον Ιούλιο του 2015, η νοδοτών επιτοκίων στεγαστική πιστη φανερώνεται να αντιστρώθηκε και του τελευταίου μήνα καταγράφεται πια νοδο. Τα λοιπά επιτκία τραπεζικό δανεισμό (δηλ. για μη χρηματοπιστωτική επιχείρηση καταναλωτική πιστη) κατ'εξοχή απτομή νοδο μετ την επιβολών περιορισμών στο τραπεζικό σύστημα. Οι αυξήσεις αντιστρώθηκαν μσα σε να μνα στην περίπτωση των πιστώσεων χωρίς καθορισμένη δαπάνη προ μη χρηματοπιστωτική επιχείρηση. μω, στον αφορά τα δνεία με προκαθορισμένη

³³ Τραπεζατη Ελλάδο, (2016), «Νομισματική Πολιτική - Ενδιάμεση κθεση» Ιούνιο 2016, Σελ: 142 - 144

λ ξ η, τα επιτκία εξακολοθησαν να καταγράφουν διαδοχικ αυξει και του επμενου μνε. Προτατλη του 2015, και κατ του πρτου μνε του 2016, οι αυξει αυτ ρχισαν να αντιστρφονται. Η νοδο των επιτοκων μετην επιβολ των περιορισμν πιθαν να αντανακλαξηση του εκτιμμενου απτι τραπεζε πιστωτικο κινδνου. Δεδομνων των συνθηκν που επικρτησαν το α' εξμηνο του 2015, ενισχθηκαν οι προσδοκε για επιβρδυνση τη οικονομικ δραστηριτητα, του λχιστον κατ το β' εξμηνο του 2015 και το 2016, και αντιστοχω για αξιση του πιστωτικο κινδνου.

Επιπροσθτω, στα μσα του 2015 αναπτχθηκαν προσδοκε τι η ιδιωτικ κατανλωση και συνεπ τα σοδα των επιχειρσεων θα επηρεζονταν κατ ντονα αρνητικ τρπο λγω τη επιβολ ορου στι αναλψει μετρητην. Διατυπθηκαν φβοι τι οι εισαγωγικ δραστηριτητε των επιχειρσεων, και κατ' επκταση η εγχρια παραγωγ, θα δυσχερανονταν λγω τη αργα των τραπεζν και των περιορισμν στι διασυνοριακ πληρωμ. Φανεται τι οι τραπεζε εκτμησαν τι πολλ επιχειρσει θα εξωθονταν σε αξιση του τραπεζικο δανεισμο, προκειμνου να αντισταθμσουν τα μειωμνα σοδα,

οστε να παραμεινουν σε θέση να εξυπηρετούν απρόσκοπτα τις ανελαστικές υποχρεώσεις του και να μη σταματήσουν να λειτουργούν (distress borrowing).

Στη διάρκεια του β' εξαμήνου 2015, οι προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα βελτιώθηκαν και καθήνεφαρμογών των περιορισμών κεφαλαίων δεν προκαλούσε σημαντική δυσχρειαία για τις επιχειρήσεις, οι τραπεζές ρχίσαν σταδιακά να αντιστρέφουν τις αυξήσεις των επιτοκίων. Οι τραπεζικές χορηγήσεις, η απαισιοδοξία των προσδοκίων των τραπεζών στον αφοροτιμακροοικονομική εξέλιξη, τις προοπτικές στο επεδομεμονωμένων τομών οικονομική δραστηριότητα επιχειρήσεων, την ευκολορευστοποίηση των εξασφαλίσεων και, τλο, τον κνδυνοεν γνει επήρασε περισσότερο περιοριστικά πιστοδοτικά κριτήρια και του ρου και τις προποθέσεων των δανείων κατ το γ' τρμηνο του 2015, εν κατ το δ' τρμηνο η επδραση των προσδοκίων αυτν αμβλνθηκε.

Η πολιτική επιτοκίων εκ μρου των τραπεζών ενθρρυνε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να προβονστι αναγκαία αυξήσεις δανεισμο σε περιορισμένη βση, χρησιμοποιίντα δη εγκεκριμένε γραμμ πιστώσεων (χωρ καθορισμένη λξη), παρ να συνψουν εξ αρχ να

δ ν ε ι α ε ν τ τ ω ν υ φ ι σ τ μ ε ν ω ν π ι σ τ ω τ ι κ ν ο ρ ω ν .

Καθ η ε μ π ι σ τ ο σ ν η θ α ε δ ρ α ι ν ε τ α ι κ α ι η ε π ι β ρ δ υ ν σ η τ η ο ι κ ο ν ο μ ι κ δ ρ α σ τ η ρ ι τ η τ α θ α φ θ ν ε ι σ τ ο τ λ ο τ η , η κ α θ ο δ ι κ κ ν η σ η τ η ν ο π ο α χ ο υ ν ε μ φ α ν σ ε ι τ α π ε ρ ι σ σ τ ε ρ α ο ν ο μ α σ τ ι κ ε π ι τ κ ι α δ α ν ε ι σ μ ο κ α τ τ ο υ τ ε λ ε υ τ α ο υ μ ν ε θ α π α γ ι ω θ ε . Ε ξ λ λ ο υ , η π τ ω τ ι κ τ σ η τ η ν ο π ο α ε μ φ α ν ζ ο υ ν κ α τ τ α τ ε λ ε υ τ α α τ η τ α ε π ι τ κ ι α σ ε π ρ α γ μ α τ ι κ ο ρ ο υ ε π σ η α ν α μ ν ε τ α ι ν α ε ξ α κ ο λ ο υ θ σ ε ι μ ε λ λ ο ν τ ι κ .

Σ υ ν π ε ι α τ ω ν δ ι α σ τ σ ε ω ν τ ο υ π ρ ο β λ μ α τ ο τ ω ν μ η ε ξ υ π η ρ ε τ ο μ ε ν ω ν α ν ο ι γ μ τ ω ν ε ν α ι η δ ι α τ ρ η σ η σ ε υ ψ η λ ε π π ε δ α τ ο υ π ε ρ ι θ ω ρ ο υ μ ε τ α ξ ε π ι τ ο κ ω ν τ ρ α π ε ζ ι κ ο δ α ν ε ι σ μ ο κ α ι κ σ τ ο υ ν τ λ η σ η χ ρ η μ α τ ο δ ο τ ι κ ν π ρ ω ν εκ μ ρ ο υ τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν , π ρ ο δ ι ο χ τ ε υ σ η σ ε ν ε π ι σ τ σ ε ι . Μ ε τ η ν α ν α μ ε ν μ ε ν η π ρ ο δ ο σ τ η ν α ν τ ι μ ε τ π ι σ η τ ο υ π ρ ο β λ μ α τ ο , η α ξ η σ η τ ο υ π ε ρ ι θ ω ρ ο υ κ α τ τ α τ ε λ ε υ τ α α τ η α ν α μ ν ε τ α ι ν α α ν τ ι σ τ ρ α φ ε , α σ κ ν τ α ε π ι π λ ο ν π ι σ ε ι γ ι α υ π ο χ ρ η σ η τ ω ν δ α ν ε ι α κ ν ε π ι τ ο κ ω ν τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν . Τ ο κ σ τ ο χ ρ η μ α τ ο δ τ η σ η τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν , τ ο ο π ο ο α π ο κ λ ι μ α κ θ η κ ε α π τ ο β ' ε ξ μ η ν ο τ ο υ 2015 κ α ι ε ξ , κ υ ρ ω λ γ ω τ η τ α χ ε α υ π ο χ ρ η σ η τ ο υ κ σ τ ο υ σ υ γ κ ν τ ρ ω σ η κ α τ α θ σ ε ω ν λ ι α ν ι κ , θ α κ α τ α γ ρ ψ ε ι σ η μ α ν τ ι κ π ε ρ α ι τ ρ ω μ ε ω σ η .

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνικ

1. Τραπεζατη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην Πρσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 41
2. Τραπεζατη Ελλδο, (2009), «Αγορ Ακιντων - Εξελεξει & Προοπτικ», Απρλιο 2009, Σελ: 13 - 14
3. Χαροδοβελη Α. Γ. - Σαμπανιτη Θ. (2012), «Οικονομα & Αγορ - Η Ελληνικ Αγορ Ακιντων στα Χρνια τη Κρση», Eurobank EFG, Σελ: 1 - 3
4. Τραπεζατη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην Πρσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 26 - 28
5. Ι.Ο.Β.Ε., (2013), «Η Ελληνικ Οικονομα - 1/13», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν

- Ερευν ν, Τριμηνια α κ θ ε σ η, Τ ε χ ο 71,
Π α ρ ο υ σ α σ η, Σ ε λ: 22
6. Μ α σ ο υ ρ κ η Μ. Ε. (2012), «Ο ι κ ο ν ο μ ι κ Δ ε λ τ ο -
Τ ο Μ ν η μ ν ι ο & η Δ ι σ ω σ η τ η Ε λ λ η ν ι κ
Ο ι κ ο ν ο μ α : Α σ τ ο χ ε Σ χ ε δ ι α σ μ ο &
Ε φ α ρ μ ο γ », Alpha Bank, Μ ι ο 2012, Τ ε χ ο 117, Σ ε λ: 3
 7. Ι. Ο. Β. Ε., (2016), «Η Ε λ λ η ν ι κ Ο ι κ ο ν ο μ α - 3/16»,
δ ρ υ μ α Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν & Β ι ο μ η χ α ν ι κ ν
Ε ρ ε υ ν ν, Τ ρ ι μ η ν ι α α κ θ ε σ η, Τ ε χ ο 85, Σ ε λ:
7, 12 - 13, 16, 20, 58 - 59
 8. Ι. Ο. Β. Ε., (2013), «Η Ε λ λ η ν ι κ Ο ι κ ο ν ο μ α - 1/13»,
δ ρ υ μ α Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν & Β ι ο μ η χ α ν ι κ ν
Ε ρ ε υ ν ν, Τ ρ ι μ η ν ι α α κ θ ε σ η, Τ ε χ ο 71,
Π α ρ ο υ σ α σ η, Σ ε λ: 22
 9. Μ α σ ο υ ρ κ η Μ. Ε. (2012), «Ο ι κ ο ν ο μ ι κ Δ ε λ τ ο -
Τ ο Μ ν η μ ν ι ο & η Δ ι σ ω σ η τ η Ε λ λ η ν ι κ
Ο ι κ ο ν ο μ α : Α σ τ ο χ ε Σ χ ε δ ι α σ μ ο &
Ε φ α ρ μ ο γ », Alpha Bank, Μ ι ο 2012, Τ ε χ ο 117, Σ ε λ: 3,
7 - 8, 18 - 20
 10. Ε λ λ η ν ι κ Σ τ α τ ι σ τ ι κ Α ρ χ (2016), Δ ε λ τ ο
Τ π ο υ, «Δ η μ ο σ ι ο ν ο μ ι κ Σ τ ο ι χ ε α γ ι α τ η ν
π ε ρ ο δ ο 2012 - 2015», Ε λ λ η ν ι κ Σ τ α τ ι σ τ ι κ Α ρ χ,
Ο κ τ β ρ ι ο 2016, Σ ε λ: 1
 11. Τ ρ π ε ζ α τ η Ε λ λ δ ο, (2016), «Ν ο μ ι σ μ α τ ι κ
Π ο λ ι τ ι κ 2015 - 2016», Ι ο ν ι ο 2016, Σ ε λ: 5 - 6, 57, 61
 12. Τ ρ π ε ζ α Π ε ι ρ α ι, (2012), «Δ ε λ τ ο Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν
Ε ξ ε λ ξ ε ω ν σ τ η ν Ε λ λ δ α κ α ι τ ο ν Κ σ μ ο»,
Μ ο ν δ α Ο ι κ ο ν ο μ ι κ Α ν λ υ σ η & Α γ ο ρ ν,
Δ ε κ μ β ρ ι ο 2012

13. Υπουργείο Οικονομικών (2016), «Εκτλεση Κρατικό Προπολογισμό Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 2016 - Μηνιαίο Δελτό», Γενικό Λογιστήριο του Κράτους
14. Υπουργείο Οικονομικών (2016), «Ενισχυσει / Επιχορηγησει - Πληρωμ Ληξιπρωθεσμων Υποχρεωσεων Γενική Κυβερνηση Ιανουαρίου - Σεπτεμβρίου 2016 - Μηνιαίο Δελτό», Γενικό Λογιστήριο του Κράτους
15. Υπουργείο Οικονομικών, (2016), «Προσχδιο Κρατικό Προπολογισμό 2017», Οκτώβριο 2016, Σελ: 19 - 20
16. Eurobank, (2016), Economy & Markets, «The Road to Recovery: Are Greek banks able to finance Greece's economic recovery?», Volume X, Issue 2, Σελ: 3 - 4
17. Τραπεζα τη Ελλάδα, (2016), «Νομισματική Πολιτική - Ενδιμεση κθεση» Ιούνιο 2016, Σελ: 142 - 144

Β ν η

1. International Monetary Fund (2016), «World Economic Outlook Database», October 2016

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ο ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1. Χαρακτηριστικά και Συμβολή του Κατασκευαστικού Κλάδου στην Ελληνική Οικονομία

Ο τομέας των κατασκευών σε κθε ανεπτυγμένη οικονομία είναι κυκλικός, αφού τα μεγέθη του ακολουθούν τα μεγέθη και τις τάσεις της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται. Ο κατασκευαστικός κλάδος θεωρείται από του σημαντικότερου κλάδου της ελληνικής οικονομίας, εν συνδέεται στενά με την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και με το επενδυτικό κλίμα που διαμορφώνεται σε αυτή. Η κατασκευαστική δραστηριότητα διακρίνεται στην κατασκευή κτιρίων (κατοικίες, σχολεία, νοσοκομεία, βιομηχανικά και εμπορικά κτίρια) και στην κατασκευή

τεχνικών έργων (αυτοκινητόδρομοι, λιμνία, αεροδρομία κλπ) δημόσιου και ιδιωτικού συμφέροντος. Με τη κατασκευή συνδέεται μέσα μέσα και να πληθόλλων δαπάνων και υπηρεσιών, οι οποίες τον νούν την οικονομία, το εισόδημα και το βιοτικό επίπεδο. Είναι οι δαπάνες συντήρησης, η αγορά πρώτων υλών (λατομέα, βιομηχανικές τιμν του κλπ.) και μηχανημάτων σχετικών με την κατασκευή, καθ και οι συμπληρωματικές δαπάνες εν νοικοκυριο σε διαρκή καταναλωτικές αγαθά που σχετίζονται με το μγεθο και την ποιότητα τη κατοικία, πω η εππλώση η οικοσκευ. Η αγορά τη κατοικία επηρεζει επση το εισόδημα πλειδα επαγγελεματιν, πω υδραυλικό, ηλεκτρολογόι, ξυλουργό, αρχιτεκτονέ, μηχανικό, τοπογράφόι, τραπεζικό, μεστε, συμβολαιογράφόι, οι οποίοι χρησιμοποιούν το εισόδημα αυτ για αγορά αγαθών και υπηρεσιών.

Οι τιμ των ακιντών επιδρουν θετικ στην οικονομική δραστηριότητα, κυρω μσω των νων επενδσεων σε κατοικέ (λγω αξηση τη κερδοφορα) και τη μεγαλύτερη καταναλώση (λγω αξηση του πλοτου των νοικοκυριν). Σημαντικ ρλο στη σχση αυτ διαδραματίζουν και τα θεσμικ χαρακτηριστικ τη αγορά κατοικία και του χρηματοπιστωτικό συστηματο κθεχρα. Αντιστρω, η οικονομική δραστηριότητα

επιδρθετικστι τιμ³⁴. Συνεπ, η πορεα τη
αγορ κατοικα χει πολλαπλασιαστικ
αποτελσματα στην οικονομια³⁵.

Η συμβολ του τομα στην ανπτυξη τη
Ελλδο εναι καθοριστικ, λγω των ισχυρν
διασυνδσεων του με βασικο βιομηχανικο
και λλου κλδου (μεταλλουργα, μη
μεταλλικν ορυκτων, ηλεκτρολογικο υλικο,
ξλου, προντων απ μεταλλο, μεταφορν,
εμπορου κ.τ.λ.) και τη σημαντικ
αναπτυξιακ του δισταση. Παρλληλα, η
αγορ κατοικα επηρεζει τον οικονομικ
κκλο και μσωτη κατανλωση, διτι οι τιμ
των κατοικι ν επιδρον στον πλοτο και την
ψυχολογα των νοικοκυρι ν ενισχοντα
μεινοντα την καταναλωτικ ροπ του. Τλο,
σημαντικ εναι η συμβολ των κατασκευν
στι ακαθριστε επενδσει παγου κεφαλαου
μια και εναι υπεθυνε για περισσ τερε απ
τιμισ επενδσει, ξεπερνντα σημαντικ
τι υπλοιπε κατηγορε επενδσεων
(μηχανματα εξοπλισμ, κλπ.)³⁶.

³⁴ Τρπεζα τη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην
Πρσφατη Χρηματοοικονομικ Κρση», Δεκμβριο
2012, Σελ: 47

³⁵ Τρπεζα τη Ελλδο, (2009), «Αγορ Ακιντων -
Εξελεξει & Προοπτικ», Απρλιο 2009, Σελ: 15 - 16

³⁶ Πανελλνιο Σνδεσμο Αννυμων, Περιορισμνη
Ευθυνη & προσωπικν Τεχνικν Εταιρειν (2011), «Ο
Ελληνικ Κατασκευαστικ Κλδο», Β/2010,
Εξαμηνιαα κθεση Εξελεξεων, Αρ. Τεχου 4, Σελ: 10

3.1.1. Βασικ Ποσοτικ Χαρακτηριστικ του κλ δου

Ο συνολικ αριθμ των επιχειρ σεων που δραστηριοποιοντα στον κατασκευαστικ τομα ενα ι απροσδι ριστο δι τι αρκετ δεν ενα ι καταγεγραμμνε απ τι αρμ διε υπηρεσε δραστηριοποιοντα στο χρο τη παραοικονομα (αυθαρετη δμηση, ευκαιριακο εργολ βοι, μετανστε, παρλληλη απασχληση). Στη χρα μα, ο κατασκευαστικ κλ δο αποτελε τον πολυπληθεστερο κλ δο τη ελληνικ οικονομα σε αριθμ επιχειρ σεων και σε σνολο απασχολομενων μεσα και μμεσα. Συμφωνα με τα τελευταα συγκεντρωτικ στοιχεα τη ΕΣΥΕ (Κατασκευ - Διαρθρωτικ ρευνα, Βασικ Οικονομικ Μεγθη στον κλ δο των Κατασκευ) που αφορον το 2013, στον κλ δο δραστηριοποιοντα 84.622 κατασκευαστικ επιχειρ σει με 193.633 εργαζμενου. Το χρονικ διστημα 2008 - 2013 παρατηρεται μεωση του αριθμο των απασχολομενων στον κλ δο κατ 33,1% με αποτελεσμα οι απασχολομενοι στον κλ δο να περιορισθον κατ 95.887 (Μση Ετσια Μεταβολ 2008 - 2013, -6,48%), εν ο αριθμ των επιχειρ σεων μειθηκε κατ 25,9% (114.152 επιχειρ σει το 2008) το αντιστοιχο χρονικ διστημα μειωμνο κατ 29.530 επιχειρ σει. Τα τη 2009 - 2011, παρατηρεται σημαντικ μεωση του αριθμο των επιχειρ σεων (-17,9%) και των εργαζμενων (-24,2%) στον κλ δο, εν απ το 2012

επιβραδύνεται ο ρυθμός μεωσή του με τη καθοδική τάση μω να διατηρούνται. Ακολούθως παρατθεται σχετικ πνακα για τα μεγθη τη περιδου 2008 - 2013 για τον κατασκευαστικ κλδο:

Πνακα 8: Συνολικ στοιχεα βασικ ν οικονομικ ν μεγεθ ν στι κατασκευ (σε χιλ. €)

Πηγ : ΕΣΤΕ

| Πα ρ με τ ρ ο ι | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Α ρ ι θ μ ε τ α ι ρ ε ι ν | 114.152 | 112.952 | 105.298 | 92.699 | 86.873 | 84.622 |
| Α ρ ι θ μ α π α σ χ ο λ ο υ μ ν ω ν | 289.520 | 285.110 | 242.711 | 216.004 | 197.363 | 193.633 |
| Α μ ο ι β α π α σ χ ο λ ο υ μ ν ω ν | 2.261.976 | 2.173.356 | 1.685.628 | 1.555.943 | 1.219.262 | 1.105.250 |
| Δ α π ν ε κ ο ι ν ω ν ι κ α σ φ λ ι σ η | 745.390 | 762.975 | 525.993 | 508.132 | 398.009 | 378.840 |
| Κ κ λ ο ε ρ γ α σ ι ν (κατασκ. δραστηρι τητε) | 16.150.587 | 10.935.923 | 6.739.938 | 6.339.243 | 6.970.046 | 6.063.494 |
| Κ κ λ ο ε ρ γ α σ ι ν (οικοδ. δραστηρι τητε) | 8.748.858 | 6.538.493 | 4.409.393 | 2.792.383 | 3.338.547 | 2.143.495 |
| Κ κ λ ο ε ρ γ α σ ι ν (ργα πολιτικ ομηχανικ ο) | 4.794.047 | 7.240.907 | 3.656.882 | 4.086.888 | 3.331.339 | 3.026.730 |
| Σ υ ν ο λ ι κ α γ ο ρ α γ α θ ν και υπηρεσι ν | 13.960.177 | 13.080.461 | 9.711.940 | 8.732.506 | 7.924.593 | 7.819.283 |
| Α ξ α παραγωγ | 18.879.860 | 15.656.302 | 13.857.927 | 11.398.402 | 10.858.420 | 10.237.960 |
| Π ρ ο σ τ ι θ μ ε ν η α ξ α | 5.865.392 | 4.084.574 | 5.369.715 | 3.893.113 | 4.541.723 | 4.337.308 |

| | | | | | | |
|---|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| σ ε τ ι μ κ σ τ ο υ σ υ ν τ ε λ ε σ τ ν π α ρ α γ ω γ | | | | | | |
| Ε π ε ν δ σ ε ι | 2.046.820 | 734.918 | 495.269 | 353.921 | 1.644.025 | 1.210.086 |

Η συμβολή των κατασκευών στην περαιτέρω ανάπτυξη της χώρας είναι καθοριστική λόγω της συσχέτισής του με βασικό βιομηχανικό κλάδο και τη κλάδο (μεταλλουργία, μη μεταλλικών ορυκτών, ξυλεία, προϊόντων αμταλλοηλεκτρολογικό υλικό, εμπορεύ, μεταφορών κτλ) και του αναπτυξιακού του χαρακτήρα. Εξ άλλου, η επδράση του κλάδου στην περιφερειακή ανάπτυξη είναι σημαντική, αφού ενισχύει την οικονομική και δημογραφική ισορροπία φθινοφύσων περιοχών της χώρας (ρση γεωγραφική απομόνωση, μεγάλη συμβολή στην απασχόληση και το ΑΕΠ, πολλαπλασιαστική επιπτώσεων υποδομών κτλ). Τα έτη 2000 - 2006 (πλην του 2005) παρατηρείται υψηλή συνεισφορά του κλάδου των κατασκευών (κωδικό NACE Rev. 2, 41 - 43) στην Ακαθόριστη Προστιθέμενη Αξία κυρωλών των έργων υποδομής που υλοποιήθηκαν στο πλαίσιο διοργάνωσης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και των κοινοτικών προγραμμάτων, καθ' και τη άξηση στην ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα συμβάλλοντας διαχρονικά στην άξηση του μεγέθους της απασχόλησης στις κατασκευές. Εστιζόντα στα αναθεωρημένα στοιχεία (το βση 2010) τη ΕΣΤΕ διαπιστώνονται τρεις φσει εξλιξη τη

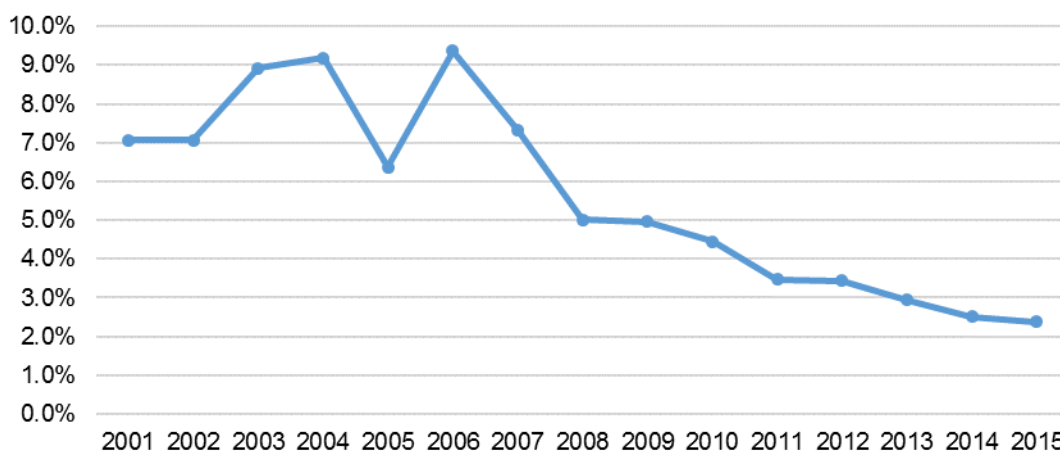
συμμετοχή του κατασκευαστικού κλάδου σε επίπεδο Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία στη Ελλάδα τα τελευταία δεκαπντετη:

Διαχρονική αξιολόγηση της σχετικής σημαντικότητας του κλάδου τα τη 2001 - 2002 με μγιστή τιμή συμβολή κατ 7,1%

Σταθεροποίηση της συμμετοχής του κλάδου στη δημιουργία του Α.Ε.Π., περπου στο 8,5% κατ μσο ρο τα τη 2003 - 2006

Ταχεα και διαρκ συρρκνωση της συμβολών των κατασκευών σε επίπεδο Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία απ το 9,4% το 2006 σε 2,4% το 2015

Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία - % Συμμετοχής των Κατασκευών



Διγράμμαμα 7: Ποσοστό Συμμετοχή Κατασκευών στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (2001 - 2015), Προσωρινά Στοιχεία για τα τη 2001 - 2015

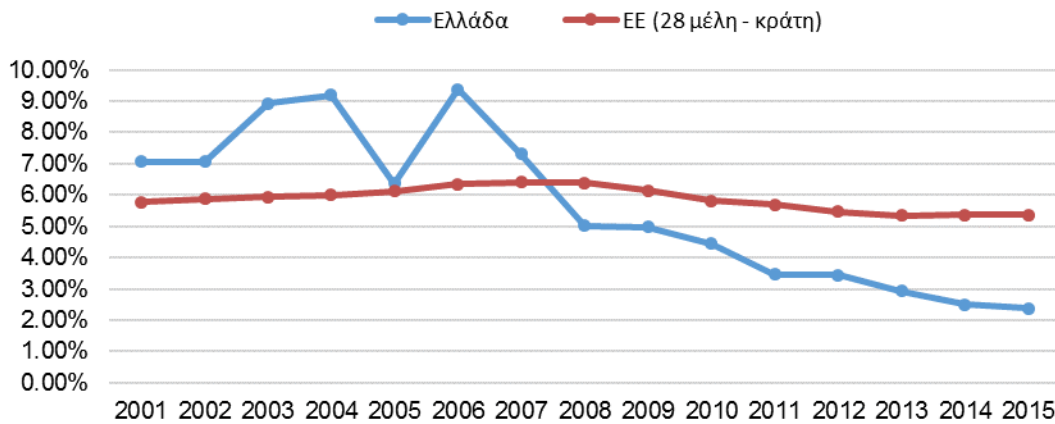
Πηγή : ΕΣΤΕ

Η ραγδαα μεωση της σχετικής σημαντικότητας των κατασκευών, λγα τη μεττην νθηση που γνρισε ο κλάδο την περοδο των Ολυμπιακών Αγώνων και των μεγλών ργών υποδομ που υλοποιήθηκαν, επδρασε αρνητικ σε λο το

φσμα τη εθνικ οικονομια, δεδομων των ισχυρων επιρρων του με βασικο βιομηχανικο και λοιπο κλδου τη οικονομια και τη σημαντικ αναπτυξιακ του διασταση. Μετα δεδομα αυτη κρση στον κλδο σηματοδτησε και την κρση στην ελληνικ οικονομια. Ο κατασκευαστικ τομα αποτλεσε διεθνη τη δοδο για την αντιμετπιση τη οικονομικ κρση. Αυτ γνεται αντιληπτ και απτην εξταση τη διαχρορικ εξλιξη τη σχετικ σημαντικτητα του κατασκευαστικο κλδου στι υπλοιπε χρετη Ευρπη.

Εστιζοντα στα διαθσιμα στοιχεια για το 2015 τη Eurostat διαπιστνεται τι, η οικονομικ σημαντικτητα των κατασκευων στι υπλοιπε χρετη Ευρωπακ νωση (28 μλη - κρτη) ανλθεσε 5,4%, μετρομενη ω ποσοστ επτη συνολικ ακαθριστη προστιθμενη αξα κθε οικονομια, κατ πολυψηλητερη απ αυτη τη Ελλδα.

Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία - % Συμμετοχής των Κατασκευών



Δ ι γ ρ α μ μ α 8: Ποσοστ Συμμετοχ Κατασκευ ν στ η ν Ακαθ ριστ η Προστιθ έμενη Αξία (2001 - 2015), Προσωριν Στοιχεα για τα τη 2001 - 2015 για τα στοιχεα τη Ελλ δα

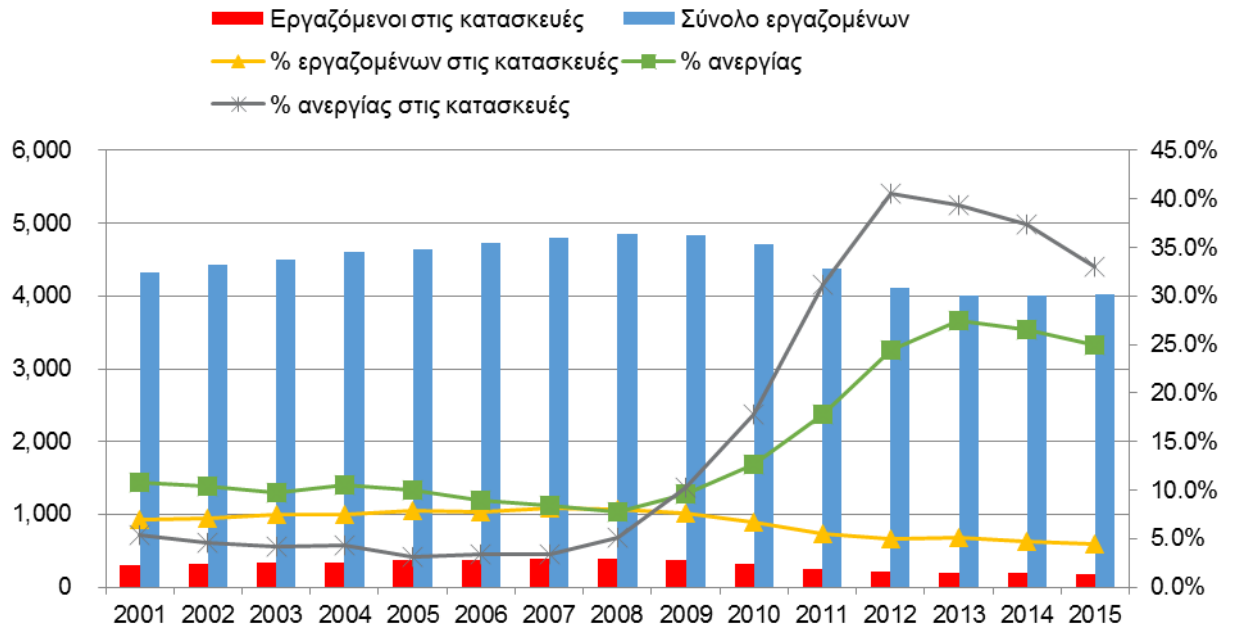
Πη γ : ΕΣΥΕ, Eurostat

Φυσικ συνπεια των ανωτρω εξελξεων εναι και η διαρκ μειομενη συμμετοχ του κλδου στα μεγθη τη συνολικ απασχληση, ιδιατερα κατ τα δυο τελευταα τη. Συγκεκριμνα, ο κλδο απασχολε τη δεκαετα 2000 - 2010 ποσοστ μεσοσταθμικ 7,5% των απασχολουμνων στ η ν Ελλ δα, εν τη ν τελευταα πενταετα (2011 - 2015) το συγκεκριμνο ποσοστ μειθηκε σε 5,0%. Αναλυτικτερα απ το 2007, παρατηρεται συνεχ μεωση του ποσοστο των εργαζομνων στον κατασκευαστικ κλδο, με το εν λγω ποσοστ να διαμορφνεται σε 4,5% το 2015, το χαμηλτερο εππεδο των τελευταων δεκαπντεετην.

Σ μ φ ω ν α μ ε σ τ ο ι χ ε α τ η Ε Σ Υ Ε γ ι α τ ο χ ρ ο ν ι κ
δ ι σ τ η μ α 2001 - 2015 α π τ ο 2008 κ α τ α γ ρ φ ε τ α ι
σ τ α δ ι α κ π τ σ η τ ο υ σ υ ν λ ο υ τ ω ν ε ρ γ α ζ ο μ ν ω ν
σ τ η χ ρ α ι δ ι α τ ε ρ α τ η ν τ ε λ ε υ τ α α ε π τ α ε τ α
(16,8%) α ν ε ρ χ μ ε ν ο σ ε 4.019 χ ι λ. τ ο 2015 α π 4.829 τ ο
2009, ε ν τ ο ψ ο τ ω ν ε ρ γ α ζ ο μ ν ω ν σ τ ο ν κ λ δ ο
τ ω ν κ α τ α σ κ ε υ ν σ υ ρ ρ ι κ ν θ η κ ε σ η μ α ν τ ι κ
π ε ρ ι σ σ τ ε ρ ο α κ ο λ ο υ θ ν τ α ν τ ο ν α κ α θ ο δ ι κ
π ο ρ ε α, μ ε τ η σ υ ν ο λ ι κ π τ σ η γ ι α τ ο
α ν τ σ τ ο ι χ ο χ ρ ο ν ι κ δ ι σ τ η μ α (2009 - 2015) ν α
δ ι α μ ο ρ φ ν ε τ α ι σ ε 50,8%. Π α ρ λ λ η λ α, τ ο ψ ο τ ω ν
ε ρ γ α ζ ο μ ν ω ν σ τ ο ν κ λ δ ο τ ω ν κ α τ α σ κ ε υ ν
π ε ρ ι ο ρ σ τ η κ ε δ ρ α σ τ ι κ α ν ε ρ χ μ ε ν ο σ ε 181 χ ι λ.
τ ο 2015 α π 369 χ ι λ. τ ο 2009.

Σ υ ν π ε ι α τ ω ν α ν ω τ ρ ω ε ν α ι η σ υ ρ ρ κ ν ω σ η τ ο υ
π ο σ ο σ τ ο τ ω ν ε ρ γ α ζ ο μ ν ω ν σ τ ι κ α τ α σ κ ε υ
ν α ν τ ι τ ο υ σ υ ν λ ο υ τ ω ν ε ρ γ α ζ ο μ ν ω ν σ τ η
χ ρ α, κ α θ τ ο ε ν λ γ ω π ο σ ο σ τ δ ι α μ ο ρ φ θ η κ ε
σ ε μ λ ι 4,5% τ ο 2015 α π 8,1% τ ο 2007, δ ε γ μ α τ ο υ
π λ γ μ α τ ο π ο υ δ χ τ η κ ε ο κ λ δ ο . Ε ν δ ε ι κ τ ι κ
σ η μ ε ο τ η κ α τ σ τ α σ η σ τ ο ν κ λ δ ο α π ο τ ε λ ε η
σ γ κ ρ ι σ η τ ο υ δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α σ τ η χ ρ α μ ε τ ο ν
α ν τ σ τ ο ι χ ο τ ο υ κ λ δ ο υ τ ω ν κ α τ α σ κ ε υ ν.
Α ν α λ υ τ ι κ τ ε ρ α, ο δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α σ τ η χ ρ α
α ν λ θ ε α π 7,8% τ ο 2008 σ ε 24,4% τ ο 2012
π α ρ ο υ σ ι ζ ο ν τ α σ η μ α ν τ ι κ α ξ η σ η, ε ν ο
δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α σ τ ι κ α τ α σ κ ε υ α π 5,1% τ ο 2008
κ α τ γ ρ α ψ ε ρ α γ δ α α ν ο δ ο μ ε α π ο τ λ ε σ μ α ν α
α ν λ θ ε ι σ ε σ τ ο 40,5% τ ο 2012. Τ ο 2013 κ α τ α γ ρ φ η κ ε
ο υ ψ η λ τ ε ρ ο δ ε κ τ η α ν ε ρ γ α τ η ν τ ε λ ε υ τ α α
δ ε κ α π ε ν τ α ε τ α (2001 - 2015). Σ τ ο ν π ν α κ α π ο υ
α κ ο λ ο υ θ ε α π ο τ υ π ν ε τ α ι η ε ξ λ ι ξ η τ ο υ

εργατικό δυναμικό στη χρα και στις κατασκευές, καθ και οι αντιστοιχοι δεκτε ανεργα :



Διγράμμο 9: Εξλιξη δεκτη ανεργα και αριθμο εργαζομνων στην ελληνικ οικονομια και στις κατασκευ

Πηγ : ΕΣΤΕ

Αξιοσημεωτη εναι η ραγδαα μεωση τη σχετικ σημαντικτητα τη απασληση στον κλο, καθ το ποσοστ ανεργα στον κλο των κατασκευν απ το 2009 και πειτα εναι υψηλτερο απ το γενικ δεκτη ανεργα τη χρα υποδηλωντα το βαθμ που χει πληγε ο κλο των κατασκευν αναφορικ με την απασληση. Ο κλο των κατασκευν αποτελε τον κλο με τη μεγαλτερη υποχρηση τη απασληση απ το 2008, σημειθηκε για πρτη φορ κτοτε στο πρτο εξμηνο του 2016 νοδο τη απασληση επδο συνεχ τρμηνα, με την τση αυτα

αντανάκλαση την αναθέρμανση της δραστηριότητας στα δημόσια όργανα, και κυρωστού του μεγάλου οδικού ξόνε.

3.1.2. Βασικ Ποιοτικ Χαρακτηριστικ του κλ δου

Σμφωνα με σχετικ μελτη που διενεργηκε απο το Ινστιτοτο Οικονομα Κατασκευων (ΙΟΚ) και στοιχεια του ΣΑΤΕ, ω βασικ ποιοτικ χαρακτηριστικ στον κλ δο προσδιοριζονται τα παρακτω³⁷:

Μεγλη κινητικτητα του ανθρωπινου δυναμικο των εταιρειν (εποχιακ προσωπικ και μη εγκατεστημενα επαγγελματα), υψηλη νταση εργασια αλλα και αυξανμενε ανγκε ενσχυση των επαγγελματικν δεξιοττων (εξειδικευμενο εργατοτεχνικ προσωπικ και μηχανικο), αφοη τεχνολογια εξελσσειται διαρκ και διαφοροποιειται απ στιγμ σε στιγμ. Γενικ, στον κλ δο παρατηρειται πλον αξηση διαχρονικ τη μερικ και εποχιακ απασχληση. Ο κλ δο απορροφ μεγαλο αριθμο ανθρωπινου δυναμικο με χαμηλ εππεδα κατρτιση, που προρχεται κυρω απ τα καττατα στρματα εκπαδευση, γεγον

³⁷ Πανελλνιο Σνδεσμο Ανωνμων, Περιορισμνη Ευθνη & Προσωπικν Τεχνικν Εταιρειν (2009), «Ο Ελληνικ Κατασκευαστικ Κλ δο», Εξαμηνιαα κθεση Εξελξεων, Σελ: 8

που δημιουργεί ανάγκη περαιτέρω ενσχυση των δεξιοτήτων, αλλά και ανειδίκευτου μετανάστε προθυμού να εργαστούν με αμοιβή καλύτερη απ'αυτή που προβλεπεται από τις ισχύουσες συλλογικές συμβάσεις εργασίας

Η απασχλήση στον κλάδο είναι κατακερματισμένη σε πολλά διαφορετικά επαγγέλματα, τα οποία συμμετέχουν τι εκτελείσει ργών μσω υπεργολαβία, εν τι σημαντικ αριθμ εργαζομένων σχετίζεται με την προμηθεια υλικών κατασκευών

Η διρκεια των συμβάσεων εργασίας συνθωβασζεται σε συμβάσεις ορισμένου χρόνου καθ εξαρτάται από τη διρκεια κατασκευών αυτο

Τα ποσοστά εργατικών ατυχημάτων βρσκονται σε υψηλή εππεδα σε σχέση με τι λλε κατηγορε επαγγελεμάτων

Σημαντικ μρω των απασχολομένων στον κλάδο, κυρω οι οικονομικο μετανάστε, εργζονται ανασφλιστοι και χωρ να είναι καταγεγραμμένοι από τι αρμδιε υπηρεσε

Οι επενδσει σε μηχανολογικ εξοπλισμ χουν ιδιατερη απαξωση σε σχέση με λλου κλάδου. Επση, η νταση τη επενδυτικ δραστηριτητα αποτελε βασικ ξονα βελτωση τη ανταγωνιστικτητα του κλάδου

Το τελικ προ ν που παρ γεται δεν μεταφ ρεται, αλλ προσαρμ ζεται σε πλ θο χρ σεων και αποτελε βασικ υποδομ για διαβωση, εργασα, παραγωγ, μεταφορ και υπηρεσε

Σε περι δου αυξημ νη κατασκευαστικ δραστηρι τητα υπ ρχει ν τονη εισρο ειδικευμ νου και ανειδκευτου εργατοτεχνικο δυναμικο απ γειτονικ κρ τη για την κλυψη των κτακτων αναγκ ν του κλ δου

3.2. Θεσμικ Πλασιο

Το θεσμικ πλασιο που διπει τη λειτουργα του κατασκευαστικο τομα εναι σχετικ σγχρονο και εκτ του ρυθμιστικο μρου του, περιλαμβ νει και την παροχ κιν τρων ανπτυξη, αναδιρθωση και εξυγανση του τομα (συγχωνεσει τεχνικ ν εταιρει ν, διαφνεια στην αξιολγηση και την καταξη του, αδιβλητε διαδικασε δημοσων μειοδοτικ ν διαγωνισμ ν, περιορισμ τη διαπλοκ κ.τ.λ.). Ο Νμο 2940/2001 επφερε σημαντικ ανακαταταξει στον κατασκευαστικ τομα διτι προκλεσε μασειρ συγχωνεσεων που εχανω συνπεια τη δημιουργα ισχυρτερων και πλον βισιμων επιχειρηματικ ν σχημ των. Με του Νμου 3263/2004, 3316/2005 και 3310/2005, γινε μεταρρθμιση του θεσμικο πλαισου ανθεση ργων και μελετ ν δημοσων ργων, καθιερθηκε να νοσστημα μειοδοτικ ν διαγωνισμ ν (βσει

κυρω ποιοτικ ν κριτηρων), διασφαλσθηκε σε ικανοποιητικ βαθμ η διαφνεια, περιορσθηκε η γραφειοκρατα και προωθθηκε η εναρμνιση με την κοινοτικ νομοθεσα³⁸.

Ο Νμο 2940/2001 με θμα «Αναπτυξιακ, φορολογικ και θεσμικ κνητρα για τι επιχειρσει του κατασκευαστικο τομα και λλε διατξει» καθιρωσε να νοτρπο εγγραφ των εταιρειν στο Μ.Ε.ΕΠ. (Μητρο Εργοληπτικ ν Επιχειρσεων), προβλεπε την επαναξιολγηση των κριτηρων εγγραφ του σε αυτ, αλλ και τι προποθει καταξ του.. Σκοπ του ταν η μεωση του αριθμο των κατασκευαστικ ν εταιρειν αν τξη (μσω συγχωνεσεων /και εξαγορν) και η ταυτχρονη ισχυροποηση των νων εταιρικ ν σχημτων στε να χουν την ικαντητα να εκτελσουν μεγλα ολυμπιακ ργα, αυτοχρηματοδοτομενα ργα, καθ και να μπορον να ανταπεξλθουν στι απαιτσει του διεθνο ανταγωνισμο³⁹.

Σημαντικ εξλιξη για τον κλδο των κατασκευν αποτελε η μεταρρθμιση του θεσμικο πλαισου που διπει την ανθεση ργων και τι μελτε δημοσων ργων με του Νμου 3263/2004, 3316/2005 και 3310/2005. Συγκεκριμνα με το Νμο 3263/2004 που αντικατστησε τον νμο

³⁸ Δαγκαλδη Α. (2009), «Κατασκευαστικ Τομα», Κλαδικ Μελτη 9, Τρπεζα Πειραι, Σελ: 3 - 4

³⁹ ICAP, (2008), «Τεχνικ Εταιρεια 7^η - 6^η - 5^η Τξη», Κλαδικ Μελτη, Σελ: 5 - 6

Ν.2576/98 (ο οποο εχε θεσπει το σστημα του «μαθηματικο τπου»), καθιερνεται σστημα μειοδοτικν διαγωνισμν, βσει του οπου εξετζονται κυρω ποιοτικ κριτρια καθ και μια να διαδικασα για τα διαδοχικ στδια των μελετν, ενσωματνεται πλωη κοινοτικ νομοθεσα, περιορζεται η γραφειοκρατα και τα στδια διενργεια του διαγωνισμο και επιβεβαινεται το πλω ασυμββαστο μεταξ μελετητικν γραφεων και εργοληπτικν επιχειρσεων. Ακμη θεσπζονται συγκεκριμνε προθεσμε για την εκπνηση τη μελη και επιβλλονται πειθαρχικ, αλλ και οικονομικ ποιν ω 50.000 ευρ.

Επιπλων με το Νμο 3316/2005 αναμορφνεται πλω το νομικ πλασιο για την ανθεση των μελετν δημοσων ργων, αναβαθμζεται η ποιτητα των μελετν και προσαρμζεται το ελληνικ δκαιο στι τελευταε Οδηγε τη Ευρωπακ νωση. Τλο, ο Νμο 3310/2005, αφορτη θσπιση μτρων για τη διασφλιση τη διαφνεια και την αποτροπ καταστρατηγσεων κατ τη διαδικασα σναψη δημοσων συμβσεων.

Η πολιτεα, προκειμνου να διασφαλσει τη φερεγγυτητα υλοποηση κατασκευαστικν ργων χει θεσμοθετσει δο ργανα: το Μητρο Εργοληπτικν Επιχειρσεων (Μ.Ε.ΕΠ) και το Μητρο Εμπειρα Κατασκευαστν (Μ.Ε.Κ). Το προτο εξασφαλζει την τεχνικ, οικονομικ και πιστοληπτικ ικαντητα τη

εργοληπτική επιχείρηση, την εμπειρία και την οργάνωση, εν τω δευτέρω ελγχει πρώτα τομα που απασχολε η επιχείρηση διαθ τουν τι κατ λληλε σπουδ και εμπειρα⁴⁰.

Οι τξει του ΜΕΕΠ στι οποε κατατ σσονται οι εργοληπτικ επιχειρσει εναι επτ (1^η 2^η, 3^η, 4^η, 5^η, 6^η, 7^η, εν ορζονται και δο ειδικ τξει (Α1, Α2) για μικρτερε επιχειρσει. Η 7^η αποτελε και την αντερη τξη εργοληπτικο πτυχου και η κατταξη τη στο ΜΕΕΠ γνεται σε μα περισστερε απ μα απ τι βασικ κατηγορε ργων. Οι κριε κατηγορε ργων εναι η οδοποια, τα οικοδομικ, τα υδραυλικ, τα λιμενικ, τα ηλεκτρομηχανολογικ και τα βιομηχανικ - ενεργειακ, εν οι ειδικ κατηγορε αφορον ργα πλωτν ργων & εγκατασσεων ναυπηγεων, αποκαλψεω μεταλλεων, ηλεκτρονικο εξοπλισμο, πρασνου και καθαρισμο & επεξεργασα νερο, υγρν, στερεν & αερων αποβλτων. Συμφωνα με την κεμενη νομοθεσα στη χρα μα κθε επιχείρηση ταξινομεται για κθε κρια κατηγορα ργων στι τξει Α1 ω 7^η και απ Α1 ω 4^η για κθε μα απ τι ειδικ κατηγορε ργων. Η πρτη εγγραφ στο ΜΕΕΠ γνεται μνο μχρι την 3^η τξη, εν η κατταξη στι ειδικ κατηγορε εναι δυνατ μχρι την 4^η τξη.

Στο ΜΕΕΠ μπορον να εγγραφον εταιρεε νομικ μορφ Ο.Ε., Ε.Ε., Ε.Π.Ε., Α.Ε., Ατομικ

⁴⁰ ICAP, (2008), «Τεχνικ Εταιρεε 7^η - 6^η - 5^η Τξη», Κλαδικ Μελητη, Σελ: 7 - 9

και Δημοτική Επιχείρηση. Συγκεκριμένα, στις τξεις Α1, Α2, 1^η και 2^η είναι δυνατή κατά τη διάρκεια οιασδήποτε νομική μορφή, ενώ στην 3^η και νω κατατάσσονται μόνο επιχειρήσεις με νομική μορφή Α.Ε. Οι εγγεγραμμένες τεχνικές εταιρείες έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής σε δημοπράσεις αντιστοίχης κατηγορίας και προπολογισμού, για τα οποία θεσπίζονται αυτά και κατά τα ρα.

Πνακα 9: Διαχρονική Εξλιξη Εγγεγραμμένων Εταιρειών στις Τξεις 3^η - 7^η του ΜΕΕΠ

Πηγ: ΣΑΤΕ

| Τξη | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 7 ^η | 14 | 14 | 13 | 11 | 11 | 11 | 10 | 9 | 8 | 9 | 8 | 8 | 6 |
| 6 ^η | 51 | 48 | 46 | 45 | 41 | 37 | 37 | 36 | 36 | 30 | 31 | 31 | 33 |
| 5 ^η | 65 | 61 | 57 | 60 | 59 | 59 | 57 | 58 | 53 | 57 | 54 | 50 | 45 |
| 4 ^η | 102 | 102 | 113 | 116 | 130 | 148 | 150 | 148 | 136 | 137 | 139 | 138 | 141 |
| 3 ^η | 480 | 456 | 443 | 437 | 411 | 339 | 325 | 324 | 300 | 304 | 275 | 266 | 247 |
| Σνολο | 712 | 681 | 672 | 669 | 652 | 594 | 579 | 575 | 533 | 537 | 507 | 493 | 472 |

Εποη, σε κθε κατηγορία ορζεται αντατο ριο ανεκτλεστου ργου, αντατα ρια προπολογισμο ργων αντξη, τα οποα παρατηθενται στον πνακα 10. πω διαπιστνεεται, οι διαβαθμσει στα αντατα ρια αλλ και στο ριο ανεκτλεστου που χουν θεσπσει οι αρμδιε αρχ είναι σημαντικ και στοχεει στην αξιοπιστα και στη δυναττητα κθε επιχερηση να ανταποκριθε στη ανγκε τη τξη που ανκει χωρ να αντιμετωπζει προβλματα οικονομικ φσεω, σο αυτ είναι δυνατ.

Σημεινεται πω με τον νμο 4278/2014, ρθρο 59, τα καταταρια προπολογισμο ργων καταργηκαν.

Πνακα 10: ρια Προπολογισμο ργων αν Τξη ΜΕΕΠ (σε €)

Πηγ : ΣΑΤΕ

| Τξη ΜΕΕΠ | Αντατα ρια | Αναβαθμισμνο ριο κοινοπραξι ν | Αντατο ριο ανεκτλεστου |
|----------------|------------|-------------------------------|------------------------|
| A1 | 90.000 | 142.500 | 270.000 |
| A2 | 300.000 | 412.500 | 900.000 |
| 1 ^η | 750.000 | 937.500 | 2.250.000 |
| 2 ^η | 1.500.000 | 2.062.500 | 4.500.000 |
| 3 ^η | 3.750.000 | 4.687.500 | 11.250.000 |
| 4 ^η | 7.500.000 | 11.125.000 | 22.500.000 |
| 5 ^η | 22.000.000 | 27.500.000 | 66.000.000 |
| 6 ^η | 44.000.000 | 60.000.000 | 132.000.000 |
| 7 ^η | Χωρ ριο | | Ειδικ διατξει |

Την κατασκευ των δημοσων ργων επιτρπεται να αναλαμβνουν ημεδαπεπιχειρσει που εναι εγγεγραμμνε στο Μητρο Εργοληπτικν Επιχειρσεων, στην αντιστοιχη με το ργο κατηγορα και τξη εγγραφ, καθ και εργοληπτικ επιχειρσει κρατν - μελν τη Ευρωπαϊκ νωση, συμφωνα με τι εκστοτε ισχουσε διατξει. Σημεινεται τι, οι κατασκευαστικ επιχειρσει χωρν εκτ Ευρωπαϊκ νωση που χουν τα ουσιαστικ προσντα, γνοντα δεκτ σε διαγωνισμο

και μπορούν να αναλάβουν την εκτέλεση δημοσίων έργων, σε περίπτωση αυτή προκπτει απ διεθνε υποχρεσει τη χρα .

Η εγγραφ και καταξη των εργοληπτικ ν επιχειρσεων στο Μ.Ε.ΕΠ., καθ και η τακτικ και κτακτη αναθερηση τη εγγραφ γνεται με ατησ του και στηρζεται σε λα τα στοιχεα που εναι αναγκαα για την εξταση τη ατηση και τον λεγχο τη ακρβεια των υποβαλλομων στοιχεων και τα οποα υποχρεονται να υποβλλουν οι εργοληπτικ επιχειρσει στο Μ.Ε.ΕΠ. Η στελχωση τη εργοληπτικ επιχειρηση , με στελχη που εναι εγγεγραμμνα στο Μ.Ε.Κ., παρακολουθεται απ την υπηρεσα τρηση του Μ.Ε.ΕΠ., στε τα στελχη αυτ να συμμετχουν ενεργ στο ργο τη επιχειρηση . Η λχιστη στελχωση τη επιχειρηση πρει να εναι συνεχ καθ' λη τη διρκεια τη λειτουργα τη και να αποδεικνεται με βεβαωση ασφλιση του προσωπικο απ τον οικεο ασφλιστικ φορα .

Ο νμο 3389/2005 με θμα «Συμπρξει Δημσιου και Ιδιωτικο Τομα» αποτελε ιδιατερη σημασα για το θεσμικ πλασιο των Συμπρξεων Δημσιου και Ιδιωτικο Τομα (ΣΔΙΤ) στη χρα μα . Ο συγκεκριμνο νμο χειωσχο το σαφ προσδιορισμ των κανωνων λειτουργα του θεσμο , την ενσωμτωση τη σχετικ κοινοτικ νομοθεσα και την προσαρμογ με το ελληνικ κοινωνικ οικονομικ και

αναπτυξιακ περιβλλον. Οι Συμπροξει Δημοσου και Ιδιωτικο Τομα ενα μορφ συνεργασα των Δημοσων Αρχν με επιχειρσει του Ιδιωτικο Τομα, που αποσκοπον στην εξασφλιση του σχεδιασμο, τη χρηματοδτηση, τη κατασκευ, τη διαχειριση, λειτουργα ανακανιση συντηρηση δημοσων υποδομν αλλ και στην παροχ υπηρεσιν σε διαφρου τομε τη οικονομια.

Αφορον σε συνθετα σχματα συνεργασα του δημσιου με τον ιδιωτικ τομα με μακροπρθεσμε δεσμεσει που κατ τη διεθν αποδεδειγμνη εμπειρα στοχεουν στη βελτωση τη ποιτητα των παρεχμενων υπηρεσιν του κρτου προ τον πολτη, στην παροχ τη τεχνογνωσα και των μεθδων του ιδιωτικο τομα προ τον δημσιο, στην ενσχυση παραγωγικν επενδσεων καθ και στη δημιουργανων θσεων εργασα. Οι ΣΔΙΤ αφορον του τομε εκπαδευση, υγεια, μυνα, σταση δημοσων υπηρεσιν, περιβλλοντο, ανταποδοτικν ργων δμων, δρευση και αποχτευση, υποδομν στι μεταφορ, πληροφορικ, πολιτισμο, δικτων επικοινωνι κλπ. Η ευθνη για την κατασκευ του ργου την παροχ τη υπηρεσα αποτελε αντικεμενο αννυμη ιδιωτικ εταιρεα ειδικο σκοπο και χρειζεται πληρητητα του συμβατικο πλαισου που θα την περιβλλει για να επιτχει. Για να υπαχθε μασμπραξη στι

διατξεϊ του νμου 3389/2005 θα πρπει να τηρονται τα εξ κριτρια:

Να χουν ω αντικεμενο την εκτλεση ργων και την παροχ υπηρεσι ν που ανκουν στην αρμοδιτητα των δημσιων φορων

Να προβλεπεται η ανληψη ουσιδου μρου του κινδνου που συνδεεται με τη χρηματοδτηση, την κατασκευ, τη διαθεσιμτητα, τη ζτηση του αντικειμνου τη συμπραξη και των συναφν κινδνων απ του ιδιωτικο φορε ναντι ανταλλαγματο που θα καταβλλεται ετε τμηματικ, ετε εφπαξ

Να προβλεπεται η κλυψη ολκληρου μρου του ργου με πρου των ιδιωτικν φορων

Το συνολικ συμβατικ προπολογισθν κ στο υλοποηση του ργου τη συμπραξη να μην υπερβανει το ποσ των 200 εκατ. € χωρ το ΦΠΑ

Η ανθεση ργων μσω των ΣΔΙΤ χειορισμνα θετικ στοιχεα πω:

Η κατασκευ αντερη ποιτητα ργων, αφο οι ανδοχοι αναλαμβνουν την μακροχρνια συντρηση του

Μικροτερο χρονο αποπερωση του ργου, καθ οι ανδοχοι δημιουργον ταμειακρο προ φελ του αλλ και εξοικον μηση δημσιου χρματο

Με ωση των αποκλεισεων μεταξύ προπολογισθέντων και πραγματικών κόστους των ργών

Μεταφορά του χρηματοδοτικού και κατασκευαστικού κινδύνου απδημσίου στο ιδιωτικό φορέα, αλλά και απκτηση τεχνογνωσια του δημσίου τομα σε αντιστοιχα ργα

Αξηση τη απασχληση στον κλοαφοπολλ ργα δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθον χω την παρουσα και του ιδιωτικού τομα

Απτην λλημετη θσπιση των ΣΔΙΤ χουν παρουσιαστε προβλματα πω :

Οι συνεχεαλλαγ του νομικού πλαισίου αποδυναμουν το θεσμ των ΣΔΙΤ με αποτλεσμα να μην εναισυμφροντα προχρηματοδτησητα ργα, ετεαπεμπορικτρπεζεετεκαιαπιδιτεεπενδυτ

Ο 3389/2005 δεν προσδιοριζει επακριβ τησχη των συμπρξεων και του Προγρμματο Δημσων Επενδσεων (ΠΔΕ), ενεψη δεν εναι πλωαποσαφηνισμνα τα εχγγυα για τι ιδιωτικ εταιρεε που επιθυμουν να συμμετσχουν σε κποια ΣΔΙΤ

3.3. Ασφαλιστικ Κλυψη

Η ασφαλιστικ κλυψη στα περισστερα μεγα ργα κρνεταιι απαρατητη για την

εξασφάλιση τη αποπερτώσ του. Η ολοκλήρωση εν ργού είναι συνθώ μια χρονοβρα και συνθετη διαδικασα λγω των πολλν σταδων, αλλ και των κινδων (φυσικν μη) που ελλοχεουν. Η ανδοχο εταιρεα εν ργού, εξασφαλζοντα ασφαλιστικ κλυψη για το ργο δημιουργε κλμα εμπιστοσνη και φερεγγυτητα για την ολοκλήρωσ του, καθ και για τυχν οικονομικ δυσκολε που θα προκψουν, διασφαλζοντα το κοινωνικ και δημσιο συμφρον. Τα προασφλιση ργα είναι κθε εδου, πω λιμνια, γφυρε, αυτοκινητδρομοι, κτιριακ εγκαταστσει κλπ.

Η ασφαλιστικ κλυψη συνπτεται μεταξ των τεχνικν και ασφαλιστικν εταιρειν και περιλαμβνει κλυψη κατ τη διρκεια του ργού αλλ και κποιο χρονικ διαστημα απτην αποπερτώσ του. Τα προασφλιση ργα είναι συμφωνα με τι εκστοτε συμβσει και τι σγχρονε απαιτσει για ασφαλεια και αντοχ στο χρνο, αλλ και για λειτουργικτητα, οικονομια και συντηρητικτητα. Κατ τη διρκεια του ργού υπρχει ασφαλιστικ κλυψη για αστικ ευθνη ναντι τρτων, για τον μηχανολογικ εξοπλισμ κ.α. Τλο, αξζει να τονισθε τι για την προστασα του δημσιου συμφροντο είναι πλον υποχρεωτικ η ασφλιση των ργων, που το κρτο συμμετχει σε αυτ με ποσοστνω του 51%.

3.4. Ποιοτικ λεγχο

Βασικ προποθει για την ορθ εκτλεση και λειτουργια των τεχνικ ν ργων εναι η διασφλιση τη ποιτητα, η διρκεια ζωαλλ και ο σεβασμ στο περιβλλον. Για το λγο αυτ οι περισσ τερε τεχνικ εταιρε εφροντζουν να προλαμβνουν τυχν κακοτεχνε μσω συστημ των διασφλιση ποιτητα. Οι τεχνικ εταιρε εαξιολογονται για το εσωτερικ σστημα ποιτητ του σε κθε λειτουργια τη επιχερησ του, απ το σστημα αξιολγηση και επιλογ προμηθευτ ν ω τα κανλια διανομ. Οι φορε πιστοποηση εναι τσο δημσιε εταιρεε (ΕΛΟΤ), σο και ιδιωτικ και αξιολογον βσει του διεθνο προτπου ISO 9001:2000. Τα οφλη απ την εφαρμογ και την ανπτυξη των συστημ των διασφλιση ποιτητα μπορον να συνοψιστον στα εξ :

λεγχο απαιτσεων κθε ργου (προδιαγραφ, θεσμικ πλασιο, χρηματοδτηση κλπ)

Σαφ προσδιορισμ αρμοδιοτ των

Τεκμηριωμνη ανασκπηση

ρτια οργνωση των εμπλεκμενων πλευρ ν

Ουσιαστικ αξιολγηση και ορθ επιλογ των προμηθευτ ν εξοπλισμο και υλικ ν

Προγράμματα δοκιμών και ελέγχων
εξοπλισμού και υλικών σε κθεστίδιο
του ργού
μεση επικοινωνία στατην διατην
εταιρεία

Ωστόσο, σύμφωνα με ποψη που χει διατυπωθε
απ εκπροσπου του κλδου, τα
πιστοποιητικ διασφλιση ποιτητα δεν
εξασφαλζουν την ορθ λειτουργα των
τεχνικν επιχειρησεων, αλλ αποτελον απλ
την τυπικ προπθεσηση για τη συμμετοχ του
σε διαγωνισμο, για διαφημιστικο λογου,
για λογου κρου τη επιχειρηση κλπ. Η
συγκεκριμνη ποψη στηρζεται στι
ιδιαιτερητε που παρουσιζουν οι
κατασκευαστικ εταιρειε, πω:

Κθε ργο εναι μοναδικ και παρουσιζει
ιδιαιτερα χαρακτηριστικ

Εμπλκονται διαφορετικο φορε κτι
που πιθαν να χει αντκτυπο στην
επικοινωνία

Οι καθυστερησει που συνθω
παραρουσιζουν τα ργα καθιστον δυσκολη
την ερμηνεατη σειρ προτπων ISO

3.5. Εξλιξη του Κατασκευαστικο Κλδου

Η απορρφηση χρηματικν κονδυλων απ τα
Κοινοτικ Πλασια Στριξη και η ανληψη
των ργων των Ολυμπιακν Αγνων του 2004,
τοποθησαν τον κατασκευαστικ κλδο στο

επικεντρώτη ελληνική οικονομία. Η διερυσή των δραστηριοτήτων του κατασκευαστικού κλάδου επηράσε θετικά και του βασικού κλάδου παραγωγής δομικών υλικών (τσιμντό, τοίμο σκυρδεμα, χλυβα, αλουμνιο κ.). Η κατασκευαστική δραστηριότητα κτιρών ακολοθήσε πτωτική πορεα στή αρχή δεκαετα του 1990, ωτσο απ το 1996 η σταδιακή αποκλιμκωση των επιτοκων, η απελευθρωση των μισθσεων και η νταξη πολλων περιοχν στο σχδιο πλεω επηρασαν θετικά την πορεα της οικοδομική δραστηριότητα. Τη χρονική περοδο 2000-2006 και 2007-2013, η Ελλδα ενισχθηκε με σημαντικη πρου απ τα Διαρθρωτικά Ταμεα της Ευρωπακή νωση, στα πλασια της Ευρωπακή Περιφερειακή Πολιτική. Η στήξη της Ευρωπακή νωση στην Ελλδα πραγματοποιείται μσω του Κοινοτικού Πλαισου Στήξη, των Κοινοτικών Πρωτοβουλιών και του Ταμεου Συνοχ.

Κατ το πρτο εξμηνο του 2016, ο δεκτη παραγωγή στον κλάο των Κατασκευών ενισχθηκε κατ 2,3%, ταν την αντιστοιχη περυσινή περοδο κατ γραφε σημαντική αξιση της τξη του 22,0%. Η νοδο στη συγκεκριμένη περοδο προρχεται εξολοκλήρου απ την διατήση στο δετερο τρμηνο, στο οποο η παραγωγή του κατασκευαστικού τομα ανλθε κατ 9,7%. Σε συνφεια με την τση στην Ελλδα, η παραγωγή στή κατασκευή στην Ευρωζνή (19

κρτη - μλη) αυξήθηκε στο αρχικό εξήμηνο του 2016 με ρυθμό 2,0%, σημαντική μειώση σε σχέση με το διο εξήμηνο του 2015 (26,1%)⁴¹.

Απ του επιμρου δεκτε προκπτει τι η ανοδικ πορεα τη παραγωγ στον κλο, στω και με φθνοντα ρυθμ, προρχεται αποκλειστικ απ την υψηλτερη δραστηριτητα στα οικοδομικ ργα, κατ 2,5%, ταν για το αντιστοιχο χρονικ διστημα πρυσι παρουςασε αξιση κατ 24,2%. Αντθετα, ο δεκτη παραγωγ πολιτικ μηχανικο περιορσθηκε κατ 2,1%, σε αντθεση με τη σημαντικ αξιση κατ 28,9% που σημωσε πρυσι. Ωτσο επισημανεται τι την εξεταζμενη περοδο, οι δεκτε οικοδομικ δραστηριτητα τη ΕΛ.ΣΤΑΤ. που δημοσιονται σε μηνιαα βση και αφορον στην επιφνεια και στον γκο τη περιορστηκαν κατ 20,8% και 19,8% αντιστοιχα σε σχέση με το 2015. Η εκτεταμνη υποχρηση τη οικοδομικ δραστηριτητα βσει των σχετικ ν μηνων στοιχεων σε λη τη διρκεια του πρτου εξαμνου του 2016, καθιστ δσκολα ερμηνεσιμη την νοδ τη σμφωνα με το δεκτη παραγωγ στα οικοδομικ ργα, αποκλειστικ απ την

⁴¹ I. O. B. E., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικ ν & Βιομηχανικ ν Ερευν ν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 79 - 80

εκτεταμνη αξησ του σε να τρμηνο (αξηση 9,7% το β' τρμηνο)⁴².

Ο Δεκτη Επιχειρηματικν Προσδοκιν στι κατασκευ υποχωρε αισθητ το τρτο τρμηνο του 2016 σε σγκριση με το προηγομενο, με το σχετικ ισοζυιο να διαμορφνεται στι 43,9 (απ 62,8) μονδε κατ μσορο. Αυτ η επδοση βρσκεται πλησον τη αντιστοιχη περυσιν⁴³.

Οι προβλψει για την απασχληση του τομα μεινονται αισθητ στι -42 (απ -16) μονδε κατ μσορο, κατ 9 μω μονδε υψηλτερα σε σγκριση με το διοδιστημα του 2015. Το γ' τρμηνο του 2016, το 48% (απ 33%) των επιχειρσεων αναμνουν λιγτερε εν μλι το 7% (απ 17%) αναμνουν περισστερε θσει εργασα. Σε εππεδο επιμρου κλδων, η μεγλη πτση του σχετικ δεκτη στι Ιδιωτικ Κατασκευ (στι -35 απ +10) συνοδεεται απ μεωση και στα Δημσια ργα (στι -45 απ -28 μονδε κατ μσορο ο δεκτη)⁴⁴. Αξηση τη απασχληση αναμνεται στον κλδο στο δετερο εξμηνο του ερχμενου του, ταν θα χουν εκκινσει οι επενδσει αναφορικ με τι ιδιωτικοποισει - παραχωρσει οι οποε ολοκληρθηκαν

⁴² Ι.Ο.Β.Ε., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 79

⁴³ Ι.Ο.Β.Ε., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 38

⁴⁴ Ι.Ο.Β.Ε. (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 102

επιτυχ το 2016 (π.χ. περιφερειακ αεροδρομια, Ελληνικ, λιμνι Πειραι), ενδεχομνω και απ μια μικρ αναθρμανση τη οικιστικ οικοδομικ δραστηριτητα, κατπιν τη ενδεχμενη οριστικοποηση των φορολογικν επιβαρυνσεων σε αυτ του επμενου μνε. Τη δημιουργα θσεων εργασα και την πραγματοποιηση επενδσεων εκτιμται τι θα ευνοσουν οι επερχμενε αλλαγ στο ρυθμιστικ πλασιο τη αγορ εργασα οι οποε αποτελον προπθεση για την επιτυχ ολοκλρωση τη δετερη αξιολγηση του τρτου Προγρμματο Οικονομικ Προσαρμογ⁴⁵.

Οι προβλψει των επιχειρσεων για το εππεδο προγρμματο των εργασιν του βανουν επση πιο απαισιδοξε (στι -75 απ -64 μονδε ο δεκτη), εν σχετικ με τι εκτιμσει των επιχειρσεων για το τρχον εππεδο του προγρμματο εργασιν του, αυτ δεν μεταβλθηκαν το τρχον τρμηνο, με το σχετικ ισοζγιο να διαμορφνεται στι -24 μονδε. Οι μνε εξασφαλισμνη δραστηριτητα των επιχειρσεων του τομα διαμορφνονται στο 8,9 (απ 9,6). Το αρνητικ ισοζγιο στι προβλψει των τιμν αμβλνεται ελαφρ κατ το υπ εξταση τρμηνο σε σχση με το προηγομενο, κατ 4 μονδε, στι -27, με το 33% (απ 36%) των επιχειρσεων να αναμνει μεωσ του

⁴⁵ I. O. B. E. (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα - 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 101

Το ψο των Προγραμμάτων Δημσίων
Επενδσεών (Π. Δ. Ε.)

Οι εισρο κονδυλών των κοινοτικ ν
προγραμμάτων στριξη

Το εππεδο των επιτοκων των τραπεζ ν
στεγαστικ ν δανεων, αλλ και δανεων
για τη χρηματοδτηση μεγλών και
σημαντικ ν τεχνικ ν ργών

Η υιοθτηση του θεσμο των Συμπρξεων
Δημσίου - Ιδιωτικο Τομα (ΣΔΙΤ)

Οι επενδσει ιδιωτ ν που επηρεζου ν
την οικοδομικ δραστηριτητα και
μεγλα ιδιωτικ ργα

Οι συνεργασε τραπεζικ ν και
κατασκευαστικ ν ομλών

Η τεχνογνωσα σε μεγλα και σνθετα ργα

Προγραμμα Δημσίων Επενδσεών (Π. Δ. Ε.) - Δημσια ργα

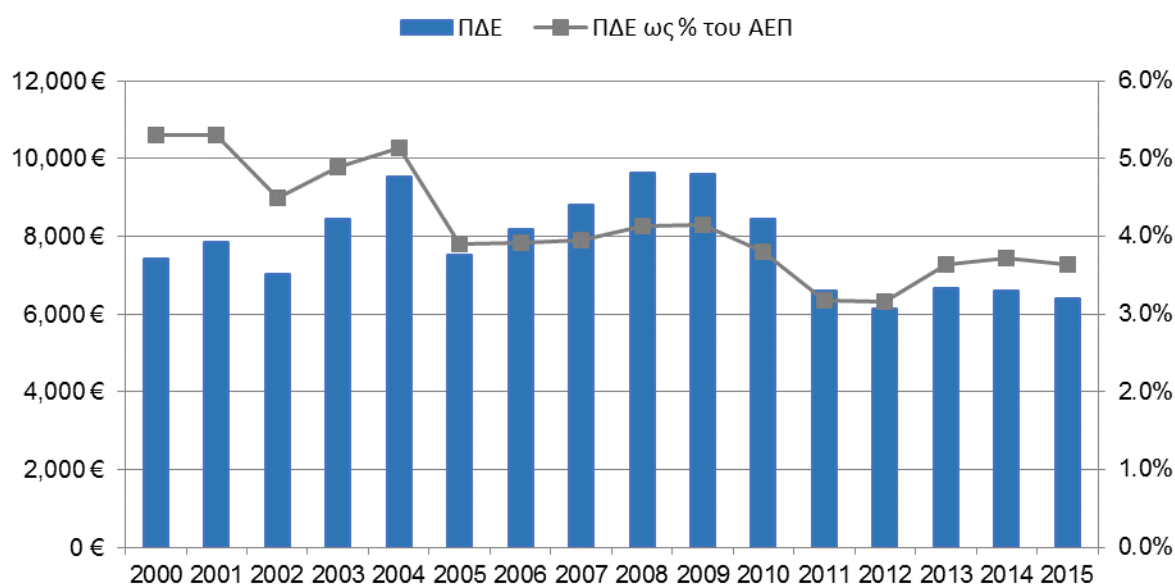
Το ΠΔΕ ω βασικ εργαλεο αναπτυξιακ
πολιτικ συνοδεει τη δημοσιονομικ
προσπθεια με αναπτυξιακ δρσει,
συμβλλοντα στην ενσχυση τη ελληνικ
οικονομα και ταυτχρονα τη στριξη τη
κοινωνικ συνοχ, προκειμνου να
επιτευχθε το μγιστο δυνατ αναπτυξιακ
αποτλεσμα. Η αναπτυξιακ πολιτικ
προωθεται με την εντατικοποηση των
ενεργει ν για το κλεσιμο των προγραμμάτων
του ΕΣΠΑ τη περιδου 2007-2013 με την
συμμετοχ λων των ργών στην τελικ κθεση
ολοκλρωση των προγραμμάτων τον Μρτιο

του 2017, καθό και με την επσπευση τη υλοποηση των προγραμμων τη να περιδου 2014-2020. Για την προθηση των ανωτρω, θα δοθε ιδιατερη μφαση στου τομε των υποδομν, τη επιχειρηματικητα, του ανθρωπινου κεφαλαου, τη απασχληση, τη αυτοδιοκηση, τη εκπαδευση και κατρτιση, τη υγεια και πρνοια, του περιβλλοντο και τη διοικητικ μεταρρθμιση⁴⁸.

Στην εξλιξη του ΠΔΕ διαπιστνεται σημαντικ περιορισμ των δημοσων ργων, γεγον που σε συνδυασμ με τα διαρθρωτικ προβλματα του κλδου στο χροτων δημοσων αναθσεων εντεινε τη συρρκνωση τη αγορ. Συγκεκριμνα, την περοδο 2000 - 2004, το φωτων δημοσων επενδσεων παρουσασε σημαντικ νοδο (28,3%), γεγον που ενμρειοφελεται και στην ανληψη των Ολυμπιακν Αγνων και των ργων υποδομ που υλοποιθηκαν την ενλγω περοδο, εν το ποσοστ τη ενλγω δαπνη στο ετσιο Α.Ε.Π. κυμαινταν στο 4%. Το 2005 σημειθηκε σημαντικ μεωση του Π.Δ.Ε. κατ 2 δισεκατομμρια ευρ, εν στη συνχεια κινθηκε εκνου ανοδικω τη διετα 2008 - 2009. Στη συνχεια παρατηρεται σημαντικ μεωσ του με αποτλεσμα το 2012 να ανλθει σε 6.122 εκατομμρια ευρ, με το αντστοιχο

⁴⁸ Υπουργεο Οικονομικν (2016), «Προσχδιο Κρατικο Προπολογισμο», Σελ: 41

ποσοστό προ του Α. Ε. Π. να μεινεται οριακ
νω του 3% τα τη 2011 - 2012. Την τριετα 2013 - 2015,
το ετσιο ψο των δημοσων επενδσεων
κυμανεται σε περπου 6,5 δισεκατομμρια
ευρ, αποτελντα περπου 3,5% του ετσιου
Α. Ε. Π.



Δι γ ρ α μ μ α 10: Εξ λι ξ η Π ρ ο γ ρ μ μ α τ ο Δ η μ ο σ ω ν
Ε π ε ν δ σ ε ω ν κ α ι Α Ε Π

Π η γ : Υ Π Ο Ι Κ, Ε τ σ ι ο ι Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ο Π ρ ο π ο λ ο γ ι σ μ ο

Το ΠΔΕ αφορ ργα τα οποα χρηματοδοτο νται
αποκλειστικα απ εθνικο πρου και απ
συγχρηματοδοτο μενα ργα (εθνικο και
κοινοτικο προι). Την τριετα 2002 - 2004, λγω
κυρω τη διοργνωση των Ολυμπιακν Αγων
στην Ελλαδα, το ψο των εθνικν πρωνω
ποσοστ του ετσιου προγρμματο δημσιων
επενδσεων ξεπρασε το 44% (το 2004 ανλθε σε
48,7%). Την επμενη τριετα (2005 - 2008) το εν λγω
ποσοστ κυμνθηκε νω του 30% εν απ το 2008,
πλην το 2011, παρουσι ζεται συνεχ μεωση

του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων απεθνικό προϋμε αποτέλεσμα την τριετία 2013 - 2015 να μειωθεί σε επεδακτω του 12% (10,9% το 2015).

Πνακα 11: Διαχρονική εξλιξη Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (σε χιλ. €)

Πηγή : ΥΠΟΙΚ, Ετσιοι Οικονομικο Προπολογοισμο

| το | ΠΔΕ | Λοιπο εθνικό προι | Συγχρηματοδοτο με νο |
|------|-------|----------------------|-------------------------|
| 2001 | 7.842 | 33,0% | 67,0% |
| 2002 | 7.014 | 44,6% | 55,4% |
| 2003 | 8.435 | 47,1% | 52,9% |
| 2004 | 9.522 | 48,7% | 51,3% |
| 2005 | 7.524 | 34,1% | 65,9% |
| 2006 | 8.184 | 32,7% | 67,3% |
| 2007 | 8.809 | 31,4% | 68,6% |
| 2008 | 9.624 | 26,6% | 73,4% |
| 2009 | 9.588 | 25,6% | 74,4% |
| 2010 | 8.454 | 26,2% | 73,8% |
| 2011 | 6.608 | 28,5% | 71,5% |
| 2012 | 6.122 | 23,1% | 76,9% |
| 2013 | 6.650 | 11,8% | 88,2% |
| 2014 | 6.592 | 10,8% | 89,2% |
| 2015 | 6.400 | 10,9% | 89,1% |

Η διαμρφωση των δημοσίων επενδύσεων σε χαμηλά επεδα προλθε απ τον

προσανατολισμό του ω υποστριξη των ευρωπαϊκών χρηματοδοτήσεων και απ την προθηση του θεσμο των συμπρξεων στον τομα των ργων υποδομ . Οι συγχρηματοδοτομενε δαπνε του ΠΔΕ αποτλεσαν μλι 2,7% του ΑΕΠ, καταδεικν οντα τη χαμηλα απορροφητικτητα των κοινοτικ ν κονδυλων, με αποτλεσμα να αναθεωρηθε το Γ' ΚΠΣ και να επεκταθε η προγραμματικ συμφωνα για να το , μεινοντα παρλληλα την εθνικ συμμετοχ στα συγχρηματοδοτομενα ργα και μεταφροντα ργα στο Δ ΚΠΣ.

Σμφωνα με στοιχεια του 2015, οι εντξει των ργων στο ΕΣΠΑ ανρχοντα σε 36,9 δισεκατομμρια ευρ , οι νομικ δεσμεσει σε 30,2 δισεκατομμρια ευρ και οι καταχωρημενε / πιστοποιημενε δαπνε σε 20,7 δισεκατομμρια ευρ , ποσ που αντιστοιχε σε ποσοστ απορροφηση 93,6%. Ειδικτερα, στα Περιφερειακ Επιχειρησιακ Προγραμματα χουν ενταχθε ργα συνολικο προπολογισμο 14,7 δισεκατομμρια ευρ , το ψο των νομικ ν δεσμεσειων ανρχεται σε 12,7 δισεκατομμρια ευρ και οι καταχωρημενε / πιστοποιημενε δαπνε ανρχοντα σε 8,4 δισεκατομμρια ευρ (ποσοστ απορροφηση 98,6%). Αντιστοιχα, στα Τομεακ Επιχειρησιακ Προγραμματα χουν ενταχθε ργα συνολικο προπολογισμο 19,5 δισεκατομμρια ευρ , το ψο των νομικ ν δεσμεσειων ανρχεται σε 16,8

δισεκατομμύρια και οι πιστοποιημένες δαπάνες στο ΟΠΣ-ΕΣΠΑ ανέρχονται σε 11,8 δισεκατομμύρια ευρώ (ποσοστό απορρόφηση 90,5%).

Πνακα 12: Ποσοστό απορρόφηση ργών ΕΣΠΑ 2009 – 2015 (συγχρηματοδοτούμενη δημόσια δαπάνη)

Πηγή: ΥΠΟΙΚ, Ετσιοι Οικονομικο Προπολογισμο

| το | Ποσοστό (%) απορρόφηση |
|------|---------------------------|
| 2009 | 3,5% |
| 2010 | 18,0% |
| 2011 | 31,5% |
| 2012 | 45,8% |
| 2013 | 66,4% |
| 2014 | 87,9% |
| 2015 | 93,6% |

Ιδιωτικ ργα

Παργοντα που συμβλλει αποφασιστικ στην ανπτυξη ιδιωτικ ν ργων εναι η προθηση των μεγλων ργων υποδομ, πω οι μεγαλοι οδικο ξονε και τα αεροδρμια, που δημιουργον κατ' επκταση ευνοκ συνθκε για την προθηση τη ιδιωτικ κατασκευαστικ δραστηριτητα στην ευρτερη περιοχ.

σον αφορά τα ιδιωτικ ργα, θα μποροσαν να ταξινομηθον στι εξ κατηγορε: α) κατοικε, β) εμπορικ ακνητα, γ) βιομηχανικ ακνητα, δ) αγροτικ και ειδικο σκοπο ακνητα. Ο κλδο των κατασκευαστ ν ακιντων καλπτεται απορισμνε επιμρου κατηγορε οι οποε κατατσσονται αν λογα με το μγεθο του σε

μεγλε κατασκευαστικ εταιρεε ακιντων
κοινοπραξιε, σε μικροτερε κατασκευαστικ
εταιρεε, σε εργολβου οικοδομν,
ιδιοκατασκευ και αυθαρετη δμηση. Τα
ιδιωτικ ργα στα οποα δραστηριοποιονται
οι κατασκευαστικ επιχειρσει αφορον
κυρω την ανγερση εμπορικν και
ψυχαγωγικν κντρων, κτιρων γραφεων,
ξενοδοχειακν μονδων, βιομηχανικν
κτιρων και αποθηκν, νοσοκομεων,
οικιστικν συγκροτημτων, πολυκατοικιν
και γενικτερα ργων που χρζουν κδοση
οικοδομικ δεια. Τα συγκεκριμνα ργα
εκτελονται πειτα απ παραγγελε πελατν
συνεργασε με εταιρεε εκμετλλευση
ακιντων μεσκοπτην πλησητην εκμσθωση
των ανεγερθντων κτιρων. Εξλλου, την
τελευταα δεκαετα δεν εναι λγε οι
εργοληπτικ επιχειρσει που προχρησαν
στην ανγερση κτιρων, κυρω μσω
θυγατρικν του, μεσκοπτην μετπειτα
εκμετλλευσ του. Σπουδαα νθηση γνρισε
παλαιτερα οκλδοτων ιδιωτικν ργων στη
χραμα μσωτη ανπτυξη εμπορικν και
ψυχαγωγικν κντρων, κτιρων γραφεων αλλ
και τουριστικν μονδων, πωεξετζετα
και ακολοθω.

Οικοδομικ Δραστηριτητα

Μρο τη κατασκευ ιδιωτικ ν ργων αποτελε η οικοδομικ δραστηριτητα, η οποα καταλαμβάνει σημαντικ κομμι τη συνολικ κατασκευαστικ δραστηριτητα και ενδιαφρει πλθο νοικοκυρι ν. Τα ακνητα αποτελον αγαθ πρτη ανγκη (κατοικα), αλλ και επνδυση (ενοικιαζμενε κατοικε) και για το λο αυτ ν αποτελον το κριο περιουσιακ στοιχεο των νοικοκυρι ν (σε ποσοστ νω του 80% σμφωνα με στοιχεα τη Τραπεζα τη Ελλδο).

Η ικανοποηση των στεγαστικ ν αναγκ ν τη οικογενεια αποτελε καθοριστικ παργοντα αγορ κατοικα, εν στην επιλογ του εδου, του μεγθου κατοικα αλλ και τη γεωγραφικ περιοχ υπεισρχονται και λλοι παργοντε, πω η οικονομικ κατασταση, η ηλικια, το μγεθο τη οικογενεια, η εγγτητα εργασα, οι υποδομ τη περιοχ, το κρο τη περιοχ κλπ. Ββαια, ο επενδυτικ παργοντα εναι καθοριστικ, καθ τα ακνητα θεωρονται σχετικ ασφαλστερε επενδσει συγκριτικ με τι υπλοιπε επενδσει. Εψη, υπρχει η προσδοκα υπεραξι ν σε περπτωση μεταπληση των ακιντων, αν και κατ τη διρκεια τη οικονομικ φεση που διανει η Ελλδα τα τελευταα τη οι τιμ των ακιντων χουν υποστε σημαντικ πισει.

Σε κθε περπτωση, οι δημογραφικ εξελξει αποτελον σημαντικ παργοντα που

επηρεάζει τη ζήτηση κατοικιών, και ιδιαίτερα εκείνες που επηρεάζουν το μέγεθος και τη σύνθεση των οικογενειών, αλλά και τη συγκντρωση του πληθυσμού σε συγκεκριμένες περιοχές⁴⁹. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΤΕ⁵⁰ που αφορούν το 2014, ο πληθυσμός της χώρας ανήλθε σε 10.926.807 παρουσιάζοντας μεταβολή 0,10% την περίοδο 2000 - 2014, με τη συνολική μεταβολή να ισοται με 1,40% για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Κατ'επίσημα τα τελευταία 5 έτη (2010 - 2014), ο πληθυσμός της χώρας μειώθηκε συνολικά 1,73%, παρουσιάζοντας μεταβολή 0,44%, ως αποτέλεσμα των αρνητικών μεταναστευτικών ροών, καθώς και τη αρνητική φυσική κίνηση αναφορικά με τον ετήσια συσχέτιση του αριθμού γεννήσεων και θανάτων. Αντιστοίχως, τα προηγούμενα 14 έτη (1991 - 2014) η αύξηση που καταγράφηκε οφείλεται κυρίως λόγω της εισροής οικονομικών μεταναστών και χριστιανικής φυλής του πληθυσμού, που αποτυπώνεται και στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 13: Βασικά δημογραφικά στοιχεία 2000 - 2014

Πηγή : ΕΣΤΕ

| τ ο | Γ μ ο ι | Γ ε ν ν σ ε ι | Θ ν α τ ο ι | Φ υ σ ι κ | Π λ η θ υ σ μ | Κ α θ α ρ Μ ε τ α ν σ |
|------|------------|------------------|----------------|--------------|------------------|--------------------------|
| 2000 | 48.880 | 103.274 | 105.17 | -1.896 | 10.775.627 | 62.258 |
| 2001 | 58.491 | 102.282 | 102.559 | -277 | 10.835.989 | 52.562 |
| 2002 | 57.872 | 103.569 | 103.915 | -346 | 10.888.274 | 27.842 |

⁴⁹ Δαγκαλάδης Α. (2009), «Κατασκευαστικό Τομέας», Κλαδική Μελέτη 9, Τραπεζα Πειραιά, Σελ: 14 - 18

⁵⁰ Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015), «Αναθεώρηση Εκτιμώσεων Πληθυσμού της Χώρας 1991 - 2014», Σελ: 2 - 3

| | | | | | | |
|------|--------|---------|---------|---------|------------|---------|
| 2003 | 61081 | 104.42 | 105529 | -1.109 | 10.915.770 | 25.708 |
| 2004 | 51.377 | 105.655 | 104.942 | 713 | 10.940.369 | 28.830 |
| 2005 | 61.043 | 107.545 | 105.091 | 2.454 | 10.969.912 | 32.350 |
| 2006 | 57.802 | 112.042 | 105.476 | 6.566 | 11.004.716 | 24.726 |
| 2007 | 61.377 | 111.926 | 109.895 | 2.031 | 11.036.008 | 22.898 |
| 2008 | 53.500 | 118.302 | 107.979 | 10.323 | 11.060.937 | 23.485 |
| 2009 | 59.212 | 117.933 | 108.316 | 9.617 | 11.094.745 | 14.927 |
| 2010 | 56.338 | 114.766 | 109.084 | 5.682 | 11.119.289 | -1.579 |
| 2011 | 55.099 | 106.428 | 111.099 | -4.671 | 11.123.392 | -32.315 |
| 2012 | 49.705 | 100.371 | 116.668 | -16.297 | 11.086.406 | -66.494 |
| 2013 | 51.256 | 94.134 | 111.794 | -17.660 | 11.003.615 | -59.148 |
| 2014 | 53.105 | 92.149 | 113.740 | -21.591 | 10.926.807 | -58.035 |

Οι λγoι γμοι, η μεωση του μσου αριθμο παιδι ν αν οικογνεια σε συνδυασμ με τη γρανση του πληθυσμο επιφρουv αρνητικ συνπειε στη ζτηση κατοικιv, σε αντθεση με την αξηση των διαζυγων και του οικονομικο μετανστε που επηρεζουv θετικ τη ζτηση κατοικιv, ιδιατερα μικρv και παλαιv διαμερισμτων σε υποβαθμισμνε περιοχ⁵¹. Η ζτηση κατοικιv απ του οικονομικο μετανστε δωσε τη δυναττητα του γηγενε να μετακομσουv σε καλτερε περιοχ που λντα σε καλ τιμ τι παλαι του κατοικε. Η εσωτερικ μετανστευση επηρεζει θετικ τη ζτηση ακιντων στα μεγα αστικ κντρα και αρνητικ τι αγροτικ και ημιαστικ περιοχ, εν θετικ επηρεζονται οι περιοχ απ την παρξη πανεπιστημων. Τλο, πριν την οικονομικ κρση παρατηρηθηκε αυξημνη ζτηση για εξοικ κατοικε σε

⁵¹ Δαγκαλδη Α. (2009), «Κατασκευαστικ Τομα», Κλαδικ Μελητη 9, Τρπεζα Πειραι, Σελ: 14 - 18

παραθαλάσσιες περιοχές κοντά στα αστικά κέντρα.

Καθοριστικοί παράγοντες που επηρεάζει τη ζήτηση κατοικιών είναι το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αφού καθορίζει το μέγεθος, τη ποιοτική προδιαγραφή και την επιλογή της περιοχής κατοικίας. Τα υψηλά εισοδήματα αναζητούν μεγάλες και πολυτελείς κατοικίες σε «καλές» περιοχές, ενώ τα χαμηλότερα εισοδήματα επιζητούν μικρότερες κατοικίες, χαμηλότερη ποιότητα σε «λακές» γειτονιές. Η άξηση του διαθέσιμου εισοδήματος δίνει την ευκαιρία για αναζήτηση πιο ευρύτερης κατοικίας με σκοπώντας τη βελτίωση των συνθηκών επιβίωσης αλλά και τη μετακίνηση σε περιοχές με υψηλότερο κροκάι αγωγή. πω αποτυπώνεται στον παρακτωπνακά, την περίοδο 2000 - 2008 το διαθέσιμο εισόδημα και η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών αυξήθηκε σημαντικά ακολουθώντας την ανοδική πορεία του ΑΕΠ, ενώ απ την ναρξη την οικονομική κρίση παρουσιάζουν σημαντική συρροκνώση σε ετσιαβση. Λγω την υπερκατανάλωση την περίοδο 2000 - 2008, η καθαρή αποταμείωση μειώθηκε με παράλληλη άξηση της θέσης των νοικοκυριών στον τραπεζικό δανεισμό, ενώ απ το 2007 η καθαρή αποταμείωση εμφανίζεται αρνητική λγω του σημαντικού περιορισμού του διαθέσιμου εισοδήματος. Ο περιορισμός του διαθέσιμου εισοδήματος συνετέλεσε στη χρηματοδότηση της κατανάλωσης να

χρηματοδοτείται από εισοδήματα προγενέστερων ετών, δεδομένη τη αρνητική καθαρή λήψη δανείων πλην των ετών 2013 & 2015.

Πνακα 14: Εξλιξη εισοδήματος, κατανάλωση, αποταμίευση, δανεισμός (σε εκατ. €)

Πηγή : ΕΣΤΕ

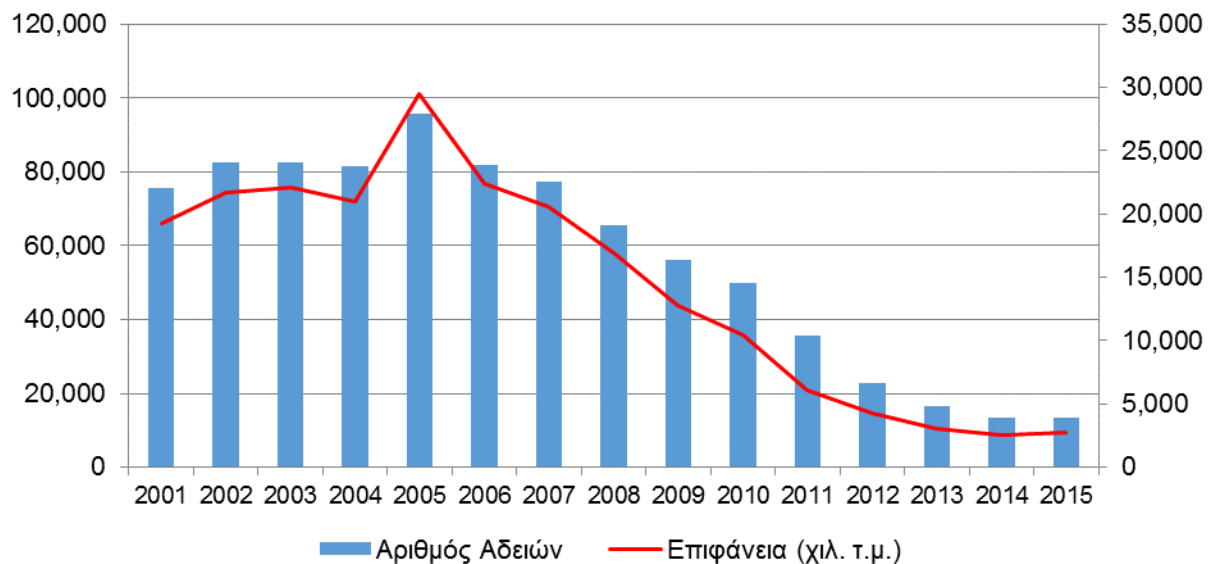
| τ ο | Α Ε Π (δ ι . € - α γ ο ρ α ε | Κ α θ α ρ ε θ ν ι κ δ ι α θ σ ι μ ο | Κ α τ α ν α λ ω τ ι κ δ α π ν η | Κ α θ α ρ α π ο τ α μ ε υ σ η | Κ α θ α ρ λ ψ η δ α ν ε ω ν |
|-------|-------------------------------------|---|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|
| 2000 | 141,2 | 123.578 | 120.277 | 3.301 | -9.316 |
| 2001 | 152,2 | 131.855 | 129.169 | 2.686 | -12.224 |
| 2002 | 163,5 | 141.439 | 139.552 | 1.887 | -13.462 |
| 2003 | 178,9 | 153.272 | 149.790 | 3.482 | -17.680 |
| 2004 | 193,7 | 165.851 | 161.123 | 4.728 | -14.135 |
| 2005 | 199,2 | 168.231 | 171.701 | -3.470 | -15.858 |
| 2006 | 217,9 | 182.786 | 183.767 | -981 | -22.201 |
| 2007 | 232,7 | 191.921 | 198.611 | -6.690 | -31.260 |
| 2008 | 242,0 | 197.780 | 213.182 | -15.402 | -34.360 |
| 2009 | 237,5 | 193.362 | 217.205 | -23.843 | -27.365 |
| 2010 | 226,0 | 181.983 | 206.992 | -25.009 | -21.710 |
| 2011* | 207,0 | 162.811 | 189.782 | -26.970 | -17.258 |
| 2012* | 191,2 | 154.589 | 175.232 | -20.643 | -4.598 |
| 2013* | 180,7 | 146.782 | 164.777 | -17.995 | 835 |
| 2014* | 177,9 | 143.778 | 161.228 | -17.450 | -1.045 |
| 2015* | 175,7 | 141.089 | 158.175 | -17.086 | 3.670 |

*Προσωρινά στοιχεία

Η κμψή τη οικοδομική δραστηριότητα επφέρει αρνητική επιπτώσει στον ευρύτερο κατασκευαστικό κλάδο. Η οικοδομική δραστηριότητα το 2005 φτάσε στα υψηλότερα ιστορικά επίπεδα σε σχέση με τα υπόλοιπα τη, λόγω τη απφαση για εφαρμογή ΦΠΑ στι οικοδομική δειε αλλά και στην αξηση των αντικειμενικν αξιν το επμένο το. Συγκεκριμνα, βσει των ετσιων στοιχεων τη ΕΣΤΕ το 2005 οι νε δειε οικοδομική

δραστηριότητα (δημόσια - ιδιωτική) αν λθαν σε 95.730 σημειώνοντα συνολικ νοδο 26,3% συγκριτικ με το 2001. Απ το 2006 σημεινετα διαχρονικ πτση σε νε δειε φθνοντα το 2015 σε μλι 13.257 χιλ. παρουσιζοντα μεωση τη τξη του 86,2%, παρουσιζοντα σταθερ πτωτικ πορεα σε ετσια βση. Σημεινετα πω οι δειε οικοδομικ δραστηριτητα δεν μεταφρζονται απαρατητα σε ανγερση κτιρουκατ το το στο οποο εκδδονται. Το χρονικ διαστημα 2006 - 2015, η υψηλτερη μεωση του αριθμο των αδειν για το παρουσιζεται στην περιφρεια Αττικ, με ποσοστ 89,6% συγκριτικ με 83,8% στο σνολο τη χρα. Αν λογη πτωτικ πορεα ακολουθε και η επιφνεια των νων κτιρων πω αποτυπνεται στο ακλουθο διαγραμμα:

Εξέλιξη οικοδομικής δραστηριότητας



Διαγραμμα 11: Εξέλιξη συνολικ οικοδομικ δραστηριτητα σε αριθμ αδειν και επιφνεια (2001 - 2012)

Πηγή : ΕΣΥΕ

Σε εππεδο οικοδοσιμου γκου (σε χιλ. m³) για τα τη 2006 - 2015 η περιφρεια Αττικ παρουσιζει μεταβολ -93,4%, εν ακολουθε η Ανατολικ Μακεδονα & Θρκτη και η Κεντρικ Μακεδονα με ποσοστ -90,0% και -87,1% αντστοιχα.

Η αυξημνη ζτηση κατοικι ν σε συνδυασμ με τη χαμηλτερη προσφορ αυτν εχανσαν αποτελεσμα τη σημαντικ νοδο των τιμ ν αγορ κατοικα κυρω στι αστικ και τουριστικ περιοχ . Τη χρονικ περοδο 1998 - 2007 σμφωνα με στοιχεια τη Τρπεζα τη Ελλδο⁵² οι τιμ κατοικι ν στι αστικ περιοχ υπερδιπλασιστηκαν παρουσιζοντα αξιση 125,0%, με τη ν μεγαλτερη ετσια νοδο να εμφανζεται το 2001 (14,4%) συγκριτικ με το 2000. Το αντστοιχο χρονικ διστημα (1998 - 2007) οι τιμ των κατοικι ν στη ν Αττικ και στη Θεσσαλονκτη εμφνισαν συνολικ μεταβολ 137,1% και 170,4% αντστοιχα. Απ τη ν ναρξη τη οικονομικ φεση στη ν χραι για τα τη 2008 - 2015, οι τιμ των κατοικι ν παρουσασαν πτηση 40,6% στι αστικ περιοχ , εν το εν λγω ποσοστ στη ν Αττικ και στη Θεσσαλονκτη ανρχεται σε 42,5% και 43,5% αντστοιχα.

Πνακα 15: Εξλιξη δεκτη τιμ ν κατοικι ν (το Βση 1997 = 100,0)

⁵² Τρπεζα τη Ελλδο (2015), Στατιστικ Στοιχεια, Αγορ Ακιντων, Δεκτη Τιμ ν Κατοικι ν (ιστορικ σειρ)

Πηγή : Τραπεζατη Ελλάδο

| τ ο | Α σ τ ι κ Π ε ρ ι ο χ | | Α τ τ ι κ | | Θ ε σ σ α λ | |
|------|-----------------------|-----------------|-----------|-----------------|-------------|---|
| | Δ ε κ τ η | % μ ε τ α β ο λ | Δ ε κ τ η | % μ ε τ α β ο λ | Δ ε κ τ η | % |
| 1997 | 100,0 | 9,7 | 100,0 | 12,5 | 100,0 | |
| 1998 | 114,4 | 14,4 | 115,5 | 15,5 | 121,8 | |
| 1999 | 124,5 | 8,9 | 129,6 | 12,2 | 128,4 | |
| 2000 | 137,7 | 10,6 | 149,1 | 15,1 | 138,7 | |
| 2001 | 157,5 | 14,4 | 175,4 | 17,6 | 156,3 | |
| 2002 | 179,3 | 13,9 | 203,8 | 16,2 | 175,1 | |
| 2003 | 189,0 | 5,4 | 211,9 | 4,0 | 186,7 | |
| 2004 | 193,4 | 2,3 | 212,4 | 0,3 | 199,9 | |
| 2005 | 214,5 | 10,9 | 230,8 | 8,6 | 252,9 | |
| 2006 | 242,3 | 13,0 | 257,9 | 11,7 | 307,7 | |
| 2007 | 257,3 | 6,2 | 273,8 | 6,2 | 329,3 | |
| 2008 | 261,1 | 1,5 | 276,4 | 0,9 | 334,1 | |
| 2009 | 249,8 | -4,3 | 263,6 | -4,6 | 314,1 | |
| 2010 | 238,9 | -4,4 | 255,1 | -3,2 | 291,0 | |
| 2011 | 225,7 | -5,5 | 238,8 | -6,4 | 271,3 | |
| 2012 | 199,3 | -11,7 | 210,7 | -11,8 | 234,4 | |
| 2013 | 177,4 | -10,9 | 184,8 | -12,3 | 213,1 | |
| 2014 | 163,3 | -8,0 | 167,4 | -9,4 | 199,2 | |
| 2015 | 155,1 | -5,0 | 158,8 | -5,1 | 188,7 | |

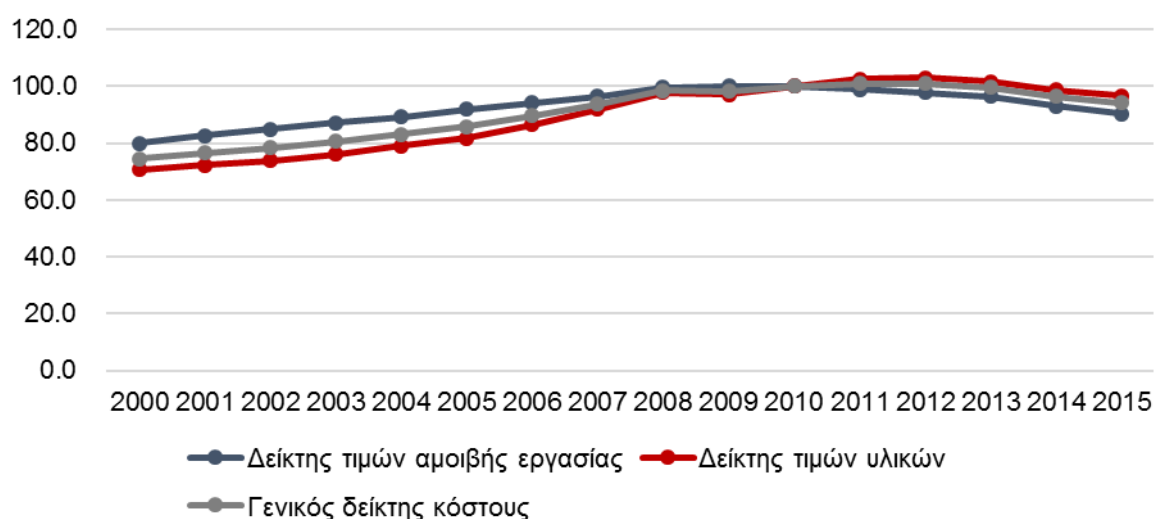
Η ζ τ η σ η ε π α γ γ ε λ μ α τ ι κ ν α κ ι ν τ ω ν α π τ η ν λ λ η π ρ ο ρ χ ε τ α ι κ υ ρ ω α π μ ε γ λ ο υ β ε λ η ν ε κ ο ε π ι χ ε ι ρ σ ε ι π ο λ υ ε θ ν ι κ , τ ρ α π ε ζ ι κ ι δ ρ μ α τ α α λ λ κ α ι α π δ η μ σ ι ο υ φ ο ρ ε . Η α γ ο ρ τ ω ν ε ν λ γ ω α κ ι ν τ ω ν π α ρ ο υ σ ι ζ ε ι υ ψ η λ δ ι α θ ε σ ι μ τ η τ α α κ ι ν τ ω ν π ο υ χ ρ η σ ι μ ο π ο ι θ η κ α ν τ η ν π ε ρ ο δ ο τ ω ν Ο λ υ μ π ι α κ ν Α γ ν ω ν, α υ ξ η μ ν η ζ τ η σ η γ ι α σ γ χ ρ ο ν α σ υ γ κ ρ ο τ μ α τ α γ ρ α φ ε ω ν κ α ι ε μ π ο ρ ι κ κ ν τ ρ α, υ π ο β θ μ ι σ η τ η π ε ρ ι φ ρ ε ι α κ α ι π α ρ λ λ η λ η ε ν σ χ υ σ η τ η ε λ κ υ σ τ ι κ τ η τ α τ ω ν κ ε ν τ ρ ι κ ν ε μ π ο ρ ι κ ν δ ρ μ ω ν. Τ ο χ ρ ο ν ι κ δ ι σ τ η μ α 2008 - 2015 ο ι τι μ α γ ο ρ ⁵³ γ ρ α φ ε ω ν κ α ι

⁵³ Τραπεζατη Ελλάδο (2015), Στατιστικ Στοιχεα, Αγορ Ακιντων, Δεκτε Επαγγελεματικ ν Ακιντων (ιστορικ σειρ)

καταστημάτων στην Αθήνα παρουσίασαν πτώση 35,1% και 37,8% αντιστοίχα, εν ό δεκτη μισθωμάτων γραφείων και καταστημάτων για την διαπεροδοση με ωση πτώση κατ 33,7% και 48,3% αντιστοίχα.

Σμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ, ο δεκτη τιμν κστου κατασκευων κτιρων απ το 2004 ω το 2008 αυξηθηκε κατ 18,5%, εν απ το 2013 ω και το 2015 παρουσιζει μεωση 6,6%, πτση η οποα οφεται κυρω στην πτση τη τιμ του κστου αμοιβ εργασα, δεκτη που το 2015 επστρεψε στα εππεδα του 2004. Ο δεκτη κστου κατασκευων κτιρων εκφρζει τη μεταβολ του κστου με το οποο επιβαρνεται ο κατασκευαστ-εργολπτη κατ την σκηση τη κατασκευαστικ δραστηριτητα.

Δείκτης Κόστους Κατασκευής Νέων Κτιρίων
(Έτος Βάσης 2010 = 100)

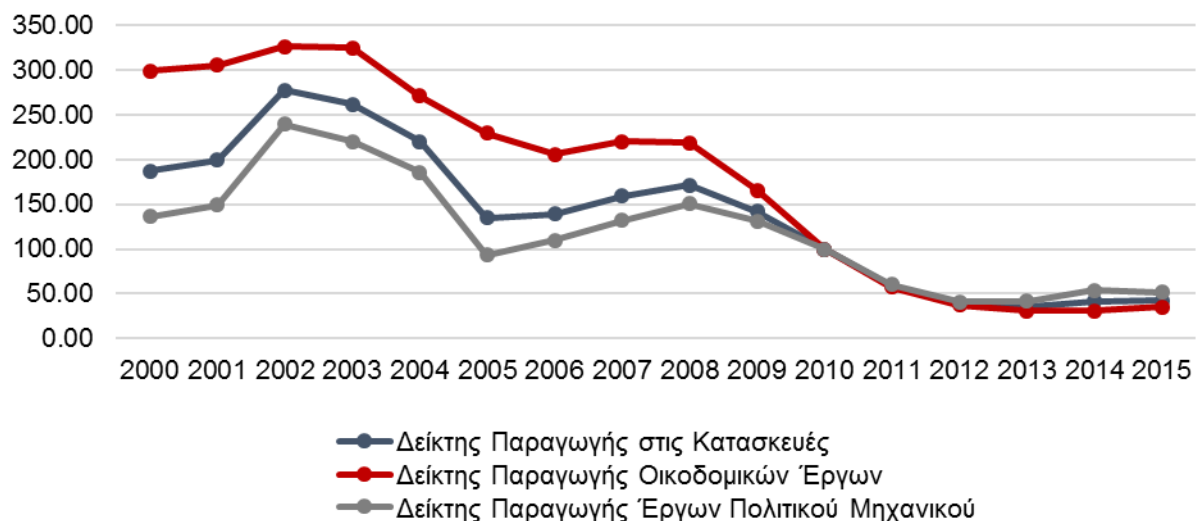


Διγραμμά 12: Εξλιξη δεκτη τιμν κατοικι ν (το Β ση 1997 = 100,0)

Πηγή : ΕΣΥΤΕ

Βσει των δεικτών παραγωγής στις κατασκευές που καταρτίζει η ΕΣΥΤΕ παρατηρούνται αρχικά πτωτικές τσεις την περίοδο 2002 - 2005 με χαμηλότερο 2005, καθώς το προηγούμενο το ολοκληρήθηκαν σημαντικές έργα υποδομής και έργα που σχετίζονταν με τη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων. Καθόδική πορεία παρατηρείται έπση από χρονικό διάστημα 2008 - 2013, εν την τελευταία τριετία παρατηρείται σταθεροποίηση του δείκτη με τσει οριακή άνδου. Η συνολική πτση την εξαετία 2008 - 2013 στο δείκτη παραγωγής των κατασκευών ανλήσε σε 79,1%, στο δείκτη παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού 72,4%, εν μεγαλύτερη μείωση (85,8%) παρατηρείται στο δείκτη οικοδομικών έργων για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα, δείγμα του πλάγματος που δχθήκε η αγορά κατοικίας.

Εξέλιξη δεικτών παραγωγής στις Κατασκευές
(Έτος Βάσης 2010 = 100)



Δι γ ρ α μ μ α 13: Εξ λι ξ η δ ε ι κ τ ν πα ρ α γ ω γ σ τ ι
κα τ α σ κ ε υ (τ ο Β σ η 2005 = 100,0)

Π η γ : Ε Σ Υ Ε

Τ λ ο , α ξ ζ ε ι ν α α ν α φ ε ρ θ ε π ω η α ν γ ε ρ σ η ν ω ν
κα τ ο ι κ ι ν ε ν α ι ρ ρ η κ τ α σ υ ν δ ε δ ε μ ν η μ ε τ η ν
ε ξ λ ι ξ η τ η σ τ ε γ α σ τ ι κ π σ τ η . Η ν ο δ ο τ η
ζ τ η σ η γ ι α σ τ ε γ α σ τ ι κ δ ν ε ι α μ ε τ τ ο 2000
π ρ ο λ θ ε α π τ ο ν α ν τ α γ ω ν ι σ μ τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν ,
τ η μ ε ω σ η τ ω ν ε π ι τ ο κ ω ν κ α ι τ η ν πα ρ ο χ
δ ι ε υ κ ο λ ν σ ε ω ν π ρ ο τ ο υ δ α ν ε ι ο λ π τ ε ,
β ο η θ ν τ α τ σ ι α π ο φ α σ ι σ τ ι κ π ο λ λ
ν ο ι κ ο κ υ ρ ι σ τ η ν α π κ τ η σ η ν ω ν κα τ ο ι κ ι ν
ε π α γ γ ε λ μ α τ ι κ ν α κ ι ν τ ω ν . Ο ι ε υ ν ο κ
σ υ γ κ υ ρ ε ο δ γ η σ α ν σ ε ν ο δ ο τ η σ τ ε γ α σ τ ι κ
π σ τ η μ χ ρ ι κ α ι τ ο 2005, π ο υ μ ε τ π ε ι τ α
δ ι α κ ρ ν ε τ α ι μ ε ω σ η τ η λ γ ω τ η α ξ η σ η τ ω ν
ε π ι τ ο κ ω ν α λ λ κ α ι σ τ η ν ο ρ θ ο λ ο γ ι κ τ ε ρ η
π ι σ τ ω τ ι κ π ο λ ι τ ι κ τ ω ν τ ρ α π ε ζ ν . Ο
π ε ρ ι ο ρ ι σ μ τ η σ τ ε γ α σ τ ι κ π σ τ η ο φ ε λ ε τ α ι
σ τ η ν χ ρ η μ α τ ο π ι σ τ ω τ ι κ κ ρ σ η κ α ι σ τ ι
α υ σ τ η ρ τ ε ρ ε π ρ ο π ο θ σ ε ι χ ο ρ γ η σ η δ α ν ε ω ν .
Ε ξ λ λ ο υ , η Τ ρ π ε ζ α τ η Ε λ λ δ ο ε π β α λ ε τ η
χ ο ρ γ η σ η δ α ν ε ω ν μ ε π ο σ ο σ τ μ ι κ ρ τ ε ρ ο α π
τ η ν ε μ π ο ρ ι κ α ξ α τ ο υ υ π α γ ο ρ α κ ι ν τ ο υ , ε ν
π α λ α ι τ ε ρ α ο ι τ ρ π ε ζ ε χ ο ρ η γ ο σ α ν
σ τ ε γ α σ τ ι κ δ ν ε ι α α κ μ α κ α ι π ν ω α π τ ο 100%
τ η ε μ π ο ρ ι κ α ξ α .

3.6.2. Προσφορ του Κατασκευαστικο

Κλ δ ο υ

Η ν τ ο ν η κατασκευαστικ δραστηριτητα των προηγομενων ετη στη χ ρ α μ α , προσφερε σημαντικ τεχνογνωσα και σημαντικ ευκαιρε ανπτυξη στι εταιρεε του κ λ δ ο υ . Η ολοκληρωση των διαδικασιων συγχωνεσεων και η απονομ των νων εργοληπτικ ν πτυχων το 2002, αποτελεσαν το βασικ στοιχειο για την αναδιρθωση του ελληνικο κατασκευαστικο κ λ δ ο υ , στε να ε ν α ι ικαν να ανταποκριθε στι κατασκευαστικ ανγκε που προκπτουν εντ και εκτ των ελληνικ ν συνρων. Ειδικτερα, το 2002 πραγματοποιηκε πλθο συγχωνεσεων στον κ λ δ ο , οι οποε στχευαν στην εξασφλιση των νων εργοληπτικ ν πτυχων με βση τι ρυθμσει του Νμου 2940/2001, εχαν δε ω αποτελεσμα την επτευξη μεγαλτερη συγκντρωση στον κ λ δ ο και τη δημιουργα λιγτερων αλλ μεγαλτερων επιχειρηματικ ν σχημτων⁵⁴.

Σ μ φ ω ν α με τα εσημα στοιχεια του Τπουργεου Ανπτυξη, απ το 2004 διαγραφηκαν απ το Μητρο Εργοληπτικ ν Επιχειρσεων 240 εταιρεε 3^η ω και 7^η τξη, δηλαδ, το 33,7% του αριθμο των κατασκευαστικ ν επιχειρσεων 3^η - 7^η τξη το 2004. Αυτη τη ση εκδηληθηκε με εντοντερο ρυθμ κατ το 2009, αφο διαγραφηκαν 58 εταιρεε, εν το 2012 ακμη 37

⁵⁴ ICAP (2008), «Κλαδικ Μελητη - Τεχνικ Εταιρεε 7^η - 6^η - 5^η Τξη», Σελ: 99 - 100

απτι, κατ συνθ κη, μεγαλτερε τεχνικ εταιρεε τη Ελλδο διαγραφηκαν απ το Μητρο Εργοληπτικν Επιχειρσεων, 12 περισστερε απ το θροισμα των δο τελευταων ετν 2010 και 2011 (25), αναδεικν οντα τι αυξανμενε δυσχρειε ενμσωκρση.

Εκτιμται τι περπου μα στι πντε εργοληπτικ εταιρεε, τι δεν διαθτει ενημερτητα πτυχου και επομνω δεν μπορε να λβει μρο σε δημοπρασε, καθιστντα ανενεργ το πτυχο τη. Η μεωση του πλθου των εγγεγραμμων στι τξει 3^η - 7^η εργοληπτικν εταιρειν δεν περιορζεται σε μα συγκεκριμνη τξη αλλ διαχεται σχεδν σε λε τι τξει του ΜΕΕΠ, πλην τη 4^η στην οποα οι εταιρεε διαχρονικ χουν αυξηθε κατ 38,2%. Αντθετη εναι ηεικνα στι υλοιπε τξει 7^η (-57,1%), 3^η (-48,5%), 6^η (-35,3%) και 5^η (-30,8%)⁵⁵.

3.7. Προβλματα & Προοπτικ του Κλδου

Η διεξαγωγ των Ολυμπιακν Αγνων στη χρα μα βοθησε στη δημιουργα ργων υποδομ, για την υλοποηση των οποων δημιουργηκαν ισχυρο κατασκευαστικο μιλοι ετεμσω εξαγορν, ετεμσω συγχωνεσεων και στρατηγικν συμμαχιν.

⁵⁵ <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυσση Μητρων και Τεχνικν Επαγγελμτων

Τα ργὰ αὐτὸ δώσαν τὴ δυνατότητα στὶ ἐργοληπτικὲς ἐταιρεῖες νὰ ἀποκτῶσιν ἐμπειρὰ καὶ ἐξειδικευμένη τεχνολογία στὸ ἀντικείμενο, ἀλλὰ καὶ τὴ δυνατότητα ὀρισμὲν ἐξ' αὐτῶν νὰ μετατραποῦν καὶ σὲ διαχειριστῶν ῥγῶν, δημιουργήντα σημαντικὰ ταμειακὰ ροὰ ἀπὸ τὴν ἐκμεταλλεύσῃ του. Ἔτσι, μετὰ τὸ 2004 καὶ ἰδιαίτερα μετὰ τὸ 2008 ὑπῆξε μεγάλη μεῶση στὴν κατασκευαστικὴ δραστηριότητα, ἧ ὅποια χεῖρ ἐπιβαρύνθη ἀπὸ ἀρνητικὸ οἰκονομικὸ κλίμα ποὺ ἐπικράτησε παγκοσμίως. Ἡ πτῶση στὴ κατασκευὴ φέρει στὴν ἐπιφάνεια τὰ προβλήματα τοῦ κλάδου ἀλλὰ καὶ ταῦτα τὴν παραπνοή κατὰστασιν. Δὸ σημαντικό παράγοντα ποὺ ὀδηγήσαν στὴν φέσιν τοῦ κλάδου τῶν κατασκευῶν ἐνταίη μεῶση τὴν οἰκοδομικὴν δραστηριότητα καὶ τοῦ ΠΔΕ μεσκόπη τὴν ἀντιμετώπιση τοῦ δημοσιονομικοῦ ἐλλειμματος τὴν χροῖα. Ἐκτῶν ἀνωτέρω, τὰ προβλήματα ποὺ ἀντιμετωπίζει ὁ κατασκευαστικὸς κλάδος στὴν Ἑλλάδα ὀφείλονται σὲ διφοροῦ παράγοντα, μερικὸ ἀπὸ τοῦ κυριότερου ἐνταίη ἔστι⁵⁶:

Καθυστέρησει στὴν υλοποίηση ῥγῶν ἀπὸ τὴν Πολιτεία: Τὰ οἰκονομικὰ πλῆνα τῶν συμβάσεων παραχρησῇ δὲν μποροῦν νὰ προχωροῦν βεβαίως τῶν συνθηκῶν κτῶα πτὶ ὅποια καλοῦνται οἱ ἀνδοχοὶ νὰ τα ἐκτελοῦσιν σήμερα, μετὰ ἀποτέλεσμα οἱ κατασκευαστικὲς ἐταιρεῖες νὰ κατηγοροῦν

⁵⁶ www.iobe.gr

το Δημόσιο για μη εκπλρωση υποχρεωσεων του που αφορο ν:

- απαλλοτρισει των απαιτομενων εκτσεων, οι οποε προχωρο ν αργ, λγω και τη αδυναμα του Δημοσου να καταβλλει εκατοντ δε εκατομμρια ευρω αποζημωση στου ιδιοκτητε
- μη εξασφλιση χρηματοδτηση του ργου απ την πλευρ του Δημοσου
- καθυστερει στην εξφληση των κατασκευαστικ ν εταιρει ν απ το Δημόσιο
- αδιαφανε διαδικασε ανθεση διαγωνισμ ν με αποτλεσμα δικαστικ διαμχε μεταξ των υποψηφω ν και εντλει την σημαντικ καθυστρηση στην υλοποηση του ργου
- δημοπρηση μη ριμων ργων απ το Δημόσιο
- μη ικανοποιητικ απορρψη κοινοτικ ν πρων
- συνεχ συρρκνωση του Π.Δ.Ε.
- καθυστερει σχετικ με τι αρχαιολογικ ανασκαφ που εναι απαρατητο να γνου ν σε ορισμνε περιπτσει ργων
- μη γκαιρη επιστροφ του Φ.Π.Α., στι κατασκευαστικ εταιρεε

Εξορτηση απ τον τραπεζικ κλδο: Η υλοποηση πολλν και δαπανηρν δημσιων ργων το χρονικ διστημα 1996 – 2004 εχεω αποτλεσμα τη διγκωση τη ανγκη για ικανοποηση του παργοντα τη κεφαλαιακ επρκεια, εν η ανγκη κδοση εγγυητικν επιστολν και χρηματοδτηση των κατασκευαστικν ργων χει δημιουργσει σχσει εξορτηση των κατασκευαστικν εταιρειν απ τον τραπεζικ κλδο. Παρλληλα, τα τερστια προβματα ρευσττητα τη πλειοψηφα των εταιρειν του κλδου δημιουργε εκρηκτικ περαιτρω προβματα στον κλδο

Θεσμικ Πλασιο: Το θεσμικ πλασιο που διπει την παραγωγ των δημσιων και ιδιωτικν ργων, και κυρω η πολυπλοκτητα και η πολυνομα που το χαρακτηρζει, η λλειψη Εθνικο Χωροταξικο Σχεδιασμο και οι μεγλε καθυστερσει υλοποηση του Εθνικο Κτηματολογου αποτελον σημαντικ εμπδιαστην ανπτυξη του κλδου

Ανταγωνισμ: Ο ντονο ανταγωνισμ που επικρατε στην ελληνικ αγορ των κατασκευν, με ορισμνε περιπτσει να καταλγει σε αθμιτο ανταγωνισμ, με αποτλεσμα τι υψηλ εκπτσει στα υπδημοπρτηση ργα επιδρ αρνητικ στον κλδο

Υψηλ Αριθμ Επιχειρ σεων: Δημιουργε
σοβαρ προβλ ματα βιωσιμ τητα λγω του
τερστιου αριθμο κατασκευαστικ ν
εταιρει ν, ιδιαιτρω στον κλδο τη
οικοδομ αλλ και στα μικρ δημσια
δημοτικ ργα, αποτελ ντα σημαντικ
διαρθρωτικ προβλημα για τον κλδο
Υπεροικοδμηση του παρελθ ντο :
Δημιουργηκε να υψηλ αδιθετο
απθεμα κατοικι ν, που σε συνδυασμ με
την υπογεννητικ τητα, τη μεωση του
μεταναστευτικ ρεματο προ τηχρα
μα και τα υψηλ ποσοστ ιδιοκατοκτηση
επιδρ αρνητικ

Ο κατασκευαστικ τομα εναι απ του
σημαντικτερου τη ελληνικ οικονομια,
συμβλλοντα στην ανπτυξη τη, χιμνομσω
των επενδ σεων αλλ και λγω των ισχυρν
διασυνδ σεων που χει με πολλο κλδου και
επαγγ λματα. Ο κλδο εξαρτται σε μεγαλο
βαθμ απ την πορεα επενδ σεων και τη
οικονομα γενικτερα και για αυτ η
μελλοντικ του πορεα αντιμετωπ ζεται με
σκεπτικισμ, στα πλασια τη διεθνο
οικονομικ κρση, η οποα επηρεζει
σημαντικ την κατασκευαστικ
δραστηρι τητα. Τα προηγομενα τη ο κλδο
παρουσασε σημαντικ ρυθμο ανπτυξη,
λγω τη εισρο φθονων κοινοτικ ν πρων,
υλοποηση αξιλογων υποδομ ν και μεγαλων
δημσιων ργων και τη αξηση τη ζτηση
κατοικι ν εξαιτα των μειωμ νων επιτοκων.

Οι μακροπρόθεσμες προοπτικές είναι αββαίες και σχετίζονται με την ανκαμψη της ελληνικής και παγκόσμια οικονομία, καθέπση και απτι εξελξει σε άλλου τομε, πω ο τουρισμ, το χωροταξικ και η οργανωμνη δμηση.

Ο κατασκευαστικ κλδο αναμνεται να αντιμετωψει μακροπρόθεσμα σοβατερα προβματα λγω στασιμτητα και συρρκνωση τη εσωτερικ αγορ δημοσων ργων, τη περιορισμνη δυναττητα διεσδυση σε ξνε αγορ, τη εμφνιση νων ανταγωνιστν απτι βαλκανικ τι παρευξεινιε χρε. Μακροπρόθεσμα, υπρχει προθεση για αλλαγ του συστματο ανθεση δημοσιων ργων, εν οι προοπτικ εναι θετικ για περαιτρω ενσχυση τη παρουςα των ελληνικν ομλων στο εξωτερικ. Οι αγορ που αποτελον κριο στχο των ελληνικν εταιρειν εναι ο ευρτερο βαλκανικ χρο, χρε τη Ανατολικ Ευρπη, τη Βρεια Αφρικ και τη Μση Ανατολ. Οι συνεχε αλλαγ που συντελονται στον κοινωνικοπολιτικ χαρακτρα των χωρν αυτν και η προσπθει του να προσεγγισουν τα οικονομικ δεδομνα και την ποιτητα ζω τη Ε.Ε. δημιουργον μα αυξημνη ανγκη για ργα υποδομ. Οι ελληνικ κατασκευαστικ εταιρειε χουν τη δυναττητα να εκμεταλλευτον τι θετικ αυτ προοπτικ, χοντα ω σμμαχο την συσσωρευμνη τεχνογνωσα του και το

σχετικ χαμηλ κ στο απασχληση του εργατικο δυναμικο .

Στο εσωτερικ τη χρα , εναι πιθαν να εμφανιστον προβλματα στασιμτητα και συρρκνωση τη εσωτερικ αγορ δημοσων ργων. Για αυτ το λογο, αρκετ κατασκευαστικ εταιρεε δνουν βαρτητα στι ΑΠΕ μσω θυγατρικ ν του και παρλληλα επιχειρο ν απσχιση του κατασκευαστικο του κλδου απ την μητρικ εταιρεα για να μην επιβαρνονται απ πιθαν ζημι κλδοι που εμφανζουν αυξημνη κερδοφορα. Προ αυτ την κατεθυνση, τα προηγομενα χρνια υπρξε στροφ των τεχνικ ν εταιρει ν στην ανπτυξη ακιν των (real estate) και στι συμμετοχ σε διφορε εταιρεε με υψηλ περιθρια κρδου. Σπουδαο ρλο θα διαδραματσουν και οι εξελξει στον τουρισμ , στην οργανωμνη δμηση, σε χωροταξικ και περιβαλλοντικ θματα, εν θετικ επιπτσει αναμνεται να υπρξουν απ την υλοποηση ενεργειακ ν ργων, ανανεσιμων πηγ ν ενργεια , ενεργειακ ν αγωγ ν, σιδηροδρομικ ν δικτων ταχεα κυκλοφορα , περιβαλλοντικ ν ργων κλπ. Για να υπρξουν θετικ προοπτικ στον κλδο χρειζονται γενναε τομ και πρωτοβουλε σε θματα προστασα του περιβλλοντο , αξιοποηση του δυναμικο πλοτου των ανανεσιμων πηγ ν ενργεια , δημιουργα πλαισοου και σημαντικ ν υποδομ ν υγεια ,

εκπαίδευση, αναψυχή, συγκοινωνιών και επικοινωνιών.

Σχετικώς με τον οικοδομικό κλάδο παρτιαρνητικώς δημογραφικώς εξελξεται, προβλεπεται να υπρξουν θετικώς συγκυρε, αρκε να αξιοποιηθον τα συγκριτικώς πλεονεκτηματα τη χραμα στον τουρισμ, των εξοχικων κατοικιων και των υπηρεσιων. Η χραμα εκμεταλλευμενη τι πλοσιε φυσικώς ομορφι τη μπορε να καταστε τουριστικώς κντρο παροχ υπηρεσιων υψηλο επιπδου, αλλ και τπο μνιμη διαμον για εμπορου Ευρωπαου. Για να δημιουργηθον θετικώς προοπτικώς για την εγχρια κατασκευαστικώς αγορά απαιτεται:

Συνεχώς ανανωση και εκσυγχρονισμ του μηχανολογικώς εξοπλισμω

Δημιουργια σχρονων, ευλικτων και αποτελεσματικων δομων σε εππεδο υποστριξη, κατασκευω και γκαιρη παρδοση ργων

Ενσχυση τη κεφαλαιουχικώς διρθρωση των κατασκευαστικων εταιρειων και αναζητησιων μορφων χρηματοδτηση

Παρλληλα, οι εταιρεε για να αντιμετωπουν τον ντονο ανταγωνισμ που επικρατε στον κλάδο, θα πρπει να στοχεσουν στη βελτωση τη ανταγωνιστικτητα του, την εκμετλλευση τη εμπειρα και τη τεχνογνωσια του και την αξιση τη παραγωγικτητα μσω οικονομικων κλμακα.

3.8. Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Κατασκευαστικό κλάδο

Η παρατεταμένη οικονομική φεση που πλττει τη χρατα τελευταα τη, πω ενα ι φυσικ χει επηρεσει τη χρηματοοικονομικ κατασταση των εταιρειν του κλδου με συνπεια τα αποτελσματα χρση τη πλειοψηφα αυτν να εμφανζουν μειωμνο κκλο εργασιν, συμπιεσμνα αρνητικ λειτουργικ περιθρια αλλ και αυξημνα χρηματοοικονομικ κστη. Παρλληλα, ο κατασκευαστικ κλδο τα τελευταα τη εμφανζει ντονα προβλματα ρευσττητα που αποτυπονται στην αξιση του τραπεζικο δανεισμο, στη συσσρευση υποχρεσεων, στι επισφλειε και στι σημαντικ καθυστερσει εσπραξη απαιτσεων απ το Δημσιο, τσο για απαιτσει απ την εκτλεση κατασκευαστικν ργων σο και για απαιτσει απ Φ.Π.Α. Εψη, ντονο προβλημα αποτελον τα μειωμνα αρνητικ δια κεφλαια και η δυσκολα ντληση εγγυητικν επιστολν.

Σμφωνα με στοιχεα τη ICAP⁵⁷ στον τομα των τεχνικν εταιρειν για το χρονικ διαστημα 2008 - 2014 σε δεγμα 2.603 - 3.815 επιχειρσεων προκπτει πω οι επιδσει του, πειτα απ σημαντικ επιδενωσ των οικονομικν του

⁵⁷ ICAP (2016), «Η Εξαετατη Κρση 2008 - 2014», Σελ: 9

δεικτών, το τελευταίο των θετικών. Χαρακτηριστική επιδότη των τεχνικών εταιρειών το 2014 αποτελεί η ντονή αξιολόγηση του συνολικού κύκλου εργασιών και η μεσοσητών ζημιών του.

Κατ' το χρονικό διάστημα 2008 - 2014 ο κύκλος εργασιών⁵⁸, των τεχνικών εταιρειών παρουσίασε μεσοση κατ' 43,3% με αποτέλεσμα οι εταιρείες του κλάου να απώλουν συνολικά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα 4,5 δισεκατομμύρια ευρώ και να διαμορφωθούν σε 5,9 δισεκατομμύρια το 2014, εν όγκο εργασιών του σημεώσε μση ετση μεσοση 9%. Κατ' τα τη 2012 - 2014, ο κύκλος εργασιών του δείγματος των εξεταζόμενων τεχνικών εταιρειών παρουσιζει αξιολόγηση 18,0%, εν το 2014 αυξήθηκε κατ' 13,5% συγκριτικά με το προηγούμενο το.



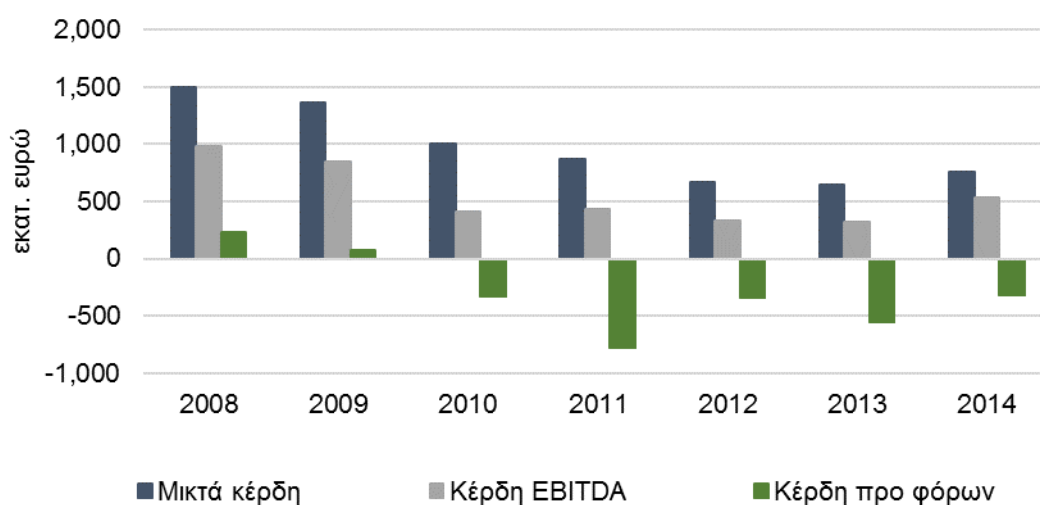
Διγράμμαμα 14: Εξλιξη κύκλου εργασιών τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014

Πηγή : ICAP

⁵⁸ ICAP (2016), «Η Εξαετατη Κρση 2008 - 2014», Σελ: 9

Τα μικτά αποτελέσματα των εταιρειών του κλάδου το 2014 παρουσίασαν αξιόσημη πείρα απ'συνεχ μεωσή τα προηγούμενα τη (2008 - 2013), με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν σε 755 εκατομμύρια ευρώ, εντά αποτελέσματα EBITDA κατ'γραψαν αξιόσημη κατ' 68,7% και αν'λθαν σε 538 εκατομμύρια ευρώ το 2014 απ' 319 εκατομμύρια ευρώ το 2013. Παρ'τη βελτώση του κκλου εργασιών, των μικτών αποτελεσμάτων, των αποτελεσμάτων EBITDA και τη μεωσή των χρηματοοικονομικών δαπανών το 2014, το λειτουργικό αποτέλεσμα των εταιρειών του κλάδου παραμνει αρνητικ'την τελευταία πενταετία (-314 εκατομμύρια ευρώ το 2014). Κατ'την τετραετία 2010 - 2013, απ'τα ομαδοποιημένα αποτελέσματα χρ'ση προκπτει πω'τα αποτελέσματα EBITDA των τεχνικών εταιρειών του δεγματο'δεν επαρκόσαν για την κλυψη του ετσιο' χρηματοοικονομικό κστού.

Εξέλιξη κερδοφορίας τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014

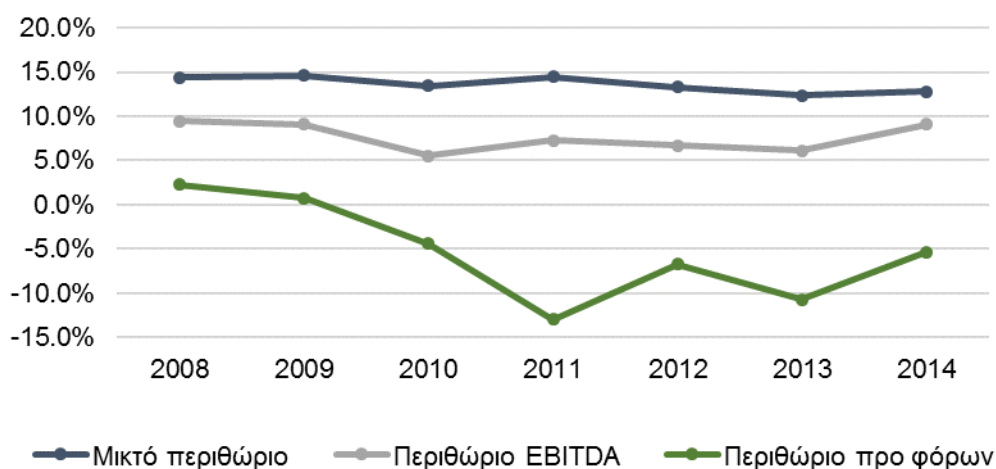


Διγράμμαμα 15: Εξελίξη κερδοφορία (απλυτα μεγθη) τεχνικν εταιρειν 2008 - 2014

Πηγ :ICAP

Κατ τη διρκεια τη οικονομικ φεση, το μικτ περιθριο των τεχνικν εταιρειν παρουσασε μεωση με αποτλεσμα να ανλθει απ ποσοστ περπου 14,5% σε περπου 12,5%, μετσει βελτωσ του (12,8% το 2014). Το περιθριο των αποτλεσμων EBITDA κατγραψε σημαντικ νοδο το 2014 με αποτλεσμα να ανλθει σε 9,1%, επδοση που αποτλε τη δετερη καλτερη τη εξεταζμενη χρονικ περιδου (πλην το 2008, 9,5%).

Εξέλιξη κερδοφορίας τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014



Διγράμμαμα 16: Εξελίξη κερδοφορία (%) τεχνικν εταιρειν 2008 - 2014

Πηγ :ICAP

Η τση για μεωση τη κερδοφορα των κατασκευαστικν εταιρειν αποτυπνεται

και αποστοχέα τη HELLASTAT⁵⁹ σε δείγμα 1.611 κατασκευαστικών εταιρειών για την περίοδο 2002 – 2008, που από το 2003 υπήρξε ανοδοτική πορεία του κύκλου εργασιών του δείγματος μέχρι και το 2008, με εξαίρεση το 2005, που πείτα από την ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων υπήρξε μια υποχώρηση στον κλάδο, ενώ από το 2003 τα κέρδη προ φόρων ακολούθησαν πτωτική πορεία στο σύνολο τη διετάζμενη περίοδο πωφάνεται και στο παρακτω διγράμμα:



Διγράμμα 17: Εξέλιξη αποτελεσμάτων δείγματος 1.611 κατασκευαστικών εταιρειών

Πηγή: HELLASTAT

Στον ακόλουθο πίνακα αποτυπώνονται τα ομαδοποιημένα αποτελέσματα χρήσεων τεχνικών εταιρειών του δείγματος για το χρονικό διάστημα 2008 – 2014:

Πίνακα 16: Ομαδοποιημένα Αποτελέσματα Χρήση Τεχνικών Εταιρειών του δείγματος

⁵⁹ HELLASTAT, (2009), Κατασκευές (2009), Ανάλυση Αγόρας

Πηγή : ICAP

| ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ (ποσ σε εκατομμύρια €) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Κ κ λ ο Ε ρ γ α σ ι ν | 10,400 | 9,300 | 7,500 | 6,000 | 5,000 | 5,200 | 5,900 |
| Κ σ τ ο Π ω λ η θ ν τ ω ν | 8,901 | 7,939 | 6,491 | 5,130 | 4,335 | 4,558 | 5,145 |
| Μ ι κ τ Κ ρ δ ο | 1,499 | 1,361 | 1,009 | 870 | 665 | 642 | 755 |
| Λ ο ι π Λ ε ι τ ο υ ρ γ ι κ σ ο δ α | 322 | 334 | 385 | 295 | 280 | 360 | 268 |
| Χ ρ η μ α τ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ Δ α π ν ε | 421 | 401 | 435 | 510 | 502 | 468 | 364 |
| Λ ο ι π Λ ε ι τ ο υ ρ γ ι κ ξ ο δ α | 1,059 | 1,097 | 1,175 | 1,090 | 914 | 973 | 809 |
| Λ ε ι τ ο υ ρ γ ι κ Π ε ρ ι θ ρ ι ο | 342 | 197 | -215 | -435 | -471 | -439 | -149 |
| Μ η Λ ε ι τ ο υ ρ γ ι κ σ ο δ α | 106 | 133 | 132 | 145 | 386 | 406 | 70 |
| Μ η Λ ε ι τ ο υ ρ γ ι κ ξ ο δ α | 198 | 185 | 189 | 463 | 244 | 512 | 222 |
| Α πο σ β σ ε ι εκ τ Κ σ τ ο υ Π ω λ η θ ν τ ω ν | 13 | 73 | 57 | 26 | 8 | 12 | 13 |
| Σ ν ο λ ο Α πο σ β σ ε ω ν | 348 | 410 | 412 | 460 | 421 | 391 | 428 |
| Α πο σ β σ ε ι εν σ ω μ α τ ω μ ν ε σ τ ο Κ σ τ ο Π ω λ η θ ν τ ω ν | 335 | 337 | 355 | 434 | 413 | 379 | 415 |
| Κ ρ δ η Π ρ ο Φ ρ ω ν | 236 | 72 | -328 | -780 | -338 | -557 | -314 |
| Κ ρ δ η (Ζ η μ ε) π ρ ο Φ ρ ω ν, Χ ρ η μ α τ ο δ ο τ ι κ ν & Ε π ε ν δ υ τ ι κ ν Α πο τ ε λ ε σ μ τ ω ν & Α πο σ β σ ε ω ν (EBITDA) | 985 | 847 | 414 | 437 | 334 | 319 | 538 |

Αναφορικά με τα στοιχεία του ισολογισμού, το σύνολο του ενεργητικού των εταιρειών του κλάδου μειώθηκε κατά 5,7% τα τη 2008 - 2014 με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί σε 28,9 εκατομμύρια ευρώ, εν τα δια κεφ λα ι α μειώθηκαν κατά 8,2% (το ι 1,3 δ ι σ ε κ α τ ο μ μ ρ ι α ευρώ) και περιορίστηκαν σε 14,4 εκατομμύρια ευρώ.

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου αντιμετωπίζει σμερα σημαντικ προβ λ η μ α τ α ρ ε υ σ τ η τ η τ α κυρω λ γ ω α π τ ι υ ψ η λ α π α ι τ σ ε ι τ ο υ α π τ ι κ α θ υ σ τ ε ρ σ ε ι σ τ ι π λ η ρ ω μ α π τ ο δ η μ σ ι ο κ α ι τ ο ν ευ ρ τ ε ρ ο δ η μ σ ι ο τ ο μ α γ ι α ρ γ α π ο υ υ λ ο π ο ι θ η κ α ν, κ τ ι π ο υ

αποτυπώνεται και στην μειωμένη κυκλοφοριακή ταχτητά των απαιτήσεων απελευτε που παρατηρεται στί επιχειρσει του κλδου που πλον μω παρουσι ζεται βελτωση των ημερνεσπραξη τη διετα 2013 - 2014, συγκριτικ με τα μεγθητη περιδου 2011 - 2012. Αναλυτικτερα, απ κυκλοφοριακ ταχτητα εσπραξη απαιτησεων 300 ημερνε το 2012, το 2014 διαμορφθηκε σε 207 ημρε προσεγγζοντα τα εππεδα του 2009 (210 ημρε). Αντστοιχη εικνα παρατηρεται και στί ημρε κυκλοφοριακ ταχτητα των αποθεμτων που το 2014 διαμορφθηκαν σε 144 ημρε, εν το 2012 εχαν ανλθει σε 185 ημρε. Οι ημρε πληρωμ υποχρεσεων των τεχνικνε εταιρειν του δεγματο παρουσιζει ανλογετσει, καθ το 2012 καταγρφηκαν οι υψηλτερε ημρε ποσωση ανερχμενε σε 212 ημρε, εν τη διετα 2013 - 2014 παρουσιζουν αποκλιμκωση.

Πνακα 17: Κυκλοφοριακ ταχτητα Τεχνικνε Εταιρειν του δεγματο 2008 - 2014

Πηγ : ICAP

| Κυκλοφοριακ ταχτητα (σε ημρε) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Μσορο εσπραξη απαιτησεων (ημρε) | 184 | 210 | 236 | 269 | 300 | 250 | 207 |
| Μσορο πληρωμ υποχρεσεων (ημρε) | 121 | 138 | 164 | 187 | 212 | 179 | 147 |
| Κυκλοφοριακ ταχτητα αποθεμτων (ημρε) | 118 | 129 | 144 | 173 | 185 | 178 | 144 |

Ητση μεωση τη ρευσττητα των τεχνικνε εταιρειν ρχισε να φανετα απτην

τριετία 2006 - 2008 βσει των στοιχείων τη HELLASTAT⁶⁰, που η μση γενικ ρευσττητα (κυκλοφορον ενεργητικ / βραχυπρθεσμε υποχρεσει) ανλθε απ 1,52 το 2006 σε 1,64 το 2008.

Ο δεκτη ξνων κεφαλαων προ δια την χρονικ περοδο 2008 - 2014 παρουσιζει οριακα αξιση καθ ανλθε σε 1,00 το 2014 απ 0,95 στην αρχ τη εξεταζμενη περιδου (2008), εν αντστοιχη τση παρουσασε και η αναλογα των ιδων κεφαλαων στα συνολικ κεφλαια. Σημεινεται πω τα δια κεφλαια των εταιρειν του δεγματο παρουσασαν μεωση κατ 1,30 δισεκατομμρια ευρ παρ την αξιση του μετοχικο του κεφαλου κατ 1,15 δισεκατομμρια ευρ. Αναφορικ με την ικαντητα πληρωμ των χρηματοοικονομικν δαπανν των τεχνικν επιχειρσεων του δεγματο προκπει πω δεν εναι εφικτη κλυψ του για το σνολο του εξεταζμενου χρονικο διαστηματο.

Πνακα 18: Κεφαλαιακ Διρθρωση Τεχνικν Εταιρειν

Πηγ : ICAP

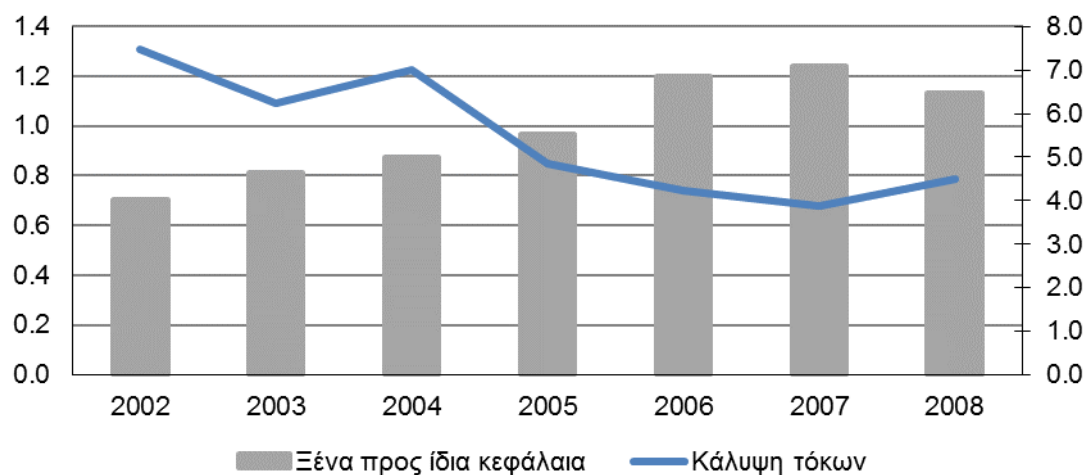
| Δεκτη Κεφαλαιακ Διρθρωση & ικαντητα πληρωμ τκων | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|
| Ενα / δια κεφλαια | 0,95 | 0,96 | 1,00 | 0,98 | 0,96 | 0,86 | 1,00 |
| δια κεφλαια / απασχολομενα | 0,73 | 0,71 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,72 | 0,65 |
| Απασχολομενα Κεφλαια / Καθαρ Πγια | 1,48 | 1,45 | 1,38 | 1,32 | 1,31 | 1,43 | 1,31 |

⁶⁰HELLASTAT, (2009), Κατασκευ (2009), Ανλυση Αγορ

| | | | | | | | |
|--|------|------|------|-------|------|-------|------|
| Βραχυπρόθεσμο Υποχρεώσεις / Παθητικά | 0,30 | 0,28 | 0,27 | 0,26 | 0,25 | 0,25 | 0,23 |
| Κλυψή Χρηματοοικονομικά κν Δαπάνων | 1,56 | 1,18 | 0,25 | -0,53 | 0,33 | -0,19 | 0,14 |

Συμφώνα με στοιχεία της HELLASTAT για την περίοδο 2002 – 2008 παρατηρείται μείωση της ικανότητας αποπληρώματος από πλευρών κατασκευαστικών εταιρειών του δεγματοτύπων χρηματοοικονομικών του εξόδων, με τον εν λόγω δεκτική να είναι χαμηλότερο του 5, επεδωτά οποα έχουν μειωθεί σημαντικά σήμερα με συνέπεια η κεφαλαιακή διρθρωση του να χειραλλξει και να επιβαρνονται πλέον με σημαντικά χρηματοοικονομικά ξόδα.

Εξέλιξη κεφαλαιακής διάρθρωσης & ικανότητας πληρωμής τόκων



Διγράμμαμα 18: Εξελίξη κεφαλαιακή διάρθρωση & ικανότητα πληρωμής τόκων

Πηγή : HELLASTAT

Κατ το χρονικό διάστημα 2008 – 2014, το ενεργητικών εξεταζόμενων εταιρειών

παρουσασε μεωση κατ 5,7% με αποτλεσμα να διαμορφωθε σε 28,9 δισεκατομμυρια ευρ το 2014 (απ 30,7 δισεκατομμυρια ευρ το 2008), εντα διακεφλαια των συγκεκριμων εταιρειν κατγραψαν υψηλτερη πτση ανερχμενα σε 14,4 δισεκατομμυρια το 2014.

Πνακα 19: Εξλιξη ενεργητικο και ιδων κεφαλαων τεχνικν εταιρειν δεγματο 2008 - 2014

Πηγ : ICAP

| Εξλιξη Ενεργητικο & Ιδων κεφαλαων (σε εκατομμυρια €) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ενεργητικ | 30.652 | 30.946 | 31.920 | 30.323 | 29.805 | 28.165 | 28.902 |
| διακεφλαια | 15.720 | 15.751 | 15.989 | 15.282 | 15.169 | 15.109 | 14.425 |

Παρλληλα, παρατηρεται αξιση των ιδων κεφαλαων και του ενεργητικο απο 2002 ωτο 2008, αλλ ο ρυθμ αξιση των ιδων κεφαλαων σε σχση με το σνολο του ενεργητικο εναι χαμηλτερο σμφωνα και με το παρακτω διγραμμα:



Διγράμμαμα 19: Εξέλιξη ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων

Πηγή :HELLASTAT

Στον παρακτωπύνακα παρατθέται ομαδοποιημένο ισολογισμό των τεχνικών εταιρειών του δεγματος, σύμφωνα με τα στοιχειατή ICAP⁶¹, για τα τη 2008 - 2014:

Πνακα 20: Ομαδοποιημένο ισολογισμό δεγματος τεχνικών εταιρειών 2008 - 2014

Πηγή : ICAP

| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατομμύρια €) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Καθαρά Πύγια | 17,139 | 17,943 | 19,549 | 19,492 | 19,563 | 17,346 | 19,274 |
| Αποθματα | 8,187 | 8,070 | 7,889 | 6,974 | 6,453 | 6,355 | 5,438 |
| Απαιτήσεις | 17,139 | 17,943 | 19,549 | 19,492 | 19,563 | 17,346 | 19,274 |
| Ταμείο - Τραπεζε | 2,451 | 2,132 | 1,932 | 1,433 | 1,604 | 2,256 | 2,171 |
| ΣΤΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΤ | 30,652 | 30,946 | 31,920 | 30,323 | 29,805 | 28,165 | 28,902 |
| ΠΑΘΗΤΙΚΟ (σε εκατομμύρια €) | | | | | | | |
| Δια Κεφάλαια | 15,720 | 15,751 | 15,989 | 15,282 | 15,169 | 15,109 | 14,425 |
| Μεσοπρθεσμε & Μακροπρθεσμε | 5,763 | 6,478 | 7,418 | 7,140 | 7,167 | 5,957 | 7,907 |
| Τποχρεσει & | | | | | | | |

⁶¹ ICAP (2016), «Η Εξαετατη Κρση 2008 - 2014», Σελ: 9

| | | | | | | | |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Προβλψει | | | | | | | |
| Βραχυπρθεσμε Υποχρεσει | 5,763 | 6,478 | 7,418 | 7,140 | 7,167 | 5,957 | 7,907 |
| ΣΤΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΤ | 30,652 | 30,946 | 31,920 | 30,323 | 29,805 | 28,165 | 28,902 |

Στον ακλουθο πνακα αποτυπνονται τα αποτελσματα που παρουσιζουν οι εταιρειε του κατασκευαστικο κλδου για το χρονικ διστημα 2008 - 2014, βσει ορισμων βασικν αριθμοδεικτν⁶²:

Πνακα 21: Αριθμοδεκτη Ενοποιημνου
Ισολογισμο Τεχνικν Εταιρειν 2008 - 2014

Πηγ : ICAP

| | | | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Αριθμοδεκτη | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|

⁶² ICAP (2016), «Η Εξαετατη Κρση 2008 - 2014», Σελ: 9

| | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Αποδοτικότητα Ιδων | 1,50 | 0,46 | -2,05 | -5,10 | -2,23 | -3,69 | -2,18 |
| Αποδοτικότητα Απασχολομενων | 1,10 | 0,33 | -1,40 | -3,48 | -1,51 | -2,65 | -1,41 |
| Περιθριο Μικτο | 14,47 | 14,67 | 13,54 | 14,55 | 13,34 | 12,41 | 12,87 |
| Περιθριο | 3,20 | 2,05 | -2,74 | -6,93 | -8,95 | -7,92 | -2,43 |
| Περιθριο Καθαρο | 2,21 | 0,75 | -4,18 | -12,42 | -6,42 | -10,07 | -5,12 |
| Κυκλοφοριακ Ταχτητα Απασχολομενων | 0,50 | 0,43 | 0,33 | 0,28 | 0,24 | 0,26 | 0,27 |
| Κυκλοφοριακ Ταχτητα | 0,68 | 0,61 | 0,49 | 0,41 | 0,35 | 0,37 | 0,43 |
| Απασχολομενα | 1,48 | 1,45 | 1,38 | 1,32 | 1,31 | 1,43 | 1,31 |
| Σχση Ξνων Προδια | 0,95 | 0,96 | 1,00 | 0,98 | 0,96 | 0,86 | 1,00 |
| Κλυψη | 1,56 | 1,18 | 0,25 | -0,53 | 0,33 | -0,19 | 0,14 |
| Σχση Ιδων Προ Απασχολομενα | 0,73 | 0,71 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,72 | 0,65 |
| Γενικ Ρευσττητα | 1,47 | 1,49 | 1,45 | 1,37 | 1,37 | 1,52 | 1,47 |
| μεση Ρευσττητα | 0,85 | 0,87 | 0,84 | 0,75 | 0,77 | 0,83 | 0,85 |
| Κεφλαιο Κνηση (σε | 4.345 | 4.287 | 3.859 | 2.931 | 2.773 | 3.721 | 3.058 |
| Απασχολομενο | 21.485 | 22.230 | 23.408 | 22.423 | 22.337 | 21.067 | 22.332 |
| Μ.Ο. Εισπρωξεω | 184 | 210 | 236 | 269 | 300 | 250 | 207 |
| Μ.Ο. Εξφληση Προμηθευτν & Πιστωτν | 121 | 138 | 164 | 187 | 212 | 179 | 147 |
| Κυκλοφοριακ Ταχτητα Αποθεμτων (σε ημρε) | 118 | 129 | 144 | 173 | 185 | 178 | 144 |

Θα πρπει να τονιστε πω τα στοιχεια του δεγματο τη HELLASTAT, τη ICAP και των εισηγμων εταιρειν αλλ και τα συμπερσματα στα οποα οδηγον δεν αποτυπουν πλωτην τωριν κατασταση των εταιρειν του κλυου, που σε μεγλο βαθμ αντιμετωπζει σοβαρα προβματα, αφο δεν περιλαμβνονται σε αυτ οι μικροτερε επιχειρσει, οι οποε αποτελον σημαντικ αριθμ των κατασκευαστικν επιχειρσεων και βρσκονται σε δυσχερ οικονομικ κατασταση.

3.9. Προφλειςηγμνων κατασκευαστικων στο ΧΑΑ

Οι εισηγμνε κατασκευαστικ εταιρεε στο Χρηματιστριο Αξιν Αθηνν ανκουν στον υπερκλδο «Κατασκευ και υλικ κατασκευν» και ειδικτερα στον κλδο «Κατασκευ». Η κατηγορα διαπραγμτευση (Χ.Α.Α.), στην οποα εναι ενταγμνη η κθε επιχερηση ποικλλει και ενμρει αποτυπνει τη χρηματοοικονομικ κατασταση τη επιχερηση, αλλ και το προφλ δραστηριοττων τη. Στον παρακτωπνακα, εμφανζονται οι εταιρεε τη κρια αγορ (8), υπ επιτρηση (4), σε αναστολ (2) και χαμηλ διασπορ :

Πνακα 22: Εισηγμνε εταιρεε του κατασκευαστικο κλδου στο Χ.Α.Α.

Πηγ : <http://www.yplex15.gr>

| Κατασκευαστικ Εταιρεε | Κατηγορα στο Χ.Α.Α. |
|-----------------------------|---------------------|
| ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε. | Επιτρηση |
| ΓΕΚΤΕΡΝΑ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. | Σε αναστολ |
| ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΤΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. | Επιτρηση |
| ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε. | Χαμηλ |
| ΑΕΓΕΚ Α.Ε. | Επιτρηση |
| J&P ΑΒΑΞ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| Ι.ΚΛΟΤΚΙΝΑΣ - Ι.ΛΑΠΠΑΣ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε. | Επιτρηση |
| ΕΚΤΕΡ Α.Ε. | Κρια αγορ |
| ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. | Κρια αγορ |
| ΕΔΡΑΣΗ - Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. | Σε αναστολ |

Ακολούθως γίνεται συνοπτική παρουσίαση 15 κατασκευαστικών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. στον κλάδο των κατασκευών:

ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.

Η ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.⁶³ ιδρύθηκε το 1962 και αποτελεί μια από τις παλαιότερες κατασκευαστικές επιχειρήσεις στη χώρα και ασχολείται με την κατασκευή μεγάλων δημόσιων και ιδιωτικών έργων, στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Η εταιρεία μέχρι σήμερα χειρουργεί διφορε κατηγορίες έργων, πωβιομηχανικά, κτιριακά, λιμενικά, ενεργειακά, τηλεπικοινωνιακά, ηλεκτρομηχανολογικά, αεροδρμία, οδοποιία και σταθμοαυτοκινήτων. Μσω των θυγατρικών της, δνει αυξημένη βαρτητα στα ναυτικά ργα και σε αυτ που σχετζονται με ανανεσιμε πηγενργεια. Αποτλεσε την πρτη κατασκευαστική εταιρεία που εισχθη στο Χ.Α. το 1974, εν το 2002 στο πλασιο αναδιρθρωση του κλάδου απορρφησε επτ μικρτερε τεχνικ εταιρεε αυξνοντα το χαρτοφυλκιο τη. Σμερα, ο κκλο εργασινη εταιρεία χει σχεδν μηδενιστε εν το σνολο των ιδων κεφαλαων τη χει καταστε αρνητικ (€ 40 εκ.). Απασχολε περπου 13 υπαλλλου, εν οι μετοχ τη βρσκονται υπ επιτρηση απ τον Απρλιο του 2012⁶⁴.

ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε.

⁶³ www.bioter.gr

⁶⁴ www.capital.gr

Ο μίλο ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ⁶⁵ κατχει ηγετική θέση στην αγορά, συγκαταλέγεται στα ισχυρότερα σχήματα του κλάδου και δραστηριοποιείται στα εξής:

Κατασκευές, εκτελούνται να ευρύνει φάσμα δημόσιων και ιδιωτικών έργων μεγάλου προπολογισμού και συνθετική τεχνολογία, πλωτά οδικά και σιδηροδρομικά δίκτυα, λιμνία, κτρία, νοσοκομεία, μουσεία, βιομηχανικές εγκαταστάσεις, υδροηλεκτρικά έργα, φράγματα, κ.λπ.

Ενέργεια, κυρώ στην αιολική και θερμοηλεκτρική ενέργεια και στην αξιοποίηση βιομζα, απορριμμάτων και αποβλήτων

Real Estate, εκμεταλλευόμενη εμπορική και επιχειρηματική κντρα, ψυχαγωγικό χώρο, συγκροτήματα κατοικιών, εμπορευματική κντρα, βιομηχανική περιοχή και οικπέδα

Παραχώρηση, διαχειριζόμενη αυτοκίνητοδρόμου, σταθμο αυτοκινήτων & έργα ΣΔΙΤ στον κλάδο των μεταφορών και τη διαχείριση απορριμμάτων

Βιομηχανική κλάδο σε λατομεία, εργοστάσια ξυλεία και στρωτών σιδηροδρόμων

⁶⁵ www.gekterna.com

Διαθρεϊ⁶⁶ εργοληπτικ πτυχο 7^η τξη και προκυψε απ τη συγχνευση των εταιρειν ΓΕΚ Α.Ε. και ΤΕΡΝΑ Α.Ε. το 2008, απλουστεοντα τη δομ του Ομλου μια και απ το 1999 υπρχε στεν συνεργασα των δο εταιρειν, εν το 2002 αποφασστηκε η ΓΕΚ Α.Ε. να μετατραπε σε συμμετοχικ και προσφροντα τον κατασκευαστικ τομα στην ΤΕΡΝΑ Α.Ε. Εξλλου, κατ τη διρκεια τη πορεα του οι δο εταιρεε απορρφησαν πλο μικροτερων κατασκευαστικ ν εταιρειν, ενισχοντα τσι τη θση του. Ο μιλο ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ απασχολε περπου 1.900 εργαζμενου και δραστηριοποιεται, πρα απ την Ελλδα, στα Βαλκνια και τη Μση Ανατολ, αγορ απ τι οποε προρχεται σημαντικ μρω των υπογεγραμμων συμβσεων του Ομλου. Τλο, η εταιρεα εισχθη στο Χ.Α.Α. το 1969 και οι μετοχ τη διαπραγματεονται στο δεκτη ΔΚΤ, FTSEM, FTSEGT, FTSEA, ΣΑΓΔ, HELMSI και ΓΔ⁶⁷.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Ο μιλο⁶⁸, ο οποο αποτελε τον ισχυροτερο του κλοου, δραστηριοποιεται σε τσσερι κυρω τομε μσω των θυγατρικ ν του:

Κατασκευ κυρω μσω τη ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε., η οποα αποτελε την προτη σε επεδο

⁶⁶ <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυνση Μητρων και Τεχνικ ν Επαγγελμων

⁶⁷ www.capital.gr

⁶⁸ www.ellaktor.gr

κ κ λ ο υ ε ρ γ α σ ι ν κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ
ε τ α ι ρ ε α σ τ η χ ρ α ε κ τ ε λ ν τ α π α ν τ τ π ο υ
κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ρ γ ο .

Π α ρ α χ ω ρ σ ε ι , σ υ μ μ ε τ χ ο ν τ α σ ε ρ γ α
α υ τ ο κ ι ν η τ ο δ ρ μ ω ν (Α τ τ ι κ Ο δ , Κ ρ ι ν θ ο -
Τ ρ π ο λ η - Κ α λ α μ τ α) , γ ε φ υ ρ ν (Ρ ο υ -
Α ν τ ρ ρ ι ο υ) , ο δ ι κ ν σ η ρ γ γ ω ν
(Τ π ο θ α λ σ σ ι α Σ ρ α γ γ α Θ ε σ σ α λ ο ν κ η) ,
σ τ α θ μ ν α υ τ ο κ ι ν τ ω ν , κ τ η ρ ω ν ,
π ε ρ ι β α λ λ ο ν τ ι κ ν ε γ κ α τ α σ τ σ ε ω ν κ α ι
ρ γ ω ν Σ Δ Ι Τ . Ο μ ι λ ο Ε Λ Λ Α Κ Τ Ω Ρ Α . Ε .
κ α λ π τ ε ι λ ο τ ο φ σ μ α τ ω ν
δ ρ α σ τ η ρ ι ο τ τ ω ν μ α σ μ β α σ η
π α ρ α χ ρ η σ η , π ω τ η χ ρ η μ α τ ο δ τ η σ η
(ε π ν δ υ σ η) , τ η δ α ν ε ι ο δ τ η σ η , τ η ν
κ α τ α σ κ ε υ , τ η σ υ ν τ ρ η σ η , τ η λ ε ι τ ο υ ρ γ α
κ α ι τ η ν ε κ μ ε τ λ λ ε υ σ η .

Α ν α ν ε σ ι μ ε π η γ ε ν ρ γ ε ι α κ α ι
π ε ρ ι β λ λ ο ν , μ ε μ φ α σ η σ τ ο ν τ ο μ α
π α ρ α γ ω γ ε ν ρ γ ε ι α α π α ν α ν ε σ ι μ ε π η γ
(α ι ο λ ι κ π ρ κ α , φ ω τ ο β ο λ τ α κ , β ι ο α ρ ι ο)
κ α ι σ τ ο ν τ ο μ α δ ι α χ ε ρ ι σ η
α π ο ρ ρ ι μ μ τ ω ν .

Α ν π τ υ ξ η α κ ι ν τ ω ν π ο υ σ υ μ μ ε τ χ ε ι σ τ ο υ
τ ο μ ε τ η α ν π τ υ ξ η κ α ι ε κ μ ε τ λ λ ε υ σ η
ε μ π ο ρ ι κ ν κ ν τ ρ ω ν , ψ υ χ α γ ω γ ι κ ν κ ν τ ρ ω ν
κ α ι ο ι κ ι σ τ ι κ ν σ υ γ κ ρ ο τ η μ τ ω ν .

Λ ο ι π σ υ μ μ ε τ ο χ , α ξ ι ο π ο ι ν τ α τ η ν
ε μ π ε ι ρ α κ α ι τ η ν τ ε χ ν ο γ ν ω σ α σ τ ο υ
κ λ δ ο υ π ο υ χ ε ι α ν α π τ υ χ θ ε μ χ ρ ι τ ρ α ,
ε π ε κ τ ε ν ε τ α ι σ ε ν ε κ ε ρ δ ο φ ρ ε
δ ρ α σ τ η ρ ι τ η τ ε .

Η διαδικασία συγκρότησης του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ ξεκίνησε το 1998 και ολοκληρώθηκε το 2002 με την απορροφήση των εταιρειών: ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. απτην ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. και στη συνέχεια τη συγχώνευση των ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. Το 2007 ολοκληρώθηκε η απορροφήση της κατασκευαστικής ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. απτην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και το επόμενο το γινεαλλαγή επωνύμου απ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ σε ΕΛΛΑΚΤΩΡ. Η θυγατρική ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. διαθέτει εργοληπτικό πτυχό 7^η τξη, δραστηριοποιείται πρ απτην Ελλάδα στις περιοχών Βαλκανών και τη Μση Ανατολ και απασχολε πρπου 5.500 εργαζομένου. Τλο, απ το 1994 οι μετοχτη εταιρεία διαπραγματεονται στην κρια αγορά του Χ.Α.Α. συμμετχοντα στου δεκτη ΔΚΤ, FTSECE, FTSE, FTSEGT, FTSEA, FTSEINTR, HELMSI, ΣΑΓΔ και ΓΔ⁶⁹.

ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.

Ο μίλο ΜΗΧΑΝΙΚΗ⁷⁰ ξεκίνησε τη δραση του το 1974 και δραστηριοποιείται στου τομετών κατασκευν, τη ανπτυξη και εκμετλλευση και ανπτυξη ακιντών, τη ενργεια και του βιομηχανικό κλδου. Η ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. αποτελε μητρικό του Ομίλου ΜΗΧΑΝΙΚΗΣ, διαθέτε πτυχό 7^η τξη για ανληψη δημοσών ργών στην Ελλάδα και δραστηριοποιήθηκε

⁶⁹ www.capital.gr

⁷⁰ www.michaniki.gr

στην κατασκευή σημαντικών έργων υποδομής, πω οικόδομικ, ργα οδοποια, γεφυροποια, δινοίξη ση ργγων, καθ και συγκροτημάτων πολλαπλν χρσεων. Η ΜΗΧΑΝΙΚΗ λγω τη οικονομικ φεση, καθ και των ιδιαιτερα υψηλν ανεσπρακτων απαιτσεων αντιμετωπιζει ντονα προβματα ρευσττητα μη δημοσιεοντα παρλληλα οικονομικ καταστσει απ το 2014 και πειτα. Κατ το παρελθν η εταιρεα δωσει ιδιαιτερη μφαση στην ανπτυξη και εκμετλλευση ακιντων στην Ελλδα και το εξωτερικ, με στοχο να εκμεταλλευτε τι σημαντικ ευκαιρε για ανπτυξη και εκμετλλευση ακιντων, οι οποε μπορον να επιφρουν σημαντικ κρδη και υπεραξε. Στον τομα παραγωγη ηλεκτρικ ενργεια, ο μιλο δραστηριοποιθθηκε στην κατασκευ υδροηλεκτρικν σταθμν, εκμεταλλευμενο την τεχνογνωσα και την εμπειρα του, εν στο βιομηχανικ τομα στοχεει σε συνργειε και καθετοποηση τη παραγωγ τη, διαθτοντα μονδε παραγωγ χαλυβδοσωλων, ξλου και επεξεργασα μαρμου. Πρα απ την Ελλδα εχε αναπτξει δραστηριτητα σε αναπτυσσμενε αγορ, πω η Ρωσα, η Ουκρανα, η Βουλγαρα η Λευκορωσα και η Αγυπτο, που μω λγω τη αρνητικ οικονομικ συγκυρα στον κλδο τη ανπτυξη ακιντων εχαν αποτλεσμα την επιβρυνση των οικονομικν τη αποτελεσμων. Οι μετοχ τη ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.

εισχθησαν στο Χ.Α.Α. το 1990, εν πλουν χουν τεθε σε αναστολ⁷¹.

ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (απορροψηση τη ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.)

Η εταιρεα δραστηριοποιονταν στου τομε του τουρισμο, των κατασκευν, τη αιολικ ενργεια, τη ανπτυξη ακιντων, τη κατασκευ και λειτουργα μαρνων, καθ και στην παραγωγ και εμπορα σκυροδροματο και κρασιο. Στη συνχεια η εταιρεα προχρησε σε απσχιση του κατασκευαστικο κλδου και εισφορ του σε συνδεμενη εταιρεα (ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.), η οποα εναικτοχο εργοληπτικο πτυχου⁷¹ τη⁷² τομα και αναλαμβνει δημσια και ιδιωτικ ργαπω, οικοδομικ, οδοποια, σιδηροδρομικ, ηλεκτρομηχανολογικ, εγγειοβελτιωτικ, λιμενικ, τηλεπικοινωνιακ, περιβαλλοντικ, φργματα και κατασκευ αερολιμνων. Εντ του 2015 η ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. συγχωνεθηκε δια απορροφσεω απ τη συγγεν Τεχνικ Ολυμπιακ Α.Ε. .

ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.

Η εταιρεα ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. ιδρθηκε το 1980 και δραστηριοποιεται στην κατασκευ ιδιωτικν και δημσιων ργων, στην κατασκευ και αξιοποηση ακιντων, στον

⁷¹ www.capital.gr

⁷² <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυσση Μητρων και Τεχνικν Επαγγελμτων

τουρισμ καθ και σε λατομικ εργασε. Το 2002 εξαγρασε τσσερι τεχνικ εταιρεε, αυξνοντα τι πωλσει τη αλλ και την κατασκευαστικ τη δυναττητα. Παλαιτερα, διετεε εργοληπτικ πτυχο 6^η τξη, εν πλον διαθτει πτυχο Α2⁷³. Η εταιρεα αντιμετωπζει τα τελευταα τη σοβαρο οικονομικ προβλματα, εν λγωτων σοβαρων αυτων προβλημων, οι μετοχ τη που εναι εισηγμνε στο Χ.Α.Α. απο 1994 μεταφρθηκαν στην κατηγορα τη επιτρηση τον Απρλιο του 2014⁷⁴.

ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.

Η δραστηριτητα του Ομλου ΑΘΗΝΑ⁷⁵ αφορτι κατασκευ, την εκμσωση μηχανημων και εξοπλισμο ργων, το εμπριο μηχανημων για κατασκευαστικ ργα και την παροχ τεχνικν συμβολων. Αναφορικ με τι κατασκευ, η ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ χειμα δυναμικ παρουσα στην εγχρια και διεθν αγορ ιδιωτικν και δημσιων τεχνικν ργων απ τι αρχ τη δεκαετα του 1970, εν απο 1995 εισχθη στο Χ.Α.Α. Ειδικεεται στα λιμενικ, περιβαλλοντικ, κτιριακ, ενεργειακ και υποδομν μεταφορ ργα. Ιδιατερη εναι η μφαση τη εταιρεα στα λιμενικ ργα, διατηρντα στλο πλωτων μηχανημων, πω πλωτο γερανο,

⁷³ <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυνση Μητρων και Τεχνικν Επαγγελμων

⁷⁴ www.capital.gr

⁷⁵ www.athena-sa.gr

πλατφρμε, φορτηγδε, μηχανατακατδυση και υποβρυχια παρακολοθηση. Το 2002 στο πλασιοτη γενικτερη αναδιρθωση του κλδου, εξαγρασε οκτ τεχνικ εταιρεε αυξνοντα τη δυναμικτη, εν εντ του 2016 μεταββασε το σνολο των δραστηριοτων τη στην περιοχ των Ηνωμων Αραβικ ν Εμιρτων. Διαθτει εργοληπτικ πτυχο 5^η τξη⁷⁶ και το προσωπικ του Ομλου ανρχεται στα 40 τομα περπου. Τλο, σημεινεται πω αποτελεμλο του κατασκευαστικ Ομλου J&P ΑΒΑΞ.

ΑΕΓΕΚ Α.Ε.

Ο μιλο παρουσιζει πολχρονη παρουσα στον κατασκευαστικ κλδο, επιδικοντα πλον οικονομικ και οργανωτικ αναδιρθωση του Ομλου λγω του υπρογκου δανεισμο, μεσκοπη βελτωση τη δομ του και την προσλκυση νων κεφαλων. Στα πλασια τη γενικτερη αναδιρθωση του Ομλου, χειπραγματοποιηθε απσχιση του κατασκευαστικ κλδου και εισφορ του στη συγγεν εταιρεα ΑΕΓΕΚ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ Α.Ε., στην οποα συμμετχει. Βασικ αντικεμενο μετ την απσχιση αποτελον οι τομε των συμμετοχ και παραχωρσεων στι υποδομ, των ργων ανπτυξη ακιντων, τη διαχεριση ργων και την παροχ τεχνικ ν συμβουλν, αξιοποιντα την υπρχουσα

⁷⁶ <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυνση Μητρων και Τεχνικ ν Επαγγελμτων

τεχνογνωσια. Ο μίλο ΑΕΓΕΚ απασχολε
περπου 80 εργαζομνου, εν οι μετοχ τη
εταιρεια βρσκονται σε καθεστ επιτρηση⁷⁷.

J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.

Ο μίλο J&P ΑΒΑΞ Α.Ε.⁷⁸, ο οποο κατχει
ηγετικ θση στην ελληνικ κατασκευαστικ
αγορ, δραστηριοποιετ αι του εξ τομε :

Κατασκευ, μσω τη μητρικ αλλ των
εταιρειν ΠΡΟΕΤ Α.Ε. (100%), ΕΤΕΘ Α.Ε. (100%)
και ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε. (92,9%), αναλαμβνει την
κατασκευ παντ εδου δημσιων και
ιδιωτικ ν ργων. Η μητρικ εταιρεια
διαθτει πτυχο 7η⁷⁹ εργοληπτικ τξη, η
ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε. διαθτει πτυχο 5η τξη, εν
η ΕΤΕΘ Α.Ε. και η ΠΡΟΕΤ Α.Ε. 6η και 4η
αντστοιχα

Παραχωρει, διατηρντα να αρκετ
ισχυρ χαρτοφυλκιο εταιρειν
εκμετλλευση αυτοχρηματοδοτομενων
ργων και εξασφαλζοντα σταθερ σοδα
Προκατασκευ, μσω τη θυγατρικ
εταιρεια ΠΡΟΕΤ Α.Ε., παργοντα
προκατασκευασμνα δομικ στοιχεια για
μεγλα κτιριακ ργα και κατοικε, αλλ
και ειδικ κατασκευ πω στρωτρε
σιδηροδρομου, στηθαα ασφαλεα,
διαχωριστικ δρμων και κολνε ΔΕΗ

⁷⁷ www.capital.gr

⁷⁸ www.jp-avax.gr

⁷⁹ <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεια Τπουργεου
Τποδομν, Μεταφορν και Δικτων, Διεθυνση
Μητρων και Τεχνικ ν Επαγγελμτων

Ανπτυξη ακινήτων, μέσω της J&P Development, η οποία ασχολείται με την ανάπτυξη ακινήτων υψηλής ποιότητας, κυρω στον οικιστικό τομέα, και την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών, πωδίαχειρση ακινήτων, διοκηση ργών και μελτε αξιοποηση ακνητη περιουσα Ηλεκτρονικ εμπριο, διενεργντα δημοπρασε πρτων υλν μεταξ προμηθευτν πρτων υλν και υπηρεσιων λων των κατασκευαστικν εταιρειν τη χρα

Η εταιρεία ΑΒΑΞ Α.Ε. ιδρθηκε το 1986 και το 2002 συγχωνετηκε δια απορροφσεω με την J&P (Ελλ) Α.Τ.Ε. αλλ ζοντα την επωνυμα ΑΒΑΞ Α.Ε. στη σημεριν, εν το διο το απορρφησε τι ΕΤΕΘ Α.Ε., ΠΡΟΕΤ Α.Ε. και ΕΤΕΚ Α.Ε. Το 2007 προκρησε στην εξαγορ πλειοψηφικο πακτου τη ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε. και πλον χει διευρυνη κατασκευαστικ βση και αυξημνη ανταγωνιστικτητα. Ο μιλο J&P ΑΒΑΞ απασχολε περπου 1.400 υπαλλλου. Το 1994 η εταιρεία εισλθε στο Χ.Α.Α. και πλον οι μετοχ τη διαπραγματεονται στην κρια αγορ και συμμετχουν στου δεκτε ΓΔ, ΔΟΜ, FTSEM, ΣΑΓΔ, FTSEA, ΔΚΤ, FTSEGT⁸⁰.

Ι. ΚΛΟΤΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ Α.Ε.

Η Ι. ΚΛΟΤΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ Α.Ε. δραστηριοποιετα τεχνικ στην υλοποηση

⁸⁰ www.capital.gr

συνθετών και εξειδικευμένων ιδιωτικών τεχνικών ργών, που κατασκευάζουν βιομηχανικές εγκαταστάσεις, γραφείων, τραπεζικών καταστημάτων, νοσοκομειακών κτιρίων, πολυκαταστημάτων (super markets), οι ανακατασκευάζουν διατηρητέων κτιρίων, αλλά και δημόσιων ργών. Μσω των θυγατρικών της δραστηριοποιείται στη ξυλουργική εργασία και στην υδροηλεκτρική ενέργεια. Αναφορικά με τις εμπορικές της δραστηριότητες, η εταιρεία απέκτησε το 1999 την Τιο Ευθ. Παπαγιάννη Α.Ε., αποκλειστικό αντιπρόσωπο των βρετανικών προντων mothercare) και πλέον διαθέτει να ευρ δκτυο καταστημάτων στην Ελλάδα αλλά και σε άλλε βαλκανικές χρε. Το 2004 η Ι. ΚΛΟΤΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ Α.Ε. εισχθη στο Χ.Α.Α., εν ομιλο απασχολε συνολικ 450 τομα περπου.

INTRAKAT A. E.

Η INTRAKAT Α.Ε.⁸¹ κατχει ηγετικ θση στο χρο και εναι μλο του Ομλου INTRAKOM HOLDINGS, εν απ του μεγαλυτερου πολυεθνικου Ομλου υψηλ τεχνολογια τη Νοτιοανατολικ Ευρη στο του τομε των τηλεπικοινωνιων, των συστημων πληροφορικ, των αμυντικων ηλεκτρονικων συστημων και των κατασκευων. Ιδρθηκε το 1987 και το 1994

⁸¹ www.intrakat.gr

απορροφήσε την ΙΝΤΡΑΚΑΤ Γενικ
Κατασκευαστικ Τεχνικ Α.Ε., εν το 2002 και
το 2005 εξαγρσε την Μ-Π Τεχνικ Α.Τ.Ε. και
ΙΝΤΡΑΜΕΤ Μεταλλικ & Ηλεκτρομηχανικ
Κατασκευ Α.Ε. αντιστοιχα. Το 2004 ο
διακριτικ ττλο τη εταιρεα μετατροπηκε
απ ΙΝΤΡΑΚΟΜ Κατασκευ στη σημεριν του
ονομασα. Η εταιρεα δραστηριοποιετα
στην κατασκευ δημσιων και ιδιωτικ ν
ργων υψηλ τεχνολογα, διαθετει
εργοληπτικ πτυχο 7^η 82 τξη και απασχολε
επιστημονικ, διοικητικ και τεχνικ
προσωπικ περπου 440 υπαλλλων.
Συγκεκριμνα, πραγματοποιε ργα υποδομ
(αυτοκινητοδρομου, αντιπλημμυρικ,
υδροηλεκτρικ), ηλεκτρομηχανολογικ,
ευρυζωνικ, υψηλ τεχνολογα και
τηλεπικοινωνι ν, μεταλλικ κατασκευ,
διαχεριση απορριμτων, φωτοβολτακ
συσταματα, ενεργειακ προ ντα, κατασκευ
κτιρων, αθλητικ ν χρων, νοσοκομειων,
καταστημτων, βιομηχανι ν, εγκαταστσει
παροχ ν φυσικο αερου και συντρηση
εγκαταστσειων. Παρλληλα, επιχειρε στροφ
προ τα αυτοχρηματοδοτομενα και
ενεργειακ ργα, που υπρχουν ευκαιρε για
σημαντικ κρδη. Η εταιρεα συμμετχει στην
υλοποηση ργων ΣΔΙΤ στο κλδου των
μεταφορ ν (τηλεματικ) και των
τηλεπικοινωνι ν (ευρυζωνικ δκτυα). Μσω

⁸² <http://www.ypexd15.gr>, Γενικ Γραμματεα Τπουργεου
Υποδομ ν, Μεταφορ ν και Δικτων, Διεθυνση
Μητρων και Τεχνικ ν Επαγγελμων

θυγατρικὴν τῆς σεχρε του ἐξωτερικοῦ, ἡ INTPAKAT δραστηριοποιεῖται, πρᾶπ τὴν Ἑλλάδα, στὴ Ρουμανία, τὴν Πολωνία, τὴν Ἀλβανία, τὴν Ἀρμενία, τὴ Σερβία καὶ τὴ Μοση Ἀνατολ. Τλο, ἡ εταιρεία ἐναὶ εἰσηγμνὴ στο Χ.Α.Α. καὶ συμμετχει στοῦ δεκτε ΓΔ, ΔΟΜ, ΣΑΓΔ, FTSEA καὶ ΔΚΤ⁸³.

ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.

Ἡ ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε. ἰδρθηκε το 1985 καὶ ἀσχολεταὶ με τὴν κατασκευὴ δημσίων καὶ ιδιωτικὴν ῤγών, τὴν κατασκευὴ καὶ ἐκμετλλευσὴ ἀκιντών, τὴν παραγώγ καὶ ἀξιοποση ἠλεκτρικ ἐνργεία καθ ἐψη καὶ συμμετοχ σε ἄλλε εταιρείε. Ἡ δραστηριτῆτ τῆς ἐντσσεταὶ σε λετὶ κατῆγορε κατασκευ ῤγών, πω οἰκοδομικ, λιμενικ, οδοποία, υδραυλικ - ἀποχετευτικ, ἠλεκτρομηχανολογικ, βιομηχανικ καὶ ἐνεργειακ. Ἡ εταιρεία διαθτεὶ πτυχο 6^η τξῆ καὶ ἀναλαμβάνει τὴν κατασκευ μεγλών καὶ πολυσνθετών ῤγών. Στον τομα παραγώγ καὶ ἐκμετλλευσὴ ἠλεκτρικ ἐνργεία, ἡ εταιρεία χεὶ δραστηριοποιηθε ἀπ το 2000 ἐτε με τῆ λειτουργία αἰολικὴν πρκών, ἐτε συμμετχοντα σε ἄλλε ἐνεργειακ εταιρείε. Τλο, ἡ εταιρεία ἀπασχολε περπου 40 υπάλλλου καὶ μετοχ τῆ ἐναὶ σε καθεστ ἐπιτρῆση ἀπ τον Ἀπρλιο του 2013⁸⁴.

⁸³ www.capital.gr

⁸⁴ www.capital.gr

ΕΚΤΕΡ Α. Ε.

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1973, πειτα απ μετατροπ τη νομικ μορφ τη ΕΚΤΕΡ ΕΠΕ. Το 2002 απορρ φησε τι δο μικρ τερε στρον Α.Τ.Ε. και φαιστο Α.Τ.Ε. Δραστηριοποιετα ι στην κατασκευ δημσιων και ιδιωτικ ν τεχνικ ν ργων πω, οικοδομικ ν, οδοποια, γεφυροποια, σιδηροδρομικ ν, ενεργειακ ν, βιομηχανικ ν, λιμενικ ν, περιβαλλοντικ ν, αλλ και στην κατασκευ και εκμετ λλευση ακιν των, στον τουρισμ και στην παραγωγ ηλεκτρικ εν ργεια. Διαθτει εργοληπτικ πτυχο 6^η τξη και οι μετοχ τη διαπραγματε ονται στην κρια αγορ, εν συμμετ χει στου δεκτη ΔΟΜ, FTSEA, ΔΚΤ, ΔΜΚ και FTSEMSFW⁸⁵.

ΠΡΟΟΔΕΤΤΙΚΗ Α. Τ. Ε.

Η ΠΡΟΟΔΕΤΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. ιδρύθηκε το 1960 και ασχολετα ι με την ανληψη και εκτλεση πση φσεω μελετ ν τεχνικ ν ργων και ερευν ν, καθ και ανληψη, επβλεψη, εκτλεση τεχνικ ν ργων για λογαριασμ δημσιων και ιδιωτικ ν φορων, πω οδοποια, οικοδομικ, υδραυλικ, βιομηχανικ, τουριστικ, σιδηροδρομικ, λιμενικ, μεταλλευτικ, αρδευτικ, ναυπηγεων, αεροδρομων και διυλιστηρων. Επση, η ΠΡΟΟΔΕΤΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. δραστηριοποιετα ι και με την ανπτυξη και διαχεριση ακιν των, την εμπορα και την

⁸⁵ www.capital.gr

εκμσθωση μηχανημάτων ργου, την εισαγωγή και εμπορα οικοδομικν υλικν, την ενργεια και τη διαχειριση ΧΥΤΑ, εν διαθτει ντονη παρουςα στην Ρουμανα. Λγω του δυσχερο οικονομικο κλματο καθ και των προβλημτων ρευσττητα που αντιμετωπωζει η εταιρεα δεν εκτελε κατασκευαστικ ργο. Διαθτει πτυχο 6^η εργοληπτικ τξη, οι μετοχ τη εισχθησαν στο Χ.Α.Α. το 1993, εν σμερα βρσκονται υπκαθεστ επιτρηση απ τον Απρλιο του 2014⁸⁶.

ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.

Η εταιρεα ιδρθηκε το 1982 με τη νομικ μορφ τη αννυμη, εν προπρχε με διφορε μορφ απ το 1950. Η ΕΔΡΑΣΗ - Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. ειδικε εται στα γεωτεχνικ ργα με ηγετικ μλιστα θση. Επση, δραστηριοποιετα στα υπγεια ργα, προκατασκευν, λιμενικ, προστασα περιβλλοντο, ανανεσιμων πηγν ενργεια, επισκευν και ενισχσεων, οικοδομικ, οδοποια, σιδηροδρομικ, υδραυλικ, επεμβσεων σε μνημεα και στην ανπτυξη ακιντων. Ο μιλο απασχολε περπου 180 υπαλλλου, εν εντ του 2015 επικυρθηκε συμφωνα εξυγανση στο πλασιο του Πτωχευτικο Κδικα (ρθρο 106β) μεσχοτην εξυγανση και την απρσκοπτη συνχιση τη δραστηριτητη. Σημεινεται πω το σνολο των ιδων κεφαλαων τη εταιρεα, παρ την μεωση των υποχρεσεων απ την

⁸⁶ www.capital.gr

επτευξη συμφωνα εξυγανση, παραμνουν αρνητικ. Οι μετοχ τη εναι σε αναστολα π τον Νομβριο του 2012⁸⁷.

3.10. Ανακεφαλαωση

Στο προτομροτη παροσα μελητη, γνεται μια γενικ αναφορ στην ελληνικ οικονομια, η οποα τη δεκαετα του 2000 κυρω και μχρι τα μσα του 2008 σημεωσε σημαντικ νοδοσελου του κλδου, εν απταμσα του 2008 καιπειτα, η σημαντικ χρηματοπιστωτικ καιχιμνο κρη που ξσπασε σε παγκσμιο εππεδο σε συνδυασμ με τι παθογενειε τη ελληνικ οικονομια επφεραν σημαντικ μεταβολ σε λα τα εππεδ τη. Ο κατασκευαστικ κλδο κατατσσεται μεταξτων κλδων τη ελληνικ οικονομια που γνρισε ντονα τι επιπτσει τη οικονομικ κρη.

Επηρεστηκαν σημαντικ μεγθη του κατασκευαστικου κλδου, πωταν η κεφαλαιοποησ του, το εργατικ του δυναμικ και πολλο παργοντε, που οδηγησαν σε συρρκνωση του μεγθου του κλδου, χιμνο σε ποσοτικ αλλ και σε ποιοτικ εππεδο, εν παρλληλα πολλεταιρεε του κλδου οδηγηθηκαν σε πτχευση. Τα σημαντικτερα σω προβλματα που παρουσιστηκαν στον κλδο αποτελον η δραματικ μεωση τη οικοδομικ

⁸⁷ www.capital.gr

δραστηριότητα, η συρροή των δημοσίων
ργών, καθ και η μη υλοποίηση ιδιωτικών
επενδύσεων λόγω του δυσμενούς οικονομικού
κλίματος. Συνπεία των ανωτέρω, αποτέλεσε η
επιδραση στη δραστηριότητα των εγχώριων
κατασκευαστικών εταιρειών. Παράλληλα με
τη μέωση της οικοδομικής δραστηριότητα
υπάρχουν και προβλήματα που συνδόνται με
το θεσμικό πλαίσιο λειτουργία των
εταιρειών του κλάου, αλλά και σε μεγάλο
βάθος και με τον περιορισμό των διαθεσίμων
πηγών χρηματοδότηση, πω εμπορική
τροπέζε, ευρωπαϊκή επενδυτική τροπέζε,
(π.χ. European Investment Bank, European Bank for Reconstruction and
Development), εταιρική ομολογιακή δνεία, private
equity funds και νών ιδιωτικών επενδύσεων.

ξόνα για την ανκαμψη του
κατασκευαστικού κλάου αποτέλε η
αξιοποίηση βασικών πλεονεκτημάτων του
ελλαδικού χρου, τα οποα σχετζόνται με τη
γεωγραφική εγγύτητα, την ευελιξία, την
εξειδικευμένη τεχνογνωσία του χρου, κλπ.
Οι παρμετροί αυτ σε συνδυασμ με την
υλοποίηση και αξιοποίηση μεγάλων ργών
υποδομ (ανάνεσιμε πηγ ενργεία, ργα
υποδομ, κλπ) μπορούν να δσουν την
ευκαιρία στον κατασκευαστικό κλάο αλλά
και σε ολκληρή την ελληνική οικονομία να
ξαναβρε τη χαμνήτη αυτοπεποθηση και να
κνεί βμάτα προδου. Επση, η αξιοποίηση
και απορρφήση των νών ευρωπαϊκών
κοινοτικών πρών (πακτο Γιόνκερ, ΕΣΠΑ 2014 -

2020), η αξιοποίηση των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων (π.χ. Jecisa, Jeremie), καθώς και η περαιτέρω διεσποση σε νέες μορφές κατασκευαστικών έργων (π.χ. ΣΔΙΤ) θα συνδρμουν στην ανκαμψη του κλάδου των κατασκευών.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνικά

1. Τραπεζατη Ελλάδος, (2012), «Η Αγору Ακιντων στην Πρσφατη Χρηματοοικονομικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 47

2. Τρ πε ζ α τ η Ε λ λ δ ο , (2009), «Α γ ο ρ Α κ ι ν τ ω ν - Ε ξ ε λ ξ ε ι & Π ρ ο ο π τ ι κ », Α π ρ λ ι ο 2009, Σ ε λ : 15 - 16
3. Π α ν ε λ λ ν ι ο Σ ν δ ε σ μ ο Α ν ν υ μ ω ν , Π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ν η Ε υ θ ν η & π ρ ο σ ω π ι κ ν Τ ε χ ν ι κ ν Ε τ α ι ρ ε ι ν (2011), «Ο Ε λ λ η ν ι κ Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ Κ λ δ ο », Β /2010, Ε ξ α μ η ν ι α α κ θ ε σ η Ε ξ ε λ ξ ε ω ν , Α ρ . Τ ε χ ο υ 4, Σ ε λ : 10
4. Π α ν ε λ λ ν ι ο Σ ν δ ε σ μ ο Α ν ω ν μ ω ν , Π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ν η Ε υ θ ν η & Π ρ ο σ ω π ι κ ν Τ ε χ ν ι κ ν Ε τ α ι ρ ε ι ν (2009), «Ο Ε λ λ η ν ι κ Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ Κ λ δ ο », Ε ξ α μ η ν ι α α κ θ ε σ η Ε ξ ε λ ξ ε ω ν , Σ ε λ : 8
5. Δ α γ κ α λ δ η Α . (2009), «Κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ Τ ο μ α », Κ λ α δ ι κ Μ ε λ τ η 9, Τ ρ π ε ζ α Π ε ι ρ α ι , Σ ε λ : 3 - 4, 14 - 18
6. ICAP, (2008), «Τ ε χ ν ι κ Ε τ α ι ρ ε ε 7 η - 6 η - 5 η Τ ξ η », Κ λ α δ ι κ Μ ε λ τ η , Σ ε λ : 5 - 9, 99 - 100
7. Ι . Ο . Β . Ε . , (2016), «Η Ε λ λ η ν ι κ Ο ι κ ο ν ο μ α - 3/16», δ ρ υ μ α Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν & Β ι ο μ η χ α ν ι κ ν Ε ρ ε υ ν ν , Τ ρ ι μ η ν ι α α κ θ ε σ η , Τ ε χ ο 85, Σ ε λ : 38 - 39, 79 - 80, 101 -102
8. Τ π ο υ ρ γ ε ο Ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν (2016), «Π ρ ο σ χ δ ι ο Κ ρ α τ ι κ ο Π ρ ο π ο λ ο γ ι σ μ ο », Σ ε λ : 41
9. Ε λ λ η ν ι κ Σ τ α τ ι σ τ ι κ Α ρ χ (2015), «Α ν α θ ε ρ η σ η Ε κ τ ι μ σ ε ω ν Π λ η θ υ σ μ ο τ η Χ ρ α 1991 - 2014», Σ ε λ : 2 - 3

10. Τρ πε ζ α τ η Ε λ λ δ ο (2015), Σ τ α τ ι σ τ ι κ Σ τ ο ι χ ε α, Α γ ο ρ Α κ ι ν τ ω ν, Δ ε κ τ ε Τ ι μ ν Κ α τ ο ι κ ι ν (ι σ τ ο ρ ι κ σ ε ι ρ)
11. Τρ πε ζ α τ η Ε λ λ δ ο (2015), Σ τ α τ ι σ τ ι κ Σ τ ο ι χ ε α, Α γ ο ρ Α κ ι ν τ ω ν, Δ ε κ τ ε Ε π α γ γ ε λ μ α τ ι κ ν Α κ ι ν τ ω ν (ι σ τ ο ρ ι κ σ ε ι ρ)
12. ICAP (2016), «Η Ε ξ α ε τ α τ η Κ ρ σ η 2008 – 2014», Σ ε λ : 9
13. HELLASTAT, (2009), Κ α τ α σ κ ε υ (2009), Α ν λ υ σ η Α γ ο ρ

Η λ ε κ τ ρ ο ν ι κ π η γ

1. <http://www.ypexd15.gr>, Γ ε ν ι κ Γ ρ α μ μ α τ ε α Υ π ο υ ρ γ ε ο υ Υ π ο δ ο μ ν, Μ ε τ α φ ο ρ ν κ α ι Δ ι κ τ ω ν, Δ ι ε θ υ ν σ η Μ η τ ρ ω ν κ α ι Τ ε χ ν ι κ ν Ε π α γ γ ε λ μ τ ω ν
2. <http://www.iobe.gr>
3. www.bioter.gr
4. www.capital.gr
5. www.gekterna.com
6. www.ellaktor.gr
7. www.michaniki.gr
8. www.athena-sa.gr
9. www.jp-avax.gr
10. www.intrakat.gr
11. www.helex.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΜΕΓΕΘΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

4.1. Εισαγωγή

Τα μοντλά που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, εκτενούνται από τα πιο απλά, που χρησιμοποιούνται σε πρώτο στάδιο, ως και τα πιο περίπλοκα που έχουν αναπτύξει τραπεζικά ιδρύματα και διεθνή οικονομικά οργανισμού. Τα μοντλά αυτά κινούν διαφορετικές παραδοχές αναφορικά με την αποτίμηση, αλλά έχουν και ορισμένα κοινά στοιχεία⁸⁸. Το γεγονός αυτό παρχει την αφορμή

⁸⁸ Demirakos E., Strong N., Walker M., (2004) «What Valuation Models Do Analysts Use?», Accounting Horizons, Vol. 18, No. 4

για την κατηγοριοποίηση των διαφορών μεθόδων αποτίμηση σε λιγότερη και ευρύτερη προσεγγίσει αξιολόγηση, μια κατηγοριοποίηση με ιδιαίτερα πρακτικά σημασία, μια και επιτρέπει την αναγνώριση τοποθέτηση σε να γενικότερο πλαίσιο των διαφορών μοντλών, ερμηνεία των αποτελεσμάτων, αλλά και εντοπισμό των αδυναμιών και των ανεπαρκείων, στη λογική με την οποία είναι καταρτισμένα⁸⁹.

Στι ανεπτυγμένες οικονομίες η περιουσία στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη χρηματοοικονομική απόφαση, καθ' ύλην λανθασμένη αποτίμηση τη εκθίσει σε χρηματοοικονομικό κίνδυνου μεγλή μερδα εμπλεκόμενων πλευρών πω τι τραπεζέ που χρησιμοποιούν την περιουσία ως ενχυρο για την εκταμείωση δανείων, του μετχου εταιρειών οι οποίοι ενδιαφέρονται για την ακριβέστερη αποτίμηση τη περιουσία του στη οικονομική κατάσταση των εταιρειών του, αγοραστ ακινήτων, του μελλοντικού συνταξιοχου που ενδιαφέρονται για τι αποταμίεσει του που διαχειρίζονται απ funds αλλά και ολκλήρε οικονομεί οι οποίε βασίζονται σε σταθερ τραπεζικ συστήματα⁹⁰.

⁸⁹ Aswarth Damodaran Investment Valuation, (2005), «Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles>)

⁹⁰ Gilbertson Barry, Duncan Preston, (2005), «A vision for valuation», Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23, No 2, pp 123 - 140

Οι επενδυτές πάντως προκρίνουν να λάβουν μια απόφαση σχετικά με το ενθά πρέπει να αγοράσουν, να πουλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικό τίτλο, μια οικονομικό μονόδομο, χρησιμοποιώντας επενδυτικό αριθμοδείκτη. Το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών αριθμοδεικτών συσχετίζεται με την τρέχουσα τιμή των μετοχών, μια οικονομικό μονόδομο με κατάμετο μεγέθη του Ισολογισμού και τη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Η παραπάνω συσχέτιση αποδεικνύεται χρήσιμη, απειρακτική ποσότητα, μια και οι τιμές που αναφέρονται στην χρηματιστηριακή αγορά αφορούν χι τα συνολικά μεγέθη της οικονομικό μονόδομο, αλλά τη συγκεκριμένη μετοχή^{91,92}. Σύμφωνα με το Miller M. & Modigliani F.⁹³ η μερισματική πολιτική μα επιχέρηση δεν θα πρέπει να συνδέεται με την τρέχουσα απόμηση της αγοράς δεδομένη τη επενδυτική πολιτική που υιοθετεί.

4.2. Επενδυτικό Αριθμοδείκτη

Τα κριτήρια μετοχική επιχέρηση είναι να από του σπουδαιότερου δείκτη που χρησιμοποιούνται στην χρηματοοικονομική

⁹¹ Νικτα Α, Νίρχο (1997), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Σταμόλη, Αθήνα, Σελ: 179

⁹² Yoo Y., (2006), «The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples», Review of Accounting and Finance, Vol. 5, No. 2

⁹³ Merton H. Miller and Franco Modigliani, (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», Vol. 34, No 4, pp 411 - 433

αν λυση, αλλ συγχρνω εναι και ο πιο παραπλανητικ . Ο υπολογισμ των κερδ ν αν μετοχ μια επιχερηση, βρσκειται αν διαιρεθε το σνολο των καθαρ ν κερδ ν τη χρσεω, με τον μσο αριθμ των μετοχ ν που ταν σε κυκλοφορα κατ τη διρκεια αυτ . Η σχη υπολογισμο του αριθμοδεκτη εναι Κερδ ν αν Μετοχ (Earnings Per Share) εναι⁹⁴:

$$\text{Κέρδη Ανά Μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών Χρήσεως}}{\text{Μέσος Αριθμός Μετοχών σε Κυκλοφορία}} \quad (\sigma \chi. \ 4.1)$$

Ο αριθμοδεκτη αυτ δεχνει το ψο των καθαρ ν κερδ ν που αντιστοιχε σε κθε μετοχ τη επιχερηση και επηρεζεται σο απ το συνολικ ψο των κερδ ν σο και απ τον αριθμ των μετοχ ν τη . Διαφορ στα κρδη αν μετοχ μεταξ των επιχειρσεων εναι δσκολο να ερμηνευτο ν γιατ, λε οι επιχειρσει δεν χουν τον διο αριθμ μετοχ ν.

Ο δεκτη των κατ μετοχ κερδ ν μια επιχερηση παρχει μια νδειξη του ποσοστο των κερδ ν που μοιρζονται στου μετχου και αυτο που παρακρατεται απ τη ν επιχερηση με τη μορφ αποθεματικ ν. Αυτ εναι και ο λογο για τον οποο ο υπολογισμ του ψου του κατ μετοχ μερσματο αποτελε ναν πολ χρσιμο δεκτη. Το μρισμα αν μετοχ υπολογζεται, εν διαιρεθε το σνολο των διανεμμενων

⁹⁴ Νικτα Α, Νιρχο (1997), «Χρηματοοικονομικ Αν λυση Λογιστικ ν Καταστ σεων», Εκδσει Σταμολη, Αθ να, Σε λ: 180 – 182

κερδών (μερισμάτων) τη χροσέω, με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μερίσμα. Δηλαδή ο δεκτη Μρίσμα Αν Μετοχ (Dividend Per Share), υπολογίζεται ως εξ⁹⁵:

$$\text{Μέρισμα Ανά Μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε Κυκλοφορία}} \quad (\sigma \chi. 4.2)$$

Προκειμένου να γίνουν συγκρισιμών κατμετοχ μερισμάτων με τα αντιστοιχα στοιχεα προηγούμενων χροσέων, θα πρέπει να λαμβνεται υπψη η τυχοσα διανομ δωρεν μετοχών, που προρχονται απ κεφαλαιοποισει κερδών, αποθεματικν και υπεραξα παγών στοιχεων, καθ και τυχν καττμηση (split) συμπτυξη μετοχών (reverse split). Σε λε αυτ τι περιπτσει και προκειμένου τα στοιχεα να καταστον συγκρισιμα, θα πρέπει να γνεται προσαρμογ των μερισμάτων των προηγόμενων χροσέων με βση τον αριθμ των μετοχών τη τελευταα χροσέω.

Η τρχουσα μερισματικ αποοση δεχνει την αποοση που απολαμβνουν οι επενδυτ απ τα μερσματα των μετοχών που χουν επενδσει τα κεφλαι του και υπολογζεται αν διαιρεθε το μρίσμα αν μετοχ με την τιμ τη μετοχ που διαπραγματεεται στο

⁹⁵ Νικτα Α, Νιρχο (1997), «Χρηματοοικονομικ Ανλυση Λογιστικν Καταστσεων», Εκδσει Σταμολη, Αθνα, Σελ: 186 – 187

Χρηματιστήριο. Ο δεκτη υπολογίζεται ως εξ⁹⁶:

$$\text{Τρέχουσα Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής στο Χρηματιστήριο}} \quad (\sigma \chi.$$

4.3)

Η μερισματική απόδοση δεχνει το ποσο συμφρουσα εναι η επνδυση σε μετοχ μια δεδομνη επιχερηση, ταν κποιο τι αγορσει σε μια δεδομνη στιγμ στην τρχουσα χρηματιστηριακ του αξα. σο μεγαλύτερη εναι η μερισματική απόδοση μια μετοχ τσο πιο ελκυστικ εναι και η μετοχ για του επενδυτ. Η συγκριση τη μερισματική απόδοση μια επιχερηση με τη μερισματική απόδοση των λλων επιχειρσεων, δεχνει τη σχετικ σπουδαιτητα αυτ. Οι μερισματικ αποδσει διαφρων επιχειρσεων παρουσιζουν σημαντικ διαφορ μεταξ του και αυτ μια και το ψο των μερισμ των που καταβλει η κθε μια εξαρται απ τη μερισματικ πολιτικ που ακολουθε.

Η εσωτερικ αξα μια μετοχ βρσκεται εν διαιρεθε το σνολο των ιδων κεφαλαων μια επιχερηση, με τον αριθμ των μετοχ ν τη που βρσκοντα σε κυκλοφορα για την δια δεδομνη χρονικ στιγμ. Δηλαδ⁹⁷:

⁹⁶ Κ ν τ ζ ο Κ. (2002), «Α ν λ υ σ η Χ ρ η μ α τ ο ο ι κ ο ν ο μ ι κ ν Κ α τ α σ τ σ ε ω ν», Εκδσει Interbooks, 3^η κδοση, Αθνα, Σελ: 145 - 146

⁹⁷ Ευθμογλου Π. (1999), «Θματα Χρηματοοικονομικ Διοκηση», Εκδσει Σταμολη, Πειραι, Σελ: 115

$$\text{Εσωτερική Αξία Μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε Κυκλοφορία}} \quad (\sigma \chi.)$$

4.4)

Αυτ ο αριθμοδεκτη δεχνει το καττατο αποδεκτ εππεδο τη αξα τη μετοχ , για τη αξα των περιουσιακ ν στοιχεων αναφρεται σε ιστορικ τιμ και δεν ανταποκρνονται σ τι τρχουσε τιμ του . Επιπλον , η συνολικ αξα τη επιχερηση προσδιορζεται , σε ορισμνε περιπτσει , χι μνο απ τα υλικ περιουσιακ τη στοιχεα αλλ και απ τα υλα τα αφαν περιουσιακ τη στοιχεα , πω εναι φμη και η πελατεα , η τεχνογνωσα κλπ. , τα οποα καθορζουν και τη μελλοντικ τη κερδοφορα .

4.3. Αποτμηση στη Βση Στοιχεων

Ενεργητικ ο (Asset Based Valuation)

Η αποτμηση στη βση των στοιχεων του Ενεργητικ ο (Asset Based Valuation) αναπχθηκε σε αρχικ στδιο βοηθ ντα στην εξλιξη των μεθδων αποτμηση . Θεωρεται πλον πω αποτελε απλουστευμνη μορφ αποτμηση , καθ δεν εναι εκολο να εφαρμοστε σμερα λγω του σνθετου των περιπτσεων στο υφιστμενο περιβλλον των επιχειρσεων .

4.3.1. Book Value

Η μέθοδος «Book Value» (Λογιστική Αξία), αποτελεί μια απτιπλόν χρησιμοποιομενε μεθόδου αποτμηση. Συμφωνά με την εν λόγω μέθοδο, η αξία μια επιχερηση ισοται με το σνολο των ιδων κεφαλων που εμφανζονται στον ισολογισμ μια επιχερηση. Ειδικτερα, η λογιστικ αξία (Book Value) μια επιχερηση δνεται απ την ακλουθη σχση⁹⁸:

$$\text{Firm Value} = \text{Book Value of All Assets} \quad (\sigma\chi.$$

4.5)

Ο προσδιορισμ της αξία μια επιχερηση με τη μέθοδο Book Value χει ορισμενε σημαντικατλειε. Μια απ αυτ εναι τι η μέθοδο στηρζεται κυρω σε ιστορικ δεδομνα, αγνοντα τσο τη μεταβλητ που αφορ στο μλλον, αλλ και τον παργοντα του κινδνου. Εψη, η μέθοδο αυτ υπκειται και στι ατλειε που χουν οι λογιστικ καταστσει, οι οποε συνθω χουν αρκετε λατματα και παρλληλα μπορον να υποστον και παραποισει με αποτλεσμα η λογιστικ αξία (Book Value) πολλ φορ να μην συμπτει με την αγοραα αξία τη επιχερηση (Market Value).

⁹⁸ Freeman R.N. (1994), «Empirical Research in Accounting: Market Value, Book Value and Earnings», Asset Valuation S.A. Butler ed. University of Oklahoma, The Center for Economic and Management Research

4.3.2. Adjusted Book Value

Η μθοδο «Adjusted Book Value» (Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία) ασχολείται κυρω με την αποτιμηση των εισηγμων στο χρηματιστριο επιχειρησεων, που η αξια του προκπει απο ιστορικ κστο των συνολικ ν ιδων κεφαλαων, συμπεριλαμβανομων και των αποθεματικ ν τη τελευταα διαθσιμη οικονομικ περιδου. Τα συνολικ δια κεφλαια αναμορφ νονται βσει των παρατηρησεων των ορκωτ ν λογιστ ν, πω εναι για παρδειγμα η αφαρηση ενδεχμενων αρνητικ ν υπεραξι ν, προβλψων για επισφαλε απαιτσει, αμφισβητομενων οφειλ ν τη επιχειρηση, κλπ. Η συγκεκριμνη μθοδο αποτιμηση τη αξια μια επιχειρηση δεν λαμβνει υπψη τη λα εκενα τα υλα στοιχεια τη επιχειρηση (Goodwill), τα οποα εναι το brand τη εταιρεα στον κλδο, η ικαντητα που χει η εταιρεα να δημιουργε μελλοντικ κρδη, κλπ⁹⁹.

Μσα απο τη μθοδο «Adjusted Book Value» (Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία), δναται να ξεπερασθον λε εκενε οι ατλειε που υπρχουν του υπολογισμο και οι οποοι στηρζονται σε δεδομνα προερχμενα απο λογιστικ καταστσει. Με τον τροπο αυτ γνεται μια προσπεια για μια σοτο δυνατ ν πιο αντιπροσωπευτικ προσγγιση

⁹⁹ Fernandez P., (2009), «Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories», previous version: Managerial Finance, Vol. 33, No. 11, pp 853-876

τη πραγματική αξία της επιχείρησης. Η προσαρμογή των στοιχείων του ενεργητικού του ισολογισμού σχετίζεται με την αποτίμηση εκενών των στοιχείων που Ισολογισμό που αφορούν στην αγορά του αξία. Αυτ σημαίνει πρακτικ τι η αξία των συνολικ ν ιδων κεφαλαων που προκπτει απ του υπολογισμο χει υποσ τε μια ισποση προσαρμογ στην αξία τη αγορ .

4.3.3. Liquidation Value

Η μθοδο «Liquidation Value» (Αξία Ρευστοποίηση) χρησιμοποιείται κυρω σε εταιρεε που διαθ τουν πγια περιουσιακ στοιχεα με σημαντικ αξία, τα οποα εναι διακριτ και μπορο ν να πουληθ ον χωριστ το κθε να. Αξία ρευστοποίηση θεωρεται η αξία που η αγορ θα εχε τη διθεση να πληρσει προκειμ νου να αποκτσει τα περιουσιακ στοιχεα τη επιχερηση, εν αυτ γιν ν τουσαν αντικεμενο πληση σμερα. Γενικ , η αξία ρευστοποίηση μια επιχερηση θα προκψει εν πουληθ ον λα τα περιουσιακ στοιχεα τη επιχερηση, ετε αν κουν στο πγιο ενεργητικ , ετε αν κουν στο κυκλοφορο ν ενεργητικ και εν εξοφληθ ον λε τι οι υποχρεσει ¹⁰⁰.

Παρ το γεγον τι η χρση αυτ τη μεθδου αποτμηση περιορ ζεται σε εκνε τι

¹⁰⁰ Aswath Damodaran Investment Valuation, (2005), «Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>)

περιπτώσει που σχετίζονται με την εξαγορά μια επιχείρηση, με απτεροσκοπτή ρευστοποίηση τη σε μελλοντικό χρόνο, ακμή και την περπτωση που η επιχείρηση παρ ουσιζει ζήμι και δεν υπάρχει μελλοντικό προοπτικό κερδόν, η αξία της ρευστοποίηση εκφρζει την ελχιστή αξία της επιχείρησης. Αυτ ισχει μια και η αξία μια επιχείρηση που λειτουργε και δραστηριοποιετα και η οποα εξακολουθε να συνεχζει τη δραστηριτητη τη σε κανονικ ρυθμό, εναι πντοτε υψηλτερη απτην αξία εν η επιχείρηση αυτ ρευστοποιηθε.

4.3.4. Replacement Cost

Η μθοδο Replacement Cost (Αξία Αντικατάσταση), υποδηλνει εκενητην επνδυσση που απαιτεται για τη δημιουργα μια επιχείρηση, η οποα θα διαθτει εκενα τα χαρακτηριστικ και εκενε τι συνθε λειτουργα, πω εκενη η εταιρεα η οποα πρκειται να ελεγχθε και να αποτιμηθε. Η μθοδο αυτ εκτιμ το κστο που θα απαιτηθε στε να αντιγραφον να αντικατασταθον εκενα τα πγια περιουσιακ στοιχεα τα οποα χρησιμοποιε η συγκεκριμνη επιχείρηση, λαμβνοντα μω

υπψη και την τεχνολογική εξέλιξη και απαξίωση¹⁰¹.

Για τον υπολογισμό της Αξία Αντικατάσταση δεν λαμβάνεται υπψη η αξία των πγίων περιουσιακών στοιχείων, τα οποία χουν ενεργό συμμετοχή στη λειτουργία της επιχείρησης. Γενικά, υπάρχουν τρεις τποια αξία αντικατάσταση:

Gross Substantial Value: είναι η αξία των πγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρεία τα οποία αποτιμνται σε τρχουσε τιμή (market prices).

Net or Corrected Substantial Value: η Καθαρή Αξία Αντικατάσταση υπολογίζεται μετ την αφάρεση των υποχρεώσεων της επιχείρησης, απ την μικτή αξία αντικατάσταση (Gross Substantial Value).

Reduced Gross Substantial Value: είναι η Μικτή Αξία Αντικατάσταση αφάιρντα την αξία των βραχυπρθεσμών και μακροπρθεσμών υποχρεώσεων που χει η επιχείρηση προτρου.

4.4. Τποδεγμάτα Προεξφληση

Μερισμτων

Σμφωνα με τον M. J. Gordon¹⁰² είναι δυνατν να γνουν τρεις διαφορετικ υποθσει που

¹⁰¹ Fernandez P., (2009), «Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories», previous version: Managerial Finance, Vol. 33, No. 11, pp 853 - 876

¹⁰² Gordon M. J., (1959), «Dividends, Earnings and Stock Prices», The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No 2, Part 1 (May 1959), pp 99 - 105

σχετίζονται με τα λγo για τον οποo πληρνει να επενδυτ κατ την αγορ μα μετοχ . Εξετ ζεται λοιπν, αν πληρνει για τα μερσματα και τα κρδη τη μετοχ μνο για τα μερσματα μνο για τα κρδη.

4.4.1. Βασικ Μοντλο Προεξ φληση

Μερισμ των

Οι αμοιβ που λαμβνουν οι μτοχοι των επιχειρσεων χουν την μορφ μερισμ των. Η αξα των Μερισμ των ισοται με την παροσα αξα των μελλοντικν καταβληθντων μερισμ των, η οποα προκπτει απ τη σση:

Αξία Μερισμάτων = Παρούσα Αξία μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων

(σ χ.

4.6)

Συμβολ ζοντα με DIV, το μρισμα που αποδδετα σε δεδομνη χρονικ στιγμ και με r_e το σχετικ προεξοφλητικ επιτκιο, ττε η σση που αποτυπθηκε ανωτρω θα λβει την εξ μορφ ¹⁰³:

$$\text{Αξία Μερισμάτων} = \frac{DIV_1}{(1+r_e)} + \frac{DIV_2}{(1+r_e)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r_e)^3} + \dots \quad (\sigma \chi. 4.7)$$

Σμφωνα με τον τπο αυτ τη αξα των μερισμ των, οι επιχειρσει και η λειτουργα του τενουν να εκτενονται στο διηνεκ . Επειδ μω στι πραγματικ

¹⁰³ Artikis P., Sorros J. (2005), «Portfolio Performance & Investment Strategies – The Case of the Athens Stock Exchange», pp. 1 – 13

οικονομεί, οι εταιρείες είτε εξαγορίζονται είτε συγχωνεύονται είτε χρεοκοπούν, σε αυτή τη περίπτωση οι μτοχοί λαμβάνουν να υπολειμματικό μρισμα, επ των μετοχ ν που χουν στην κατοχ του. Η απ δωση r_e επ τη καθαρ θση δ ναται να εκτιμηθε με τη χρση μια εκ των κτωθι μεθ δων:

1. Μοντλο Σταθερ Αξηση των Μερισμ των
(*Constant Growth Model*)

Ο τπο που χρησιμοποιείται στο συγκεκριμνο μοντλο για τον υπολογισμ τη απ δωση τη καθαρ θση εναι:

$$r_e = \frac{DIV_1 + g}{P_0}$$

(σ χ. 4.8)

που:

□ g : το ποσοστ σταθερ αξηση των μερισμ των

□ DIV_1 : τα μερσματα που πρκειται να καταβληθον τον επμενο χρνο, τα οποα εναι σα με $DIV_1 = DIV_0 * (1+g)$

□ P_0 : η τρχουσα τιμ τη μετοχ

2. Μοντλο Αποτμηση Κεφαλαιουχικ ν
Στοιχεων

Σμφωνα με το μοντλο αυτ, η προσδοκμενη απ δωση απ του επενδυτ εναι ση με το θροισμα τη απαλλαγμνη απ τον κνδυνο απ δωση και μια απ δωση αν λογη του

κινδύνου που αναλαμβάνουν απ την τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε μετοχή επιχείρηση ως αποζημίωση. Αυτή αμοιβή κινδύνου υπολογίζεται πολλαπλασιζόντα το συντελεστή beta (β) της μετοχής εταιρεία με την αμοιβή κινδύνου της αγορά για μία μιση επένδυση. Κατ συνέπεια, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής επιχείρηση δίνεται απ την ακόλουθη σχέση¹⁰⁴:

$$r_e = R_F + \beta(R_M - R_F) \quad (\text{σ.χ.}$$

4.9)

που:

- R_F : η απόδοση χωρίς κίνδυνο
- R_M : η αναμενόμενη απόδοση της αγορά
- $R_M - R_F$: η αμοιβή κινδύνου της αγορά
- β : το βήτα (beta) της μετοχής
- $\beta (R_M - R_F)$: η αμοιβή κινδύνου της μετοχής επιχείρηση

4.4.2. Τπδειγμα Gordon Growth Model

Σμφωνά με το μοντέλο προεξοφλητικών μερισμάτων (Gordon Growth Model), η αξία μιας μετοχής είναι συνάρτηση των αναμενόμενων

¹⁰⁴ Seoki Lee - Arun Upneja, (2007), «Is the Capital Asset Pricing Model (CAPM) the best way to estimate cost - of equity for the lodging industry?», Temple University, Philadelphia, Pennsylvania, U.S.A., pp. 1 - 14

μερισμάτων απ του μετχου και του ρυθμo
ανπτυξη των μερισμάτων. Ειδικτερα¹⁰⁵:

$$\text{Αξία Μερισμάτων} = \frac{\text{DIV}_1}{(r_e - g)} \quad (\text{σ χ. 4.10})$$

που το g συμβολζει το ρυθμo ανπτυξη των
μερισμάτων στο διηνεκ. Γενικτερα, η
ανωτροω σχση υπολογζει την αξα μια
μετοχ προεξοφλντα τα μελλοντικ
μερσματα τα οποα θα πληρσει στο
μετχου, με να επιτκιο προεξφληση σο με
την απδοση που απαιτονοι μετοχοι και το
οποο παραμνει σταθερ. Σμφωνα με το
υπδειγμα Gordon Growth Model, η μερισματικ
πολιτικ μια επιχερηση εναι σε συνρτηση
με την τιμη τη μετοχ τη επιχερηση, η
οποα ισοται με την μειωμνη αξα των
μελλοντικ ναναμενμενων μερισμάτων¹⁰⁶.

Αν και αυτ το μοντλο χει χρησιμοποιηθε
και εξακολουθε να χρησιμοποιεται κατ
κρον σε πολυριθμα εκπαιδευτικ και μη
εγχειρδια, εντοτοι, η παρξ του εναι
σχετικ προσφατη και χει τι ρζει τη στο
το 1957 και συγκεκριμνα στου D. Durand και M.
Gordon. Ειδικτερα, ο D Durand ταν αυτ που
παρατρησε προ το τι ταν γνεται αποτμηση
των μετοχ ν σμφωνα με την αξα των
μερισμάτων, αυτ δεν αποτελε τποτα
περισστερο απ μια παραλλαγα του

¹⁰⁵ Damodaran A., (2002), «Investment Valuation», 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York

¹⁰⁶ Michael Brennan, (2010), «A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon valuation Model», American Finance Association, pp. 1116 - 1117

παρadoxου τη Αγία Πετροπολη¹⁰⁷. Από την άλλη πλευρά, ο M. Gordon ταν αυτ που φρντισε για τη διδωση του ενλγωμοντλου, δνοντ του μλιστα και τον ττλο με το νομ του. Παρ το γεγον τι το μοντλο ανπτυξη του Gordon αποτελε μια σχετικ απλ προσγγιση στην αποτμηση τη καθαρ θση μια επιχερηση, εντοτοι η χρση τη περιορζεται σε ορισμνε μνο απ αυτ, που χουν ω χαρακτηριστικ γνρισμα την σταθερ ανπτυξη στο διηνεκ¹⁰⁸.

Αυτ που χει ιδιατερη σημασα για του μετχου τη επιχερηση ενα να εισπρτουν μερσματα και μλιστα τα μερσματα αυτ να ενα στο δυνατ νψηλτερα. Το μοντλο του Gordon Growth προποθει τι μια επιχερηση θα βρσκεται σε μια σταθερ κατσταση και τα μερματα τη θα μεγαλνουν με ναν ρυθμ, ο οποο θα μπορε να διατηρεται σταθερ σε ολκληρη τη διρκεια λειτουργα τη επιχερηση. Σε καμα περπτωση μω, αυτ ο ρυθμ αξιση των μερισμτων δεν θα πρπει να ενα μεγαλτερο απ την απαιτομενη αποση απ του μετχου τη επιχερηση. Μελλα λγια θα πρπει, να ισχει τι $r_e > g$, καθ εψη θα πρπει να ενα μικρτερο σο με το ρυθμ ανπτυξη τη οικονομα.

¹⁰⁷ <http://plato.stanford.edu/entries/paradox-stpetersburg>

¹⁰⁸ Aswarth Damodaran, (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», pp. 11

Το μοντέλο Gordon Growth είναι ιδιαίτερα ελκυστικό για εκείνες τις επιχειρήσεις οι οποίες αναπτύσσονται με ρυθμό που τενούν προ του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας (Α.Ε.Π.) και αποδίδουν υψηλά μερίσματα, ακολουθώντας την πολιτική μερισμάτων που σκοπεύουν φυσικά να χουν και στο μέλλον. Η σημαντικότητα του ρυθμού ανάπτυξης αλλά και ο καθορισμός του μπορεί να χει εσφαλμένα αποτελέσματα, τάντα στοιχεία και οι αναλσει που γνόνται δεν στηρίζονται σε αληθ γέγοντα. Αυτ είναι και ο λόγος για τον οποίο θα πρέπει το ποσοστ διανομ των κερδν να είναι σε απλυτη αρμονα με την ννοια τη κατασταση σταθερτητα. Αλλι ελλοχεει ο κνδυνο υποεκτιμηση τη αξα τη μετοχ τη επιχειρηση.

4.4.3. Τπδειγμα Προεξφληση

Μερισμάτων Δυο Σταδων

Στο υπδειγμα προεξφληση μερισμάτων Gordon Growth αναφρθηκε τι ο ρυθμ ανάπτυξης τη επιχειρηση θα πρπει να συμβαδζει με το ρυθμ ανάπτυξης τη οικονομια. Στην περπτωση μω κατ την οποα υπρχει μια απκλιση μεγαλυτερη απ 1% - 2% ακμη και μεγαλυτερη απκλιση απ το κστο του μετοχικο κεφαλαου, ττε θα πρπει να γνει χρση του υποδεγματο προεξφληση δυο σταδων. Η χρση του υποδεγματο αυτο

γνεται για να εκφραστεί με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο η υπερβλλουσα αυτανπτυξη.

Το υπδειγμα των δυο σταδων περιλαμβνει να αρχικ στδιο με υψηλ ανπτυξη ηεν και να δετερο στδιο, κατ το οποο η επιχερηση διακρνεται απ μια σταθερτητα με ρυθμ ανπτυξη μακροχρονια διρκεια¹⁰⁹.

$$\text{Αξία Μετοχής } (P_0) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+K_{e,hg})} + \frac{P_n}{(1+K_{e,hg})^n} \quad (\sigma \chi .$$

4.11)

που $P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,hg} - g_n)}$ με του επιμρου παργοντε να αναλωνται ω ακολοθω :

- DPS_t : αναμενμενα μερσματα αν μετοχ περιδουτ
- K_e : κστο ιδων κεφαλαων απαιτομενη αποση μετοχ ν
- P_n : τιμ στο τλο του του n
- g : υψηλ ρυθμ ανπτυξη για τα προτα n χρονια
- g_n : σταθερ διηνεκ ρυθμ ανπτυξη μετ απητη

Στο παρν υπδειγμα ισχουν οι διοι περιορισμο με το μοντλο Gordon Growth, αναφορικ με τον ρυθμ ανπτυξη (g_n : ρυθμ ανπτυξη σταθερ φση) οποο θα πρει να

¹⁰⁹ Damodaran A., (2002), «Investment Valuation», 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York

ε να ι σ υ γ κ ρ σ ι μ ο μ ε τ ο ν ο ν ο μ α σ τ ι κ ρ υ θ μ
α ν π τ υ ξ η τ η ο ι κ ο ν ο μ α .

Ε π ι π ρ ο σ θ τ ω , ο δ ε κ τ η δ ι α ν ο μ μ ε ρ ι σ μ τ ω ν
π ρ π ε ι ν α ε ν α ι σ υ ν ε π μ ε τ ο ν ε κ τ ι μ μ ε ν ο
ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η . Ε ι δ ι κ τ ε ρ α , σ τ η ν π ε ρ π τ ω σ η
κ α τ τ η ν ο π ο α ο ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η α ν α μ ν ε τ α ι
ν α π α ρ ο υ σ ι σ ε ι σ η μ α ν τ ι κ π τ σ η μ ε τ τ η ν
α ρ χ ι κ φ σ η τ η ε ξ χ ο υ σ α α π δ ο σ η , τ ο
π ο σ ο σ τ π λ η ρ ω μ μ ε ρ ι σ μ τ ω ν θ α π ρ π ε ι ν α
ε ν α ι υ ψ η λ τ ε ρ ο σ τ η σ τ α θ ε ρ φ σ η α π τ ο
α ν τ σ τ ο ι χ ο π ο σ ο σ τ σ τ η ν α ρ χ ι κ φ σ η τ η
υ π ε ρ β λ λ ο υ σ α α ν π τ υ ξ η . Ε ξ λ λ ο υ , μ α
ε π ι χ ε ρ η σ η σ τ α θ ε ρ α ν π τ υ ξ η χ ε ι τ η
δ υ ν α τ τ η τ α ν α κ α τ α β λ λ ε ι μ ε γ α λ τ ε ρ ο
π ο σ ο σ τ τ ω ν κ ε ρ δ ν τ η σ ε μ ε ρ σ μ α τ α α π τ ι
μ α α ν α π τ υ σ σ μ ε ν η . ν α τ ρ π ο γ ι α ν α
υ π ο λ ο γ ι σ τ ε τ ο ν ο π ο σ ο σ τ δ ι α ν ο μ κ ε ρ δ ν
ε ν α ι μ σ ω θ ε μ ε λ ι ω δ ν μ ε γ ε θ ν .

Μ ε β σ η τ η θ ε ω ρ α α υ τ ο α ν α μ ε ν μ ε ν ο ρ υ θ μ
α ν π τ υ ξ η π ρ ο ρ χ ε τ α ι α π τ ο π ο σ ο σ τ τ ω ν
κ ε ρ δ ν π ο υ π α ρ α κ ρ α τ ο ν τ α ι κ α ι
ε π α ν ε π ε ν δ ο ν τ α ι σ τ η ν ε π ι χ ε ρ η σ η σ ε
σ υ ν δ υ α σ μ μ ε τ η ν α π δ ο σ η τ ω ν ι δ ω ν
κ ε φ α λ α ω ν .

Αναμενόμενη Ανάπτυξη = Ποσοστό Παρακράτησης + Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων

(σ χ .

4.12)

Ε ν λ η φ θ ε υ π ψ η τ ι τ ο π ο σ ο σ τ π α ρ α κ ρ τ η σ η
κ ε ρ δ ν ι σ ο τ α ι μ ε τ η δ ι α φ ο ρ τ ο υ π ο σ ο σ τ ο

διανομή κερδών απ τη μονάδα και τι το ποσοστό διανομή κερδών ισοται με το λόγο των μερισμάτων αν μετοχ προ τα κρδη αν μετοχ, ττε ο ρυθμ τη αναμεν μενη αν πτυξη δνεται απ τον τπο:

$$g = \left(1 - \frac{DPS}{EPS}\right) \cdot ROE \quad (\sigma \chi.$$

4.13)

Συνακ λουθα με το κριτριο τη σταθερ τητα, ωστσο, οφελουν να ενα και τα λοιπ χαρακτηριστικ τη επιχερηση πω για παρδειγμα ο συντελεστ beta αλλ και η απδοση των ιδων κεφαλων (Return On Equity - R.O.E.).

Τρα εναι εκενα τα χαρακτηριστικ προβλματα που συνιστον περιορισμο του μοντλου προεξ φληση δυο σταδων, εκ των οπων τα δοπρα αφορον σε λατα μοντλα που εμπεριχουν δοφσει στη διαδικασα αποτμηση του εν, το τρτο αποτελε ιδιαιτερ τητα του μοντλου προεξ φληση μερισμων.

Οπρτο περιορισμ χει να κνει με τη χρονικ οριοθ τηση τη πρτη περιδου, δηλαδ τη φση τη ασυνθου αν πτυξη.

Εναι προφαν τι σο αυξνεται το διστημα τη πρτη φση τσο αυξνεται και η αξα τη επνδυση τη μετοχ.

Ο δετερο περιορισμ αφορ στην απτομη μετπτωση απ τον υψηλ ρυθμ αν πτυξη στο τλο τη πρτη φση στον

αισθητή χαμηλότερο και σταθερό ρυθμό στην αρχική δευτερογενή φάση. Είναι ρεαλιστικότερο να υποτεθεί ότι η μεταβολή από τον υψηλό σε σταθερό χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης θα γίνει σταδιακά σε κάποιο βήμα χρόνου.

να επιπλέον περιορισμό που ανακπτεεί είναι από την μεγάλη εξάρτηση του μονταλου από τα μερσματα. Κατ'αυτον τον τροπο υποεκτιμώτι μετοχική επιχειρήσεων που δνουν μικρτερο ποσοστων κερδων του σε μερσματα στε να επενδουν τα υπλοιπα κρδη ναντι άλλων μετοχων που πρττουν αντιστροφα.

Σε κθε περίπτωση το μονταλο δοστων βρσκει πολκαλεφαρμογή σε επιχειρήσει που βρσκονται σε φση ιδιαίτερα υψηλο ρυθμο ανάπτυξης που αναμνεται να τον διατηρσουν για κποια περοδο στερα από την οποα θα πσουν σε φση σταθερ ανάπτυξη. Τλο, το υπδειγμα των δυο στων ενδεκνυται χαρακτηριστικ για επιχειρήσει που παρουσίζουν χαμηλο ρυθμο ανάπτυξης στην αρχική φση καθ και για εταιρεε των οποων η μερισματικ πολιτικ υπαγορεεί τη διανομή του μεγαλτερου μρω των υπολειμματικν ταμιακν ρων ω μερσματα.

4.4.4. Τπδειγμα Η

Το παρ ν υπδειγμα αναπτχθηκε απ του Fuller και Hsia το 1984, σε μια προσπθεια να δοθε μια λση στο πρβλημα τη απτομη μεταβολ του ρυθμο ανπτυξη που διατυπθηκε κατ την εξταση του υποδεγματο προεξφληση των δυο σταδων. Το υπδειγμα Η χαρακτηρζεται και αυτ με τη σειρ του ω να μοντλο δυο σταδων, αλλ σε αντθεση με το προγενστερο μοντλο (Τπδειγμα Προεξφληση Μερισμτων 2 Σταδων), στηρζεται στην υπθεση τι ο ρυθμ αξιση των κερδν αρχζει απ να υψηλ εππεδο (g_a) κατ τη διρκεια τη πρτη περιδου εξαιρετικ ανπτυξη και στη συνχεια μεινεται γραμμικ κατ την περοδο τη υπερβλλουσα ανπτυξη, στε στη συνχεια να επλθει μια σταθερτητα στο τλο τη σε σταθερ ποσοστ αξιση (g_a). Μια ακμη απαρατητη προπθεση εναι τι τσο ο δεκτη διανομ των μερισμτων αν μετοχ, σο και εκενο του κστου κεφαλαου παραμνουν σταθερο καθ' λη τη διρκεια τη περιδου μεταβολν του ρυθμο ανπτυξη¹¹⁰. Ω κστο κεφαλαου ορζεται εκενο το διαθσιμο ποσ χρημτων κεφαλαου γενικ, το οποο μπορε να παραχωρηθε για τη διενργεια μια επνδυση. Ακμη ω κστο κεφαλαου μπορε να ορισθε και το κεφλαιο το οποο εναι δεσμευμνο σε μια επιχερηση.

¹¹⁰ Artikis P. «Relative Valuation and Fundamental Factors - The Case of Greek Listed Forms», University of Piraeus, working paper

Σ μ φ ω ν α μ ε τ ο υ π δ ε ι γ μ α Η, η α ξ α τ ω ν
 α ν α μ ε ν μ ε ν ω ν μ ε ρ ι σ μ τ ω ν π ρ ο κ π τ ε ι α π τ ο ν
 τ π ο :

$$P_0 = \frac{DPS_0 \cdot (1 + g_n)}{(ke - g_n)} + \frac{DPS_0 (g_a - g_n)}{(ke - g_n)} \quad (\sigma \chi .$$

4.14)

μ ε τ ο υ ε π ι μ ρ ο υ π α ρ γ ο ν τ ε ν α α ν α λ ο ν τ α ι
 ω α κ ο λ ο θ ω :

- P_0 : α ξ α α ν μ ε τ ο χ τ η ε π ι χ ε ρ η σ η
- DPS_t : μ ρ ι σ μ α α ν μ ε τ ο χ τ η ν π ε ρ ο δ ο τ
- ke : κ σ τ ο κ ε φ α λ α ο υ
- g_a : α ρ χ ι κ ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η
- g_n : σ τ α θ ε ρ ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η σ τ ο τ λ ο τ η
 α ρ χ ι κ π ε ρ ι δ ο υ

Π α ρ τ ο γ ε γ ο ν τ ι τ ο υ π δ ε ι γ μ α Η
 α ν τ ι μ ε τ ω π ζ ε ι σ ε υ ψ η λ β α θ μ τ ο π ρ β λ η μ α
 τ η α π τ ο μ η μ ε τ α β ο λ τ ο υ ρ υ θ μ ο α ν π τ υ ξ η ,
 ε ν τ ο τ ο ι δ ν α τ α ι ν α δ η μ ι ο υ ρ γ η θ ο ν ν ο ι
 π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ο . Ο ι π ε ρ ι ο ρ ι σ μ ο α υ τ ο
 σ χ ε τ ζ ο ν τ α ι , κ α τ π ρ τ ο ν μ ε τ ο τ ι ο ρ υ θ μ
 α ν π τ υ ξ η θ α π ρ π ε ι ν α α κ ο λ ο υ θ ε μ ι α
 γ ρ α μ μ ι κ μ ε ω σ η , σ τ η ρ ι ζ μ ε ν η σ τ ο ν α ρ χ ι κ
 ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η , σ τ ο ν σ τ α θ ε ρ ρ υ θ μ
 α ν π τ υ ξ η κ α ι σ τ ο χ ρ ν ο π ο υ δ ι α ρ κ ε η
 π ε ρ ο δ ο τ η ε ξ α ι ρ ε τ ι κ α ν π τ υ ξ η . Α υ τ η
 υ π θ ε σ η ε ν χ ε ι υ ψ η λ σ η μ α ν τ ι κ τ η τ α γ ι α τ η ν
 ε ρ υ θ μ η λ ε ι τ ο υ ρ γ α τ ο υ μ ο ν τ λ ο υ , μ ι α κ α ι
 τ υ χ ν α π ο κ λ σ ε ι τ ο υ ρ υ θ μ ο α ν π τ υ ξ η μ π ο ρ ε
 ν α δ η μ ι ο υ ρ γ ο υ ν π ρ ο β λ μ α τ α . Γ ι α

παρδειγμα, απτομε μεταβολ του ρυθμο ανπτυξη καθιστον πολ δσκολο τον υπολογισμ μια ορισμνη τιμ του δεκτη. Η δετερη υπθεση εναι τι ο δεκτη διανομ των κερδν παραμνει σταθερ σε λητη διρκεια των δυο φσεων και επηρεζει την αξιοπιστα του μοντλου, μια και καθ ο ρυθμ ανπτυξη μεινεται ο δεκτη διανομ των κερδν αυξνεται.

4.4.5. Τπδειγμα Προεξφληση

Μερισμ των Τρι ν Σταδων

Το μοντλο τη αποτμηση μετοχ ν τρι ν σταδων συνδυζει τα χαρακτηριστικ, τσο του μοντλου των δυο σταδων, σο και του μοντλου Η. Το υπψη μοντλο προβλει μια αρχικ περοδο υψηλ ανπτυξη, μια μεταβατικ περοδο που υπρχει φθων ρυθμ ανπτυξη και μια τρτη και τελικ περοδο που υπρχει μια σταθερ ανπτυξη στο διηνεκ. Δεν θτει περιορισμο αναφορικ με το δεκτη διανομ των κερδν και για το λογο αυτ θεωρεται το πιο γενικ μοντλο, συγκριτικ με τα υπλοιπα. Ο υπολογισμ τη αξα τη μετοχ γνεται με τον κτωθι τπο¹¹¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0 \cdot (1+g_a)^t \cdot \Pi_a}{(1+K_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_1} \frac{DPS_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \frac{EPS_{n_2} \cdot (1+g_n)^t \cdot \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n) \cdot (1+r)^n} \quad (\sigma \chi.)$$

4.15)

¹¹¹ Αρτκη Π. Γ. (2010), «Διαχεριση Αξα και Κινδνου», Εκδσει Interbooks, Αθνα, Σελ: 132 - 133

με του επιμρου παργοντε να αναλοντα ι
ω ακολοθω :

- EPS_t : κ ρ δ η α ν μ ε τ ο χ π ε ρ ι δ ο υ τ
- DPS_t : μ ε ρ σ μ α τ α α ν μ ε τ ο χ π ε ρ ι δ ο υ τ
- g_a : ρ υ θ μ α ξ η σ η σ τ η ν υ ψ η λ α ν π τ υ ξ η
- g_n : ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η σ τ η σ τ α θ ε ρ φ σ η
- Π_a : π ο σ ο σ τ δ ι α ν ο μ μ ε ρ ι σ μ τ ω ν σ τ η φ σ η
τ η υ ψ η λ α ν π τ υ ξ η
- Π_n : π ο σ ο σ τ δ ι α ν ο μ μ ε ρ ι σ μ τ ω ν σ τ η
σ τ α θ ε ρ φ σ η
- k_e : κ σ τ ο κ ε φ α λ α ο υ α π α ι τ ο μ ε ν η α π δ ο σ η
μ ε τ ο χ ν
- hg : π ε ρ ο δ ο υ ψ η λ α ν π τ υ ξ η
- t : μ ε τ α β α τ ι κ π ε ρ ο δ ο
- st : σ τ α θ ε ρ τ η τ α

Παρ το γεγον τι, το υπδειγμα των τρι ν
σταδων καταφρνει να εξαφανζει αρκετο
απ του περιορισμο που θ τουν λα τα
υπλοιπα μοντλα προεξφληση μερισμων,
εντοτοι απαιτε τη χρση μεγλου αριθμο
δεδομνων, μετατρποντα με τον τροπο αυτ
το υπδειγμα σε ναν τπο αρκετ επιρρεπ σε
λθο εκτιμσει δεδομνων. Παρ το γεγον
τι μπορε να υποππει σε λθη λγω αυτ
ακριβ τη υψηλ συγκντρωση δεδομνων, το
μοντλο θεωρεται τι εναι η ιδανικ μθοδο
αποτμηση για εκνε τι επιχειρσει οι

οποε εμφανίζουν διαχρονικ μεταβολ , τσο στο ρυθμ ανπτυξ του , σο και στο ποσοστ διανομ μερισμ των .

4.5. Τποδεγματα Τπολειμματικ

Ταμειακ Ρο

4.5.1. Τποδεγματα Τπολειμματικ

Ταμειακ Ρο Προ του Μετχου (FCFE)

4.5.1.1 Σγκριση FCFE - DDM

Τπρχουν τρα διαφορετικ υποδεγματα για τον υπολογισμ τη υπολειμματικ ταμειακ ρο προ του μετχου . Το πρτο υπολογζεται λαμβνοντα υπψη ναν σταθερ ρυθμ ανπτυξη των επιχειρσεων και επομνω βρσκονται σε μια κατασταση που χαρακτηρζεται απ σταθερτητα . Το δετερο υπδειγμα καθαρν ταμειακν ρον προ του μετχου εναι εκενο των δυο σταδων και χρησιμοποιεεται για να υπολογσει την αξα τη επιχειρηση , η οποα χει δυο στδια ανπτυξη . Τλο , το τρτο υπδειγμα καθαρν ταμειακν ρον προ του μετχου εναι εκενο των τρι ν σταδων και χρησιμοποιεεται για την αποτμηση τη αξα των επιχειρσεων οι οποε διρχονται απ τρα στδια ανπτυξη .

Αναφορική με το πρώτο υπόδειγμα, τη σταθερά ανάπτυξη, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου είναι συνάρτηση των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών προ του μετχού για την επόμενη περίοδο, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξη και τη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούν οι μτοχοί τη επιχέρηση. Η ανώτερη διατήρηση αποτυπώνεται απ την ακλουθη σχέση¹¹²:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{(K_e - g_n)} \quad (\sigma \chi. 4.16)$$

με του επιμρου παργοντε να αναλονται ω ακολοθω :

- P_0 : τρχουσα τιμ μετοχ
- $FCFE_1$: αναμενμενε καθαρ ταμειακ στο μτοχο την επμενη περοδο
- K_e : κστο ιδων κεφαλαων τη επιχέρηση
- g_n : ρυθμ ανάπτυξη των αναμενμενων καθαρων ταμειακν ροων (FCFE) τη επιχέρηση στο διηνεκ.

Το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών σταθερά ανάπτυξη προ του μετχού χει πολλομοιτητε με το μοντλο προεξφληση μερισμτων Gordon Growth, τσοω προτιυποθσει σο καιω προ του περιορισμο. Σεσχση με το μοντλο Gordon Growth, ο ρυθμ ανάπτυξη βρσκεται εντ φυσιολογικν ορων

¹¹² Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31

και επηρεάζεται θετικά, από τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, εν τη όποα λειτουργεί η επιχείρηση. Ειδικότερα, ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης δεν θα πρέπει να υπερβάνει περισσότερο από 1% 2% του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, στε να συμβαδίζει με του φυσιολογικό ρυθμό .

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης είναι ιδιαίτερα αποδοτικό των υπολογίζεται η αξία των σταθερών επιχειρήσεων και οι οποίες πληρύνουν μερσμάτα του μετχού πολύ υψηλότερα πολύ χαμηλότερα από καθαρά ταμειακ πρό αυτό . Στην περίπτωση κατ την όποα η επιχείρηση είναι σταθερή και αποδοτική καθαρά ταμειακ πρό του μετχού με τη μορφή μερισμάτων, τότε η αξία υπολογισμο θα είναι ακριβή η διαμέεκενη που θα προκύπτει εν γινταν χρήση του Gordon Growth Model.

Στο δεύτερο υπόδειγμα δύο σταδών, αξία οποιασδήποτε μετοχισοται με το θροισμα τη παρούσα αξία των καθαρών ταμειακν ρον στο μετοχόαν το και τη παρούσα αξία τη τελική τιμή τη μετοχ στο τλο αυτό τη περιδού. Ειδικότερα¹¹³:

Αξία Μετοχής = Παρούσα Αξία FCFE + Παρούσα Αξία Τελικής Τιμής Μετοχής

(σ.χ.

4.17)

¹¹³ Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31

$$\text{Αξία Μετοχής} = \sum \frac{\text{FCFE}_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (\text{σ.χ.}$$

4.18)

με του επιμρου παρ γοντε να αναλ οντα ι
ω ακολο θω :

- FCFE_t: FCFE το το t
- P_n: η τελικ τιμ τη μετοχ στο τλο τη
περιδου υψηλ ανπτυξη
- k_e: κστο ιδων κεφαλων τη επιχερηση
στο στδιο τη υψηλ ανπτυξη και σε
αυτη σταθερ ανπτυξη

Στο υπδειγμα των καθαρν ταμειακν ρον
δυο σταδων ισχουν οι διοι περιορισμο
που ισχουν και στο υπδειγμα καθαρν
ταμειακν ρον προ του μετχου σταθερ
ανπτυξη. Επση, οι καθαρ ταμειακ ρο
προ του μετχου μετ το τελευταο το θα
πρπει να ενα ι συμφωνε και να ικανοποιο ν
την υπθεση τη σταθερ τητα. Αν τα ξοδα
για επενδσει ενα πολ μεγαλτερα απ τι
αποσβσει στο πρτο στδιο τη μεγλη
ανπτυξη, καθ η επιχερηση εισρχεται στο
στδιο τη σταθερ τητα, η διαφορ που
υρχει μεταξ των εξδων και των
αποσβσεων θα πρπει να μεινετα ι με υψηλ
ρυθμ.

Το υπδειγμα καθαρν ταμειακν ρον δυο
σταδων παρουσιζει υψηλ
αποτελεσματικ τητα και αξιοπιστα ταν

διενεργείται υπολογισμ τη αξα μια επιχερηση η οποα αποδδει μικροτερα μεροματα, απ εκενα που θα μποροσε να αποσει στου μετχου ταν τα μεροματα αυτ εναι κατ πολ μεγαλυτερα απ τι αναμενμενε καθαρ ταμειακ ρο .

Το τρτο υπδειγμα για τον υπολογισμ τη υπολειμματικ ταμειακ ρο προ του μετχου εναι εκενο των τρι ν σταδων. Στο υπδειγμα αυτ η επιχερηση διρχεται απ τρα στ δια ανπτυξη : το αρχικ στδιο που η ανπτυξη εναι σε υψηλ εππεδο, το μεταβατικ στδιο, που ο ρυθμ ανπτυξη μεινεται και τλο, το τελικ στδιο που η ανπτυξη χει ναν σταθερ ρυθμ . Η υπολειμματικ ταμειακ ρο προ του μετχου στην προκειμνη περπτωση δνεται απ τη σχση¹¹⁴:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCFE_t}{(1+kn)^t} + \sum_{t=1}^{t=n_2} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{P_{n_2}}{(1+k_{e,st})^n} \quad (\sigma \chi . 4.19)$$

με του επιμρου παργοντε να αναλονται ω ακολοθω :

- P_0 : η τρχουσα τιμ τη μετοχ
- $FCFE_t$: FCFE το το t
- P_{n_2} : η τελικ τιμ τη μετοχ στο τλο τη μεταβατικ περιδου

¹¹⁴ Damodaran A., (2002), «Investment Valuation», 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York

□ k_{est} : κ στο ιδων κεφαλαων, με μεταβλητ
την τιμη μετοχ και το t

□ n_1 : τ λο αρχικ περιδου υψηλ ανπτυξη

□ n_2 : τ λο μεταβατικ περιδου

Στο συγκεκριμενο υπδειγμα υπρχει η
υπθεση τι η επιχερηση διρχεται απτρα
στδια ανπτυξη, οπτε σε αυτην
περπτωση θα προπει και οι υποθει για τι
λοιπ μεταβλητ να συμβαδζουν με αυτη
βασικ προπθεση ανπτυξη, η σχση που
υπρχει ανμεσα στι αποσβσει και την
επνδυση ενα δυνατ να μεταβληθε, καθ η
επιχερηση μεταβανει απ το σδιο τη
υψηλ ανπτυξη σε εκενο τη σταθερ. Στο
προ σδιο ανπτυξη ενα πιθαν τα
κεφαλαιουχικ ξοδα να ενα πολ
μεγαλτερα απ τι αποσβσει. Στο
μεταβατικ σδιο, η διαφορ μεταξ
συνολικ ν εξδων και αποσβσεων ενα
μικροτερη, εν στο τελικ σδιο τη σταθερ
ανπτυξη η διαφορ ελαχιστοποιεται, με
συνπεια να εκφρζεται ο μικροτερο
προσδοκμενο ρυθμ ανπτυξη.

4.5.2. Τποδεγματα Τπολειμματικ

Ταμειακ Ρο Προ την Επιχερηση (FCFF)

Το υπδειγμα των καθαρ ν ταμειακ ν ρο ν
στην επιχερηση αποτελε μια διαφορετικ
και ξεχωριστ προσγγιση για τον

υπολογισμό της αξίας της. Η απομνησίση πραγματοποιείται είτε με την προεξόφληση των σωρευμένων ταμειακών ροών προλού του απαιτητή της επιχείρησης, σύμφωνα με το μσοσταθμικό κστο (WACC), είτε υπολογίζοντα τον τρόπο με τον οποο επηρεζει ο δανεισίμ την αξία μία επιχείρησης, χωρ να υπάρχουν προγενστερε δανειακ υποχρεσίει, μσω τη προσαρμογή της παροσα αξία (Adjusted Present Value - A.P.V.)¹¹⁵. Το μσοσταθμικό κστο κεφαλαου χρησίμοποιείται για τον καθορίсім τη βλτιστή κεφαλαιακ διρθώση μία επιχείρησης και στη συνχεια, θα υποδειχθε ο τρόπο με τον οποο θα αντληθον κεφλαια στε διαχρονικά να διατηρσίει την πραγματική κεφαλαιακ δομή τη, εντ του στικού που χειθσίει. Τα στοιχεία που συνθτούν την κεφαλαιακ δομή τη επιχείρησης και που χρησίμοποιοντα για τον υπολόγισμό του μσοσταθμικού κστου κεφαλαου είναι¹¹⁶:

$$\text{Μσοσταθμικό Κστο Κεφαλαου} = \Sigma_1 X K_{\delta} + \Sigma_2 X K_{\alpha} + \Sigma_3 X K_{\pi} + \Sigma_4 X K_{\kappa}$$

που:

Σ_1 : Αναλόγα Μακροπρόθεσίμου Δανεισίμο

Σ_2 : Αναλόγα Αποθεματικών

¹¹⁵ Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31

¹¹⁶ Artikis P. «Relative Valuation and Fundamental Factors - The Case of Greek Listed Forms», University of Piraeus, working paper

Σ₃: Αναλογία Προνομιούχου Μετοχικού
Κεφαλαίου

Σ₄: Αναλογία Κοινο Μετοχικού Κεφαλαίου

Κ_δ: Απόδοση Μετοχικού Κεφαλαίου

Κ_α: Κόστο Αποθεματικών

Κ_π: Απόδοση Προνομιούχου Κεφαλαίου

Κ_κ: Απόδοση Ομολογιών Επένδυση & Αμοιβή
Κινδύνου

Οι καθαρά ταμειακά ρο πρό την επιχέρηση αποτελούν το θροισμα των ταμειακών ροών των σών έχουν απαιτήσει απ την επιχέρηση, μεταξύ των οποίων είναι και οι μετοχοί, οι ομολογιοχοί και οι κτοχοί των προνομιούχων μετοχών. Για τον υπολογισμό των καθαρά ταμειακών ροών πρό την επιχέρηση χρησιμοποιούνται δυο μθοδοί. Η μια μθοδο στηρζεται στην θροιση των απαιτήσεων που έχουν λοι απ την επιχέρηση και περιλαμβάνει τι ταμειακά ρο των μετχών (FCFE μερσματα), τι ταμειακά ρο των δανειστών (πληρωμ κεφαλαίου, τκων, κδοση νων δανεων) και τι ταμειακά ρο πρό του προνομιούχου μετχού.

Καθαρές Ταμειακές Ροές προς = FCFE + Έξοδα Τόκων (1 - Φορολογικός Συντελεστής)
την Επιχέρηση (FCFF) + Εξόφληση Κεφαλαίου
+ Μερίσματα Προνομιούχων Μετοχών
- Νέος Δανεισμός

(σ χ.
4.20)

Η λ λ η μ θ ο δ ο υ π ο λ ο γ ι σ μ ο σ τ η ρ ζ ε τ α ι σ τ ι
τ α μ ε ι α κ ρ ο π ρ ι ν α π λ ε α υ τ τ ι
α π α ι τ σ ε ι , δ η λ α δ μ ε λ λ α λ γ ι α ,
υ π ο λ ο γ ζ ο ν τ α ι τ α κ ρ δ η π ρ ο φ ρ ω ν κ α ι τ κ ω ν ,
α φ α ι ρ ο ν τ α ι ο ι φ ρ ο ι κ α ι ο ι α ν γ κ ε σ ε
κ ε φ λ α ι α γ ι α ε π α ν ε π ν δ υ σ η κ α ι π ρ ο κ π τ ο υ ν
ο ι κ α θ α ρ τ α μ ε ι α κ ρ ο π ρ ο τ η ν ε π ι χ ε ρ η σ η .

Καθαρές Ταμειακές Ροές προς = Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (1 - Φορολογικός Συντελεστής)
την Επιχείρηση (FCFF) + Αποσβέσεις
- Κεφαλαιουχικά Έξοδα
- Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης

(σ χ.
4.21)

Σ μ φ ω ν α μ ε τ η ν π ρ τ η π ρ ο σ γ γ ι σ η , τ ο υ Μ σ ο υ
Σ τ α θ μ ι κ ο Κ σ τ ο υ (WACC), η α ξ α τ η ε π ι χ ε ρ η σ η
π ρ ο κ π τ ε ι α π τ η ν π ρ ο ε ξ φ λ η σ η τ ω ν κ α θ α ρ ν
τ α μ ε ι α κ ν ρ ο ν τ η ε π ι χ ε ρ η σ η . Η α ξ α α υ τ
ε ν σ ω μ α τ ν ε ι τ α φ ο ρ ο λ ο γ ι κ ο φ λ η α π τ η
σ ν α ψ η δ α ν ε ω ν κ α ι τ ο ν α ν α μ ε ν μ ε ν ο
ε π ι π λ ο ν κ ν δ υ ν ο π ο υ σ υ ν δ ε τ α ι μ ε τ ο
δ α ν ε ι σ μ . Μ ε σ τ α θ ε ρ ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η τ ω ν
κ α θ α ρ ν ρ ο ν τ η ε π ι χ ε ρ η σ η , η α ξ α τ η
ε π ι χ ε ρ η σ η ε ν α ι ¹¹⁷:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n} \quad (\sigma \chi.$$

4.22)

¹¹⁷ Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31

με του επιμρου παρ γοντε να αναλ οντα ι
ω ακο λο θω :

- FCFF₁: προσδοκ μενε καθα ρ ταμειακ ρο
στην επιχε ρηση τη επ μενη χρονι
- WACC: Μ σο Σ ταθμικ Κ στο Κεφα λα ου (Weighted
Average Cost of Capital)
- g_n: ρυθμ αν πτυξη των καθα ρ
ταμειακ ν ρο ν στην επιχε ρηση στο
δι ηνεκ .

Το ανω τρω μοντ λο επηρε ζεται απ του
περιο ρισμο για τον ανα μεν μενο ρυθμ
αν πτυξη που ισχ ουν για λα τα μοντ λα
σταθε ρ αν πτυξη . Στη συγκε κριμ νη
περ πτωση μω η επδ ραση των περιο ρισμ ν
αυτ ν ε να ι περισσ τερο ν τονη απ τη στι γμ
που ω συντε λεσ τ προε ξ φληση
χρησι μοποιε ται το WACC, το οπο ο κυμα νετα ι
σε χαμη λ τερα εππε δα απ το κ στο
μετο χικ ο κεφα λα ου. Επιπ λ ον, το μοντ λο
αυτ πα ρουσι ζει ευαισθησα και στι
υποθ σει των κεφα λαιουχικ ν εξ δων σε
σχ ση με τι αποσβ σει . ταν ο βαθμ
επανεπ νδυση δεν ε να ι συν ρτηση τη
προσδοκ μενη αν πτυξη , τε οι καθα ρ
ταμειακ ρο στην επιχε ρηση επηρε ζοντα ι
απ τον πληθω ρισμ , επιφ ροντα αλλα γ στι
επενδ σει , εν συγκ ρσει με τι αποσβ σει .

Το WACC υπο λο γ ζετα ι λαμβ νοντα υπ ψη το
κ στο του χρου και το κ στο των Ι δων
Κεφα λα ων, με απλυ τη προσ λωση και προσο χ

αναφορικ με την οικονομικ διρθωση που χει κθε φορ η επιχερηση που εξετ ζεται. Η τιμ του WACC που θα χρησιμοποιειται ενα ικενη που υπολογζει την επιχερηση ει ολ κληρο (προσθ τοντα τσο το χρ ο σο και το κεφ λαιο), με επγνωση επ τη απαιτο μενη απ δοση του χρ ου, σο και τη απαιτο μενη απ δοση των Ιδων Κεφαλαων, σε αναλογα με εκενα τα κεφ λαια που χρησιμοποιοντα ι για τη χρηματοδ τηση τη επιχερηση ¹¹⁸.

Η μθοδο τη Παροσα Αξα στηρ ζεται στην εφαρμωγ τη σχση που υπ ρχει μεταξ των προεξοφλημων ταμειακ ν ρον τη επιχερηση στην πηγ προλευση αυτ ν των ταμειακ ν ρον και πειτα στην θροιση τη παροσα αξα αυτ ν. Η Παροσα Αξα αρχικ χρησιμοποιε την αξα τη επιχερηση χωρ δανεισμ και στη συνχεια γνετα ι προσθ κη του δανεισμο . Μετ απ αυτ εξετ ζεται το καθαρ αποτ λεσμα τη αξα , λαμβνοντα υπψη τα πλεονεκτ ματα, τι φορολογικ απαλλαγ και τα μειονεκτ ματα, πω ενα ι ο κνδυνο χρεοκοπα , απ το δανεισμ .

Η αξα τη επιχερηση υπολογ ζεται αρχικ χωρ τη χρ ση δανεισμο και στην περπτωση που οι ταμειακ ρο αυξ νουν με σταθερ ρυθμ στο διηνεκ , ττε:

¹¹⁸ Fernandez P., (2007), «Company Valuation Methods - The most common errors in valuations», PricewaterhouseCoopers, IESE Business School, Spain

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \frac{\text{FCFF}_0 \cdot (1+g)}{r_u - g} \quad (\text{σ.χ.})$$

4.23)

με του επιμρου παργοντε να αναλοντα ι
ω ακολοθω :

- FCFF₀: τρχουσε λειτουργικ ταμειακ ρο
τη επιχερηση μετ φρων
- r_u: κστο μετοχ νχωρ δανεισμ
- g: προσδοκμενο ρυθμ ανπτυξη

Το μη μοχλευμνο κστο του μετοχικο
κεφαλαου υπολογζεται αφο υπολογιστε ο
μη δανεισμνο συντελεστ βτη επιχερηση.
Δηλαδ :

$$B_{\text{unlevered}} = \frac{\beta_{\text{current}}}{1+(1-t)\frac{D}{E}} \quad (\text{σ.χ.})$$

4.24)

με του επιμρου παργοντε να αναλοντα ι
ω ακολοθω :

- B_{unlevered} = μη δανεισμνο συντελεστ βτη
επιχερηση
- β_{current} = τρχον συντελεστ βτη
επιχερηση
- t = φορολογικ συντελεστ επιχερηση
- D/E = τρχον δεκτη δανειακ επιβρυνση.

Τα φορολογικ οφλη που απορρουν απ το
δανεισμ και τα οποα ενα ι συνρτηση του

φορολογικό συντελεστή, προεξοφλούνται με το κ στο δανεισμό τη επιχέρηση, στε να αποδοθε η επικινδυνότητα που χαρακτηρίζει το αυτό. Δηλαδή :

$$\text{Αξία Φορολογικού Οφέλους} = \frac{(\text{Συντελεστής Φορολογίας}) \cdot (\text{Κόστος Χρέους}) \cdot \text{Debt}}{\text{Κόστος Χρέους}} = (\text{Συντελεστής Φορολογίας}) \cdot (\text{Χρέος})$$

(σ.χ.

4.25)

Η διαδικασία υπολογισμού τη αξία τη επιχέρηση ολοκληρώνεται με την εκμνηση για τι συνπειε που θα υπάρχουν απ τον προσθετο δανεισμό, σχετικ με τον κνδυνο αδυναμα πληρωμ τη επιχέρηση. Η παροσα αξα του αναμενμενου κ στου χρεωκοπα ισοτα με το γινμενο τη πιθαντητα χρεωκοπα και τη παροσα αξα του κ στου χρεωκοπα. Δηλαδή :

$$\text{Παρούσα Αξία Κόστους Χρεωκοπίας} = \Pi_a \cdot \text{BC} \quad (\text{σ.χ.}$$

4.26)

με του επιμρου παρ γοντε να αναλ ονται ω ακολοθω :

Π_a : πιθαντητα χρεοκοπα

BC: παροσα αξα κ στου χρεοκοπα

4.6. Τποδεγματα Σχετικ Αποτμηση

Βσει Πολλαπλασιαστων (Relative Valuation)

4.6.1. Τπδειγμα Βσει Πολλαπλασιαστν Κερδν (Multiples Earnings)

Οι πολλαπλασιαστ κερδν διακρνονται στι ακλουθε κατηγορε :

- Πολλαπλασιαστ Κερδν P/E (Price to Earnings Ratio)
- Πολλαπλασιαστ Κερδν PEG (PE Ratio to Growth Ratio)
- Πολλαπλασιαστ Κερδν: Σχετικ P/E (Relative Price to Earnings Ratio)
- Πολλαπλασιαστ Κερδν: Τιμ προ Μελλοντικ Κρδη (Price to Future Earnings Ratio)
- Πολλαπλασιαστ Κερδν: Αξα Επιχερηση προ Κρδη προ Φρων, Τκων, Αποσβεων (ΚΠΤΦΑ)

Ο πολλαπλασιαστ κερδν P/E ισοται με το πηλοκτη τρχουσα αξα τη μετοχ προ τα κρδη αν μετοχ, με τα δυο μεγθη μω να αναφρονται στην δια χρονικ περοδο. Δηλαδ :

$$P/E = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earnings per Share}} \quad (\sigma \chi.$$

4.27)

Επειδ ο δεκτη εναι να πολλαπλοιο που σχετζεται με το μετοχικ κεφλαιο, η ανλυσ του μπορε να βασιστε σε να μοντλο αποτμηση των μετοχν τη επιχερηση. Για το λογο αυτ μπορε να χρησιμοποιοηθε το

μοντλο του Gordon Growth, σύμφωνα με το οποίο η επιχείρηση αναπτσσεται με σταθερό ρυθμό. Δηλαδή ¹¹⁹:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = P_0 = \frac{\text{DPS}_1}{k_e - g_n} \quad (\text{σ.χ.}$$

4.28)

με του επιμρου παρ γοντε να αναλ ονται ω ακολο θω :

- DPS_1 : αναμεν μενα μερ σματα επ μεν η περι δ ου
- k_e : κ σ το με το χ ι κ ο κ ε φ α λ α ο υ
- g_n : ο π ρ ο σ δ ο κ μ ε ν ο σ τ α θ ε ρ ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η .

Αν διαιρεθον και τα δυο μλητη εξωση με EPS_0 λαμβνεται ο δεκτη P/E τη επιχερηση με σταθερο ρυθμο ανπτυξη, δηλαδή

$$\frac{P_0}{\text{EPS}_0} = \frac{\text{Payout Ratio} \cdot (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad (\text{σ.χ.}$$

4.29)

Ο δεκτη P/E εναι θετικ συνρτηση του ποσοστο διανομ των κερδν και του ρυθμο ανπτυξη τη επιχερηση, εν συσχετ ζεται αρνητικ με το κστο των ιδων κεφαλων. Μια αξιση του ποσοστο διανομ των κερδν μπορε να οδηγησει σε αξιση του δεκτη P/E, εν μια μεωσ του συνεπ γεται μεωση του εν λγω δεκτη. Αυτ μπορε να συνδεθε μεσα με

¹¹⁹ Reilly F.K. - Brown K.C., (2005), «Investment Analysis and Portfolio Management», 6th Edition

την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τη
επιχέρηση, καθόταν η απόδοση του να
υψηλ αυξάνεται και το ποσοστό που μπορεί
να διανεμηθεί επιχέρηση ω μρισμά του
μετχού τη. Επση, καθό αυτ ο δεκτη
επηρεζεται και απ το επιτκιο
προεξφληση (k_e), μια αξηση του κινδνού
οδηγε σε μεωση του πολλαπλασιαστ P/E.
Επομνω μια επιχέρηση με υψηλ κστο ιδών
κεφαλαίων χει τη δυναττητα να
διαπραγματεεται στην αγορά με σαφ
μικροτερο δεκτη P/E, σε σχση με μια λλη
επιχέρηση με μικροτερο κστο ιδών
κεφαλαίων.

Στην πλειοψηφά των περιπτσεων, η
τρχουσα τιμ τη μετοχ ισοται με τη
τρχουσα τιμ διαπραγματευση τη μετοχ.
Σε ορισμνε των περιπτσεων μπορεί να να
και η ιστορικ τιμ τη μετοχ, τσι πω
διαμορφνεται στο τλο του μνα του του.
Ο πλον κοιν υπολογισμ του δεκτη P/E
γνεται με τη χρση των κερδν αν μετοχ,
για το τελευταο οικονομικ το,
αποδδοντα με τον τροπο αυτ το τροχον
αποτλεσμά του δεκτη P/E¹²⁰. Ο δεκτη P/E γενικ
θεωρεται τι να να πολ δσκολο σε
υπολογισμ αριθμ. Η φση του αριθμητ του
κλσματο χει μακροχρνιο χαρακτρα, εν
αντιθσει με τον παρονομαστ του κλσματο,
ο οποο περιλαμβάνει οικονομικ στοιχεα

¹²⁰ Cameron T. (2009), «Value Investing Using Price Earnings Ratio in New Zealand»,
The University of Auckland, pp. 2

για να μνο και συν θω το τελευτα ο, οικονομικ το. Εν το τοι, ο συγκεκριμνο δεκτη θεωρεται μια απ τι δημοφιλστερε τεχνικ αποτμηση και οι επενδυτ στηρ ζονται σε μεγλο βαθμ σε αυτν.

Σε μια αποτελεσματικ αγορ κεφαλαων, υπρουν τιμ ασφαλεα του συγκεκριμνου αριθμοδεκτη, οι οποε αντικατοπτρ ζουν πλω λε εκνε τι διαθσιμε πληροφορε που θα παρουν αμερληπτε εκτιμσει αναφορικ με τι υποκεμενε αξε. Υπρουν μω αρκετο μελετητ οι οποοι αμφισβητο ν το κρο του εν λγω αριθμοδεκτη. Μια ττοια ομδα μελετητν πιστεει τι, η τιμ P/E υποδηλνει και προκαθορζει τη μελλοντικ αποση τη επνδυση σε να ν ττλο. Με λγα λγια, οι τιμ των ττλων ενα ι προκατειλημμε, και η αποση των μετοχ ν με χαμηλ P/E τενει να ενα ι μεγαλτερη απ σο μπορε να δικαιολογηθε απ του υποκεμενου κινδνου¹²¹.

Οπολλαπλασιαστ PEG προκπτει απ το πηλκο του δεκτη P/E προ τον αναμενμενο ρυθμ ανπτυξη και δηλνει πω ταν ο δεκτη P/E ενα ι μικροτερο απ το ρυθμ ανπτυξη τη επιχερηση, ττε αυτ ενα ι υποτιμημηνη. Σε γενικ γραμμ, ο δεκτη PEG χρησιμοποιετα ι ω να μτρο τη σχετικ αξα. Επομνω, ταν η τιμ του δεκτη ενα ι χαμηλ, ττε η

¹²¹ Basu S., (1977), «Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price - Earnings Ratios», American Finance Association, pp. 663

επιχρηση ενα υποτιμημνη. Ο δεκτη PEG δνεται απ τον ακλουθο τπο¹²²:

$$\text{PEG} = \frac{\text{Δείκτης P/E}}{\text{Αναμενόμενος Ρυθμός Ανάπτυξης}} \quad (\sigma \chi.$$

4. 30)

Ο δεκτη PEG χει μεση σχση με τον κνδυνο του αναμενμενου ρυθμο ανπτυξη τη επιχρηση, καθ εψη και του ποσοστο διανομ των κερδν. Μεταβολ που επρχονται στα μεγθη αυτ επηρεζουν και την τιμ του εν λγω δεκτη. Ειδικτερα, η αξιση του ρυθμο ανπτυξη χει τσο θετικ σο και αρνητικ επιδρσει. Καθ ο ρυθμο ανπτυξη μεγαλνει ο δεκτη PEG αρχικ μεινεται και στη συνχεια αυξνεται. Επειδ μια σγκριση των δεικτν PEG μεταξ των επιχειρσεων με διαφορετικο ρυθμο ανπτυξη ενα δσκολη, θα πρπει να χρησιμοποιονται εκτιμσει του ρυθμο ανπτυξη των συγκρσιμων επιχειρσεων που αφορον το διοχρονικ διστημα.

να αναλυτ συγκρνοντα το δεκτη P/E μα εταιρεα με τον κατλληλο δεκτη αναφορ (benchmark) ενδχεται να εντοπσει ουσιδεδιαφορ ανμεσα του, οι οποε υπρχει περπτωση να οφελονται στα διαφορετικ θεμελιδη μεγθη των δοπεριπτσεων. Εν κτιττοιο εναι εφικτ, ττε θεωρεται πω η εν λγω μετοχ διαπραγματεεται σε

¹²² Reilly F.K. – Brown K.C., (2005), «Investment Analysis and Portfolio Management», 6th Edition

φυσιολογικ έππεδα, διαφορετικ θεωρεται πω η εν λγω μετοχ διαπραγματεεται σε λθο έππεδα και υπρχουν περιθρια για διρθωσ τη. Οι δο βασικο παργοντε που επιδρον του δεκτη P/E των δο επιχειρεσεων (μα τυπικ επιχειρηση και τη αντιστοιχη που αποτελεση μεο αναφορ - benchmark) συνστανται στην ανπτυξη και στον κνδυνο. Στην περπτωση που λεοι υπλοιπε παρμετροι παραμνουν σταθερ, τε ενδεχεται η διαφορ του δεκτη P/E να γκειται στο διαφορετικ ρυθμ ανπτυξη, περπτωση κατ την οποα η εφαρμογ του δεκτη PEG προσαρμζει το δεκτη P/E¹²³.

Παρλο που υπρχει μα ευρω αποδεκτ μθοδο για την προσαρμογ του δεκτη P/E με την εφαρμογ του δεκτη PEG, δεν συμβανει το διο με την λλη παρμετρο που επηρεζει το δεκτη P/E. να νο δεκτη (PERG) στη συγκριτικ αποτμηση επιχειρε να προσαρμσει και τι δο παραμτρου, τον κνδυνο και την ανπτυξη:

$$PERG = \frac{P/E}{g} \cdot R \quad (\sigma \chi.)$$

4.30)

που:

□ R: κνδυνο

¹²³ Estrada J. (2005), «Adjusting P/E/ ratios by growth and risk: the PERG ratio», IESE Business School, Barcelona, Spain

Βσει τη σχέση που οριστηκε παραπνω ο δεκτη PEG, δεδομνου πω δο επιχειρσει χουν κοιν δεκτη P/E, η υψηλτερη προσδοκμενη ανπτυξη στα κρδη αν μετοχ (EPS) επιφρει χαμηλτερο δεκτη PEG με αποτλεσμα να ενα πιο ελκυστικη συγκεκριμνη μετοχ. Παρλληλα, αν δο μετοχ χουν τον διο δεκτη PEG, ττε σο χαμηλτερο ενα ο κνδυνο (R) τσο χαμηλτερο ενα ο δεκτη PERG και περισσοτερο ελκυστικη μετοχ. Συνοψζοντα, οι επενδυτ προτιμον μετοχ με χαμηλ δεκτη PERG, γεγον που οφελεται, ετε στο χαμηλ δεκτη P/E, ετε υπρχει προσδοκα για μεση ανπτυξη του (υψηλ g), ετε παρουσιζουν χαμηλ κνδυνο (R)¹²⁴.

Μια αξιση του κινδνου μπορε να προκαλει μεωση του PEG, το οποο θα χειω αποτλεσμα η επιχειρηση να φανετα τι ενα υποτιμημνη. Επομνω, οι πιο επιρρεπε επιχειρσει ενα εκνε που παρουσιζουν χαμηλο αντστοιχου δεκτη PEG και θεωρονται υποτιμημνε. Απτην λλη πλευρ, ο δεκτη PEG αυξνετα ταν το ποσοστ διανομ των κερδν αυξνει, για να δεδομνο ρυθμ ανπτυξη. Λγω του τι ο ρυθμ ανπτυξη τη επιχειρηση συνδετα με το ποσοστ διανομ των κερδν μσω του δεκτη Return On Equity (R.O.E.), ταν ο δεκτη αυτ ενα υψηλ ττε ο δεκτη PEG ενα επση

¹²⁴ Estrada J. (2005), «Adjusting P/E/ ratios by growth and risk: the PERG ratio», IESE Business School, Barcelona, Spain

υψηλή και η επιχέρηση θεωρείται υπερτιμημένη.

Ο σχετικός πολλαπλασιαστής P/E είναι εκείνο που υπολογίζει το δεκτη P/E τη επιχέρηση σε σχέση με το μέσο P/E τη αγορά. Δηλαδή¹²⁵:

$$\text{Σχετικός P/E} = \frac{\text{Τρέχων Δείκτης P/E της Επιχείρησης}}{\text{Τρέχων Δείκτης P/E της Αγοράς}} \quad (\text{σ.χ.}$$

4.31)

Ο σχετικός πολλαπλασιαστής P/E αποτελεί συνρτησή των παραμτρων και των μεταβλητν που επηρεζούν το δεκτη P/E, πω είναι ο κνδυνο, ο ρυθμ ανπτύξη και το ποσοστ διανομ των κερδν. Δηλαδή, ο εν λγω δεκτη αποτελεί συνρτησή του σχετικο ρυθμ ανπτύξη των κερδν ανμετοχ, του σχετικο κστου ιδων κεφαλαων και του σχετικο δεκτη Return On Equity (R.O.E.). Σμφωνα με τα παραπνω, ταν μια επιχέρηση χει υψηλτερο ρυθμ ανπτύξη, χαμηλτερο σχετικ κστο ιδων κεφαλαων και υψηλτερη σχετικ απδοση ιδων κεφαλαων, ττε χει μεγαλτερο σχετικ δεκτη P/E¹²⁶.

Ο πολλαπλασιαστής κερδν τη τιμ προτα μελλοντικ κρδη αποτελεί μια παραλλαγή του δεκτη P/E, ταν οι επιχειρσει παρουσιζούν ζημι κατ τη διαχειριστικ περοδο. Κατ τον υπολογισμ του εν λγω

¹²⁵ Huang Y., Hui Tsai C., Chen C. (2007), «Expected P/E, Residual P/E and Stock Return Reversal: Time - Varying Fundamentals or Investor Overreaction», International Journal of Business and Economics, Vol. 6, pp. 2 - 17

¹²⁶ Wilcox J., Philips T., (2004), «The PB-ROE Valuation Model Revisited», Wilcox Investment

αριθμοδεκτη θα πρέπει ο δεκτη P/E λων των χρησιμοποιούμενων προ σύγκριση επιχειρήσεων, να περιλαμβάνει τα αναμενόμενα κέρδη αν μετοχ για το διομελλοντικ χρονικ διαστημα.

Τλο, ο πολλαπλασιαστ κερδων τη αξα τη επιχειρηση προ τα Κερδη Προ Φρων, Τκων και Αποσβ σεων, ενα να δεκτη που αναφρεται στην αξα τη επιχειρηση συνολικ και προκπτει:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων + Αγοραία Αξία Ξένων Κεφαλαίων - Μετρητά}}{\text{Κέρδη Προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων}}$$

(σ.χ.

4.32)

Ο πολλαπλασιαστ κερδων EV/EBITDA ενα ιδιατερα χρσιμο ταν προπει να αναλυθον επιχειρησει εντσεω κεφαλαου, με υψηλ επενδσει σε υποδομ και ταν μεταξ των επιχειρησεων αυτν υπρχουν διαφορω προ τη μθοδο υπολογισμο των αποσβ σεων. Επση, ο δεκτη αυτ ενα πολ λειτουργικ γιατ οι επιχειρησει με αρνητικ Κερδη Προ Φρων, Τκων & Αποσβ σεων (EBITDA) ενα πολ λιγτερε απ αυτ που χουν αρνητικ κερδη αν μετοχ. Σε σχση με του λλου πολλαπλασιαστ κερδων, ο δεκτη αυτ μπορε να χρησιμοποιηθε για την ευκολτερη σύγκριση μεταξ των επιχειρησεων ταν παρουσιζονται διαφορ στη χρηματοοικονομικ μχλευση.

4.6.2. Τπδειγμα Βσει Πολλαπλασιαστν Λογιστικ Αξια (Book Value Multiples)

Οι πολλαπλασιαστ Λογιστικ Αξια χρησιμοποιούνται για να δεξουν το ποσο διαφορετικ μπορε να ενα η αξια μια επιχειρηση βσει των λογιστικν τη στοιχεων, σε σχση με την αξια τητσιπω αυτ καθορζεται απ την αγορ. Για να υπολογιστον αλλ και για να αντιμετωπισθον αυτο του εδου οι διαφοροποισει στην αξια μια επιχειρηση, οι αναλυτ υπολογζουν τη σχση που υπρχει ανμεσα στην τιμ τη μετοχ μια επιχειρηση, και στη λογιστικ τη αξια.

Αρχικ, για να υπολογιστε ο δεκτη θα πρει να υπολογισθε η λογιστικ αξια των ιδων κεφαλων. Η λογιστικ αξια των ιδων κεφαλων ισοται με τη διαφορ ανμεσα στη λογιστικ αξια των ενεργητικν στοιχεων τη επιχειρηση και στη λογιστικ αξια των υποχρεσεων τη. Ο πολλαπλασιαστ λογιστικ αξια (P/BV), ισοται με το πηλκο τη αγοραα τιμ τη μετοχ προ τη λογιστικ αξια των ιδων κεφαλων, δηλαδ ¹²⁷:

$$\text{Λογιστική Αξία (P/BV)} = \frac{\text{Αγοραία Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad (\text{σ χ.}$$

4.33)

Για να αποφευχθον οι δυσκολε στον υπολογισμ που οφελονται στι πολλ

¹²⁷ Xu L., Cai F., (2006), «Price To Earnings Multiples and Mergers and Acquisitions», CR Vol. 16, No 1, pp. 1 - 6

κατηγορε μετοχων, με συνπειια τη διαφοροποηση τη τιμη τη μετοχ καθιστντα πολ δυσκολη την κατανομη λογιστικ αξια των ιδων κεφαλαων, ο δεκτη αυτ μπορε να ορισθε ω το πηλκο τη συνολικ αγοραα αξια των ιδων κεφαλαων προ τη λογιστικ αξια αυτν, μη λαμβνοντα υπψη τι αξε αν μετοχ. Δηλαδ :

$$P/BV = \frac{\text{Συνολική Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad (\sigma \chi .$$

4.34)

Εκτ απ τον ανωτρω δεκτη Λογιστικ Αξια υπρχει και ο δεκτη Value to Book, ο οποο ουσιαστικ συσχετζει την αξια τη επιχειρηση με τη λογιστικ αξια του κεφαλαου τη. Ο δεκτη αυτ εκφρζεται ιμσα απ την ακλουθη σηση:

$$\text{Value to Book} = \frac{\text{Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} + \text{Αγοραία Αξία Ξένων Κεφαλαίων}}{\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} + \text{Λογιστική Αξία Ξένων Κεφαλαίων}} \quad (\sigma \chi .$$

4.35)

Ο δεκτη αυτ στηρζεται στο μοντλο των καθαρνταμειακν ρων μια επιχειρηση με σταθερ ρυθμ ανπτυξη. Σμφωνα με το μοντλο αυτ ισχει:

$$\text{Αξία} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{Κόστος Συνολικού Κεφαλαίου (rs) - g}} \quad (\sigma \chi .$$

4.36)

Επειδ μω :

$$FCFF_1 = EBIT_1 \cdot (1-t) \cdot (1 - \text{Επιτόκιο Επανεπένδυσης}) \quad (\sigma \chi. 4.37)$$

π ο υ :

EBIT₁: Κ ρ δ η Π ρ ο Τ κ ω ν & Φ ρ ω ν (Earnings Before Interest and Taxes)

t: φ ο ρ ο λ ο γ ι κ σ υ ν τ ε λ ε σ τ

Β σ ε ι τ ω ν α ν ω τ ρ ω λ ο ι π ν ι σ χ ε ι :

$$\text{Αξία} = \frac{EBIT_1 \cdot (1-t) \cdot (1 - \text{Επιτόκιο Επανεπένδυσης})}{\text{Κόστος Συνολικού Κεφαλαίου} - g} \quad (\sigma \chi. 4.38)$$

Α ν δ ι α ι ρ ε θ ο ν κ α ι τ α δ υ ο μ λ η μ ε τ η λ ο γ ι σ τ ι κ α ξ ι α τ ο υ σ υ ν ο λ ι κ ο κ ε φ α λ α ο υ , π ρ ο κ π τ ε ι :

$$\frac{\text{Αξία}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Κεφαλαίου}} = \frac{\text{ROC} \cdot (1 - \text{Επιτόκιο Επανεπένδυσης})}{\text{Κόστος Συνολικού Κεφαλαίου} - g}$$

(σ χ.

4.39)

π ο υ R.O.C. (Return On Capital), ε ν α ι τ ο π ο σ τ ω ν κ ε ρ δ ν π ο υ π α ρ γ ε ι μ ι α ε π ι χ ε ρ η σ η α π τ α ε π ε ν δ ε δ υ μ ν α κ ε φ λ α ι τ η .

τ α ν μ ι α ε π ι χ ε ρ η σ η χ ε ι υ ψ η λ α π δ ο σ η κ ε φ α λ α ο υ θ α χ ε ι κ α ι υ ψ η λ τ ι μ σ τ ο ν ε ν λ γ ω δ ε κ τ η . Α ν τ θ ε τ α ο ι ε π ι χ ε ι ρ σ ε ι μ ε χ α μ η λ δ ε κ τ η ROC χ ο υ ν χ α μ η λ τ ι μ σ τ ο δ ε κ τ η Value to Book. Σ τ η ν π ε ρ π τ ω σ η κ α τ τ η ν ο π ο α μ ι α ε π ι χ ε ρ η σ η χ ε ι υ ψ η λ τ ι μ ROC κ α ι χ α μ η λ τ ι μ σ τ ο ν δ ε κ τ η Value to Book τ τ ε θ ε ω ρ ε τ α ι υ π ο τ ι μ η μ ν η , ε ν α ν τ θ ε τ α , μ ε χ α μ η λ τ ι μ ROC

και υψηλη τιμη δεκτη Value to Book ττε θεωρεται υπερτιμημνη.

4.7. Τπδειγμα Ενδεχμενων Απαιτσεων (Contigent Claim Valuation)

Σμφωνα με την προσγγιση αυτ, εισγεται για πρτη φορ η αξιολγηση τη αξα εν περιουσιακο στοιχεου η οποα μω μωρε να υπολεπεται τη παροσα αξα των αναμενμενων ταμειακν ρων. Η αξιολγηση αυτ στηρζεται στην παρουσα και την εξλιξη των μοντλων τιμολγηση δικαιωμτων προτμηση. Τα μοντλα αυτ αναπχθηκαν αρχικ με σκοπ την αξιολγηση των διαπραγματεσιμων δικαιωμτων, αλλ στη συνχεια θεωρθηκε τι παρεχαν δυναττητε τροποποησ του που θα επτρεπε να διευρυνθε η χρση του στε να συμπεριληφθον και οι παραδοσιακ πλευρ αποτμηση.

Τα υποδεγματα τιμολγηση χρηματοοικονομικν δικαιωμτων εναι παραλλαγ των τυπικν υποδειγμτων προεξοφλημνων ταμειακν ρων, που προσαρμζουν την ικαντητα τη διοκηση να τροποποιε τι αποφσει τη, μια και περισσοτερε πληροφορε εναι διαθσιμε με τον τρπο αυτ. Επομνω, τα υποδεγματα τιμολγηση χρηματοοικονομικν δικαιωμτων εναι ποιοτικ αντερα απτι παραδοσιακ προσεγγσει των

προεξοφλημένων ταμειακών ροών, μία και συνυπολογίζουν με σαφνεία την αξία της ευελιξίας¹²⁸.

Η πιο πάνω προσγγιση χειριρζει τη στη μεθοδολογια που αναπτχθηκε αναφορικ με τα δικαιματα προαρεση. Κατπιν το του, μια ενδεχμενη απατηση να δικωμα προαρεση αποδδει μνο υπορισμνε προποθσει, οι οποε σχετζονται με το εν η αξα εν υφιστμενου περιουσιακο στοιχεου μπορε να υπερβε χι να προκαθορισμνο εππεδο. Η λευση των δικαιωμων αποτλεσε το ναυσμα για την υλοποηση εν σημαντικο μρου εργασα και μελτη σχετικ με το ζτημα τη αποτμηση των δικαιωμων προαρεση. Με τη μεθοδο τη αποτμηση των δικαιωμων προαρεση γνεται χρση ολκληρη τη μεθοδολογια που αναπτχθηκε στε να μπορον να αξιοποιηθον τα μοντλα τιμολγηση δικαιωμων προαρεση για την αποτμηση λλων περιουσιακν στοιχεων που εμφανζουν παρμοια χαρακτηριστικ με τα δικαιματα.

Η αξιολγηση των δικαιωμων διενεργεται στη βση μεταβλητην, οι οποε σχετζονται με την τρχουσα αξα, τη διακμανση τη αξα του υφιστμενου περιουσιακο στοιχεου, την τιμ εξσκηση του δικαιματο, αλλ και το χρονικ περιθριο λξη του δικαιματο.

¹²⁸ Hardouvelis G., Papanastasopoulos G., Thomakos D., Wang T., (2010), «External Financing Growth and Stock Returns», Forthcoming: European Financial Management

Η θεμελιώδη αρχή χρηστών μοντλών τιμολόγηση δικαιωμάτων απομνηστών περιουσιακών στοιχείων σχετίζεται με την αντλήση τι, τα μοντλά προεξέφληση ταμειακών ροών τενούν να υποτιμούν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρουσιάζουν αποδσει εξαρτημνε απ την παρξη μη κποιου γεγοντο. Η βασική κατηγοριοποίηση των υποδειγμάτων τιμολόγηση δικαιωμάτων σχετίζεται με τη φση των υπ αξιολόγηση αντικειμένων και ειδικτερα με το διαχωρισμ σε φυσικ οικονομικ στοιχεο του αντικεμενου αξιολόγηση.

4.8. Ανακεφαλαωση

Στο δετερο κεφλαιο τη παροσα μελτη γνεται εκτεν αναφορ στι βασικ μεθδου απομνηστών στοιχείων των εταιρειν. Εξετ ζονται περιληπτικ οι βασικο επενδυτικο αριθμοδεκτη, πω εναι αυτων Κερδν αν Μετοχ, του Μερσματο αν Μετοχ, τη Τρχουσα Μερισματικ Απδοση και τη Εσωτερικ Αξια τη Μετοχ. Οι δεκτη αυτο χρησιμοποιονται προκειμνου οι επενδυτ να λβουν μια απφαση σχετικ με το ενθα πρπει να αγορσουν, να πουλσουν να διατηρσουν την επνδυσ του σε μετοχικο ττλου μια επιχερηση.

να δετερο και σαφ περισστερο ανεπτυγμνο τμμα του παρντο κεφαλαου

ε να ι, ο ι δ εκ τε που χ ρ η σ ι μ ο π ο ι ο ν τ α ι γ ι α τ η ν α π ο τ μ η σ η τ ω ν ε π ι χ ε ι ρ σ ε ω ν β σ ε ι τ ω ν σ τ ο ι χ ε ω ν τ ο υ Ε ν ε ρ γ η τ ι κ ο τ ο υ . Πα ρ ο υ σ ι ζ ο ν τ α ι ο ι μ θ ο δ ο ι τ η Λ ο γ ι σ τ ι κ Α ξ α , τ η Α ν α π ρ ο σ α ρ μ ο σ μ ν η Λ ο γ ι σ τ ι κ Α ξ α , τ η Α ξ α Ρ ε υ σ τ ο π ο η σ η κ α ι τ η Α ξ α Α ν τ ι κ α τ σ τ α σ η . Ο ι δ ο π ρ τ ε μ θ ο δ ο ι λ α μ β ν ο υ ν σ ο β α ρ υ π ψ η τ ο υ τ α δ ι α κ ε φ λ α ι α τ η ε π ι χ ε ρ η σ η κ α ι θ ε ω ρ ο ν τ α ι ω ο ι π ε ρ ι σ σ τ ε ρ ο δ ι α δ ε δ ο μ ν ε μ θ ο δ ο ι, ε ν ο ι λ λ ε δ υ ο σ τ η ρ ζ ο ν τ α ι κ υ ρ ω σ τ η ν α π ο τ μ η σ η τ ω ν π γ ι ω ν π ε ρ ι ο υ σ ι α κ ν σ τ ο ι χ ε ω ν τ ω ν ε π ι χ ε ι ρ σ ε ω ν π ο υ ε ξ ε τ ζ ο υ ν .

Τα υποδεγμάτα προεξφληση μερισμτων εξετζουν το ποσ που λαμβνουν οι μτοχοι μια επιχερηση ω αμοιβ, με τη μορφ μερισμτων μετ το πρα των ετσιων εργασι ν τη επιχερηση . Για να αποτιμσουν εν μια επιχερηση εναι ελκυστικ για επνδυση χι χρησιμοποιο ντα ι τα οικονομικ μεγθη των μερισμτων, τα οποα εξετζονται και συγκρνονται βσει των ακλουθων υποδειγμτων :

Βασικ μοντλο προεξφληση μερισμτων

Τπδειγμα Gordon Growth Model

Τπδειγμα προεξφληση μερισμτων δοσταδων

Τπδειγμα Η

Τπδειγμα προεξφληση μερισμτων τρι νσταδων

Τα υποδείγματα αυτά παρουσιάζουν πολλομοιοτήτες και διαφορές μεταξύ τους, για τον υπολογισμό και τη σύγκριση των μερισμάτων που αποδίδουν οι επιχειρήσεις.

Μια ακμή μεθοδολογίας και μελέτης της ελκυστικότητας μιας επιχείρησης ως επενδυτικής ευκαιρίας είναι και τα υποδείγματα υπολειμματικής ταμειακής ροής προ του μετχού (FCFE), σο και ω προ την επιχείρηση (FCFF). Η αποτύπωση της υπολειμματικής ροής προ του μετχού γίνεται με βσει τρία διαφορετικά υποδείγματα. Το πρώτο υπολογίζεται λαμβάνοντας υπψη να σταθερορυθμάνπτυξη των επιχειρήσεων, το δεύτερο είναι εκενο των δυο σταδίων και χρησιμοποιείται για να υπολογισει την αξατη επιχείρηση, η οποα χει δυο σταδιαάνπτυξη και το τρίτο υπδειγμα είναι εκενο των τριών σταδίων και χρησιμοποιείται για την αποτύπωση της αξατων επιχειρήσεων οι οποε διρχονται απτρία σταδιαάνπτυξη. Η αποτύπωση της αξατη ταμειακή ροή προ την επιχείρηση γίνεται απτη μια πλευρ με τη μεθοδο προεξφληση του μσου σταθμικό κστου (WACC) και απτην λλη πλευρ, μσωτη προσαρμογή της παροσα αξα (Adjusted Present Value - A.P.V).

να λλο τρπο αποτύπωση της αξα μια επιχείρηση μπορε να γνει και βσει των πολλαπλασιαστων, ετε των κερδν ετε τη

λογιστική αξία. Οι πολλαπλασιαστές κερδών διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

Πολλαπλασιαστές Κερδών P/E

Πολλαπλασιαστές Κερδών PEG

Πολλαπλασιαστές Κερδών: Σχετική P/E

Πολλαπλασιαστές Κερδών: Τιμή προς

Μελλοντική Κερδή

Πολλαπλασιαστές Κερδών: Αξία Επιχείρησης προς Κερδή προς Φρών, Τκων, Αποσβέσεων (ΚΠΤΦΑ)

Από την άλλη πλευρά, οι πολλαπλασιαστές τη λογιστική αξία δεχθούν ποσοδιαφορετικές μπορεί να είναι η αξία μια επιχείρηση βσει των λογιστικών στοιχείων, σε σχέση με την αξία της τσιπώ αυτ καθορίζεται από την αγορά. Δίνουν ιδιαίτερη βαρτητα στη λογιστική αξία των ιδών κεφαλών τη επιχείρηση, καθ και επση και στην αγορά αξία ιδών και ξνών κεφαλών.

Τλο, να ακμη υπδειγμα το οποο χρησιμοποιείται και αναλεται είναι και εκενο των ενδεχμενων απαιτσεων, το οποο χει εμφανισθε τα τελευταα χρνια και θεωρεται ω το πιο αντιπροσωπευτικ, αλλ και πλον εξελιγμνο, για την αποτμηση τη αξία μια επιχείρηση.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνικά

1. Αρτκή Π. Γ. (2010), «Διαχείριση Αξία και Κινδύνου», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, Σελ: 132 - 133
2. Ευθυμολού Π. (1999), «Θματα Χρηματοοικονομική Διοκηση», Εκδόσεις Σταμόλη, Πειραιά, Σελ: 115
3. Κντζο Κ. (2002), «Ανλυση Χρηματοοικονομικών Καταστσεων», Εκδόσεις Interbooks, 3^η έκδοση, Αθήνα, Σελ: 145 - 146, 154 - 155
4. Νικτα Α, Νιρχο (1997), «Χρηματοοικονομική Ανλυση Λογιστικών Καταστσεων», Εκδόσεις Σταμόλη, Αθήνα, Σελ: 179 - 188, 195 - 196

Ενη

1. Damodaran A., (2002), «Investment Valuation», 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York

Αρθρογραφία

1. Artikis P., Sorros J. (2005), «Portfolio Performance & Investment Strategies - The Case of the Athens Stock Exchange», pp. 1 - 13
2. Artikis P. «Relative Valuation and Fundamental Factors - The Case of Greek Listed Forms», University of Piraeus, working paper

3. Basu S., (1977), «Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price - Earnings Ratios», American Finance Association, pp. 663
4. Brennan M., (2010), «A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon valuation Model», American Finance Association, pp. 1116 - 1117
5. Cameron T. (2009), «Value Investing Using Price Earnings Ratio in New Zealand», The University of Auckland, pp. 2
6. Damodaran A., (2005), «Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles>)
7. Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31
8. Demirakos E., Strong N., Walker M., (2004), «What Valuation Models Do Analysts Use?», Accounting Horizons, Vol. 18, No. 4
9. Estrada J. (2005), «Adjusting P/E/ ratios by growth and risk: the PERG ratio», IESE Business School, Barcelona, Spain, pp.188 - 192
10. Freeman R.N. (1994), «Empirical Research in Accounting: Market Value, Book Value and Earnings», Asset Valuation S.A. Butler ed. University of Oklahoma, The Center for Economic and Management Research
11. Fernandez P., (2007), «Company Valuation Methods - The most common errors in valuations», Working Paper No 449, IESE Business School
12. Fernandez P., (2009), «Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories», previous version: Managerial Finance, Vol. 33, No. 11, pp 853 - 876
13. Hardouvelis G., Papanastasopoulos G., Thomakos D., Wang T., (2010), «External Financing Growth and Stock Returns», Forthcoming: European Financial Management

14. Huang Y., Hui Tsai C., Chen C. (2007), «Expected P/E, Residual P/E and Stock Return Reversal: Time - Varying Fundamentals or Investor Overreaction», International Journal of Business and Economics, Vol. 6, pp. 2 - 17
15. Lee S., Upneja A., (2007), «Is the Capital Asset Pricing Model (CAPM) the best way to estimate cost - of equity for the lodging industry?», Temple University, Philadelphia, Pennsylvania, U.S.A., pp. 1 - 14
16. Reilly K., Brown C., (2005), «Investment Analysis and Portfolio Management», 6th Edition
17. Wilcox J., Philips T., (2004), «The PB-ROE Valuation Model Revisited», Wilcox Investment
18. Xu L., Cai F., (2006), «Price To Earnings Multiples and Mergers and Acquisitions», CR Vol. 16, No 1, pp. 1 - 6
19. Yoo Y., (2006), «The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples», Review of Accounting and Finance, Vol. 5, No. 2
20. <http://plato.stanford.edu/entries/paradox-stpetersburg/>
21. Gordon M. J., (1959), «Dividends, Earnings and Stock Prices», The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No 2, Part 1 (May 1959), pp 99 - 105
22. Merton H. Miller and Franco Modigliani, (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», Vol. 34, No 4, pp 411 - 433

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΤ ΚΛΑΔΟΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α.)

5.1. Δεδομένα

Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται η θεμελιώδη σχέση μεταξύ των εισηγμένων ελληνικών εταιρειών που ανήκουν στον κατασκευαστικό κλάδο, κατά την περίοδο 2007 - 2014. Αφορμή για την επιλογή του εν λόγω κλάδου οικονομική δραστηριότητα αποτέλεσε η αναμφισβήτητη

συμβολ του στην ελληνικ οικονομια τα τελευταα τη, πριν απ την χρηματοπιστωτικ κρση που σημειθηκε και επηρασε σημαντικ και τι κατασκευ .

Ο δεκτη κατασκευ ν αποτελεται απ 18 εταιρεε (στο τλο του 2007) και το δεγμα αποτελεται απ 11 εταιρεε μετ την αφαρση 7 εταιρει ν που δεν διθεταν συνεχμενη παρουσα στο χρηματιστριο. Οι εταιρεε που αποτελον το δεγμα εναι οι εξ :

Πνακα 23: Βαρτητα κθε εταιρεα του δεγματο στον δεκτη

| Εταιρεα | Βαρτητα στο Δεκτη |
|-------------------------------|-------------------|
| AEGEK S. A. | 1,55% |
| ATHENA SA | 1,77% |
| ATTIKAT S. A. | 2,04% |
| BIOTER S. A. | 1,29% |
| DOMIKI KRITIS S. A. | 0,77% |
| ELLAKTOR SA | 24,64% |
| FHL MANUFACTUR-TRADING CO SA | 0,55% |
| HERACLES GENERAL CEMENT COMP | 8,23% |
| INTRACOM S. A TECHNICAL & STE | 0,40% |
| J&P-AVAX SA | 7,40% |
| TITAN CEMENT CO. S. A. | 51,38% |

Στον παραπνω πνακα παρουσιζεται η βαρτητα κθε εταιρεα στο σολο του δεκτη. πειτα απ την αφαρση ορισμ νων εταιρει ν απ την ανλυση αυτ, η βαρτητα του δεκτη δεν αθοζει σε 100%, με αποτλεσμα να απαιτηθε ο υπολογισμ εκ νου τη βαρτητα κθε εταιρεα στο δεκτη μη λαμβ νοντα υπψη τι εταιρεε που

αφαιρήθηκαν προκειμένου το νόο δείγμα να αθροζέσει 100%.

Για την υλοποίηση της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτη κατασκευών και υλικών, με τον κωδικό <ASEDKY Index> του Bloomberg, εν παρατηθενται τα δεδομένα που αντλήθηκαν απ τη βάση δεδομένων του Bloomberg¹²⁹:

Earnings per share (IS061)

PE ratio (RR900)

Dividends per Share (RR025)

Retention Ratio (RR107)

Betas (RK001)

Sustainable Growth Rate (RR169)

Cost of Equity (VM008)

Ακολούθω, περιγράφονται τσο η μθοδο που ακολουθήκε στην παροσα μελτη, καθ και τα αποτελσματο τη, αναφορικ με το δείκτη PE, και εν συνεχέα με του δείκτη PBV και PS.

Σημεινεται πω στο δείγμα λφθηκαν υπψη οι εταιρεε HERACLES GENERAL CEMENT COMP και TITAN CEMENT CO. S.A, καθ παρλο που συμπεριλαμβνονται στο δείκτη κατασκευών και υλικών, εντοτοι δεν αποτελον κατασκευαστικ εταιρεε και δεν εναι πλωομοειδε με τι υπλοιπε κατασκευαστικ του δείματο. Συγκεκριμένα, εξειδικεονται στη βιομηχανα παραγωγι τσιμντου παρστην υλοποίηση κατασκευαστικν ργων και υποδομν με την ευρεα ννοια.

¹²⁹ <http://www.bloomberg.com/markets>

Συμπεριλήφθηκαν μω στο δείγμα, καθ η δραστηριότητα των αμιγ κατασκευαστικ ν εταιρει ν να ρρηκτα συνδεδενη με τι εταιρεε παραγωγ τσιμντου.

Εξετζοντα χωριστ τι αμιγ κατασκευαστικ εταιρεε με τι δο εταιρεε παραγωγ τσιμντων για το χρονικ διστημα 2007-2014 παρατηρεται πω οι αμιγ κατασκευαστικ εταιρεε σημεωσαν μσηετσια μεωση 1,9% (Compound Annual Rate of Growth - CAGR) του κκλου εργασι ν του και οι εταιρεε παραγωγ τσιμντου μεωση 11,9%. Αναλυτικτερα, ο κκλο εργασι ν των αμιγ κατασκευαστικ ν εταιρει ν μειθηκε απ 1.172 εκατομμρια ευρ το 2007 σε 757 εκατομμρια ευρ το 2014 (συνολικ μεωση 13%), εν των εταιρει ν παραγωγ τσιμντου μειθηκε απ 1.153 εκατομμρια ευρ το 2007 σε 473 εκατομμρια ευρ το 2014 (συνολικ μεωση 59%).

Πνακα 24: Βασικ οικονομικ μεγθη - Κατασκευαστικ εταιρεε

| ποσ σε εκ. € | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------|------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Κκλο εργασι ν | 867 | 1.172 | 975 | 759 | 593 | 448 | 566 | 757 |
| EBITDA | 112 | 152 | 27 | -47 | 22 | 4 | -81 | -9 |
| Αποτελσματα προφρων | 61 | 27 | 18 | -18 | -56 | -75 | -163 | -97 |

πω προκπτει απ τον παραπνω πνακα, το θροισμα των αμιγ κατασκευαστικ ν εταιρει ν παρουσιζει σημαντικ αξισηω και το 2008, εν στη συνχεια μεινεται σημαντικ. Αντιστοιχε τσει παρατηρονται

και για τα κέρδη προ φόρων, τκων και αποσβ σεων (EBITDA) κατ την εξεταζ μενη περοδο που, μετ την οικονομικ κρση του 2008, καταγρ φονται ζημι σε πολλ περιπτ σει .

Για τι εταιρεε παραγωγ τσιμντου, τα αντστοιχα αποτελ σματα παρουσι ζονται στον παρακ τω πνακα:

Πνακα 25: Βασικ οικονομικ μεγ θη – Εταιρεε παραγωγ τσιμντου

| ποσ σε εκ. € | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Κ κλο εργασι ν | 1.153 | 1.181 | 919 | 722 | 457 | 423 | 445 | 473 |
| EBITDA | 271 | 245 | 171 | 65 | -4 | -54 | -138 | 0 |
| Αποτελ σματα προ φ ρων | 264 | 213 | 135 | 19 | -59 | -105 | -195 | 52 |

Η τση δεν διαφ ρει σημαντικ σε σχση με την διαχρονικ πορεα των μεγεθ ν για τι εν λγω εταιρεε, παρ λα αυτ αξζει να σημειωθε τι τα μεγ θη του εναι συγκριτικ μεγαλ τερα απ’ τι στι αμιγ κατασκευαστικ εταιρεε εν, παρ λληλα, εμφαν ζουν και μεγαλ τερε ζημε το χρονικ δι στημα 2011-2013 ω προ τα αποτελ σματα EBITDA και τα αποτελ σματα προ φ ρων.

5.2. Περιγραφ Βασικ ν Μεταβλητ ν

Στη συγκεκριμ νη εν τητα παρουσι ζονται τα βασικ στοιχεα και οι μεταβλητ που πρκειται να χρησιμοποιοηθον στην εμπειρικ ανλυση, εν η μεθοδολογα

περιγράφεται σε επόμενη ενότητα. Συγκεκριμένα, στην εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές PE ratio, PBV ratio και PS ratio¹³⁰.

5.2.1. PE Ratio

Ο δείκτης PE Ratio αντανακλά τον λόγο τιμής ανά μετοχή προτακρδη ανά μετοχή και ουσιαστικά, είναι να δείκτη για την αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας που μετρητή τρέχουσα τιμή μετοχής τη σχέση με τα κρδη που αυτή πραγματοποιεί ανά μετοχή αυτή. Συνθώ, ο χαμηλότερη τιμή λαμβάνει ο εν λόγω δείκτης, τόσο πιο θετικό στοιχείο θεωρείται κατά τα κρδη των εταιρειών είναι αυξημένα. Ο τπό τη μεταβλητή (PE ratio) υπολογίζεται ως ακολούθω:

$$PE = \frac{P_t}{EPS} \quad (\text{σχ. 5.1)}$$

που, P_t η τιμή μετοχής την χρονική στιγμή t και EPS τα κρδη ανά μετοχή. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, περισσότερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο λόγο τιμής προτακρδη ανά μετοχή με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης, πώτα μερσμάτα ανά μετοχή, ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων στην επιχείρηση και το κόστος κεφαλαίου. Κατ'

¹³⁰ Λιπή Κ. (2008), «Λογιστική εταιρειών - Θεωρητικά και πρακτικά θέματα», Εκδόσεις Μπν ου Γ.

αυτὸν τρόπο, ὁ δεκτὴ αὐτὴ υπολογίζεται μετὰ τὸν ἀκλουθοῦτο:

$$PE = \frac{PR \cdot (1+g)}{r-g} \quad (\sigma \chi. \quad 5.2)$$

πὸν PR τὸ payout ratio, δηλαδὲ τὸ ποσοστὸ τῶν διανεμμένων κερδῶν, ποὺ ὀρίζεται ὡς Μεροσμάτα (Dividends) / Καθαρὸ Ἐισόδημα (Net Income), ὁ ῥυθμὸς ἀνπτυξίης (ἀξίηση) τῶν μερισμῶν καὶ r τὸ κεφαλαιακὸ κόστος, τὸ ὁποῖο προκύπτει ἀπὸ τὸ μοντέλο Capital Asset Pricing Model (CAPM). Σημειώνεται πῶς τὸ μοντέλο CAPM υπολογίζεται ἀπὸ τὸν ἀκλουθοῦτο:

$$r_{\text{share capital}} = R_{\text{free}} + \beta(R_{\text{market}} - R_{\text{free}}) \quad (\sigma \chi. \quad 5.3)$$

πὸν $r_{\text{share capital}}$ τὸ κόστος (ἐπιτόκιο) κεφαλαίου, R_{free} τὸ ἐπιτόκιο ἀσφαλῶς ἐπενδύσεως (συνθῶ τὸ μακροπρόθεσμο ἐπιτόκιο τῶν κρατικῶν ὀμολγῶν), R_{market} τὸ ἐπιτόκιο ἀγορῆ τῶν ἀναμειγμένων ποσοστῶν ἀπώσεως ἐπενδύσεων στὴν κεφαλαιαγορῆ καὶ βὸ συντελεστὴ παραγόντα κινδύνου (συχνὸ ἀποκαλεῖται καὶ συντελεστὴ beta). Σημειώνεται πῶς ἡ τιμὴ τοῦ συντελεστῆ βὸ εἶναι ὑψηλότερη τῆς μονάδας ($\beta > 1$), ἡ μετοχὴ τῆς ἐπιχείρησης ἐμφανίζει μεγαλύτερη μεταβλητὴτητα (volatility) ἀπὸ τὴν ἀντιστοιχίη τῆς ἀγορῆς, ἐμφανίζει χαμηλότερη μεταβλητὴτητα ἐφ' ὅσον ἡ τιμὴ τοῦ συντελεστῆ βὸ εἶναι μικρότερη τῆς μονάδας ($\beta < 1$).

5.2.2. PBV Ratio

Ο δείκτης PBV Ratio αντανακλά την αγορά α προτιμολογιστική τιμή μια μετοχή και υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$PBV = \frac{P_0}{BV / share} \quad (\text{σχ. 5.4})$$

που P_0 είναι η τρέχουσα (χρηματιστηριακή) τιμή της μετοχής, BV είναι η τρέχουσα λογιστική αξία της μετοχής, δηλαδή το σύνολο της καθαρότητας προ τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία (outstanding shares) και share το μρισμά των μετοχών. Στην βασική μορφή ανάλυσης, που ακολουθεί, ο δείκτης αυτός υπολογίζεται σύμφωνα με την εξίσωση:

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE - g}{R - g} \quad (\text{σχ. 5.5})$$

που ROE είναι ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος ισούται με το σύνολο των καθαρών κερδών μια εταιρεία προ του συνολού των ιδίων κεφαλαίων και αποτυπώνει το βαθμό αποτελεσματικότητας της εταιρείας στη χρήση των κεφαλαίων των μετόχων της. Ο υψηλότερη τιμή λαμβάνει ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο αποτελεσματικότερη θεωρείται η αξιοποίηση των ιδίων κεφαλαίων μια εταιρεία.

5.2.3. PS Ratio

Ο παραπνω δεκτη αποτελε το λογο τη αγορα αξα των κεφαλων μια εταιρεα προτα συνολικ τη σοδα. Ουσιαστικ, ο δεκτη αντανακλ τον λογο τη αγορα α (χρηματιστηριακ) τιμ μια μετοχ προτα σοδα αν μετοχ και εκφρζει το φελο που αποκομζουν οι μετοχοι απ τα κρδη τη εταιρεα. Ο δεκτη αυτ υπολογζεται ω ακολοθω :

$$PS = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Total Revenues}} \quad (\sigma \chi. 5.6)$$

Συνθω, χαμηλτερε τιμ του δεκτη αυτο θεωρεται πω εναι προτιμτερη επνδυση, καθ οι μετοχοι τη εταιρεα καταβλλουν χαμηλτερο μερδιο για κθε μονδα κρδου τη εταιρεα και επομνω η εταιρεα αποτελε βασικ πηγ προσλκυση επενδσεων στην ιδιοκτησα τη.

Επση, για του σκοπο τη ανλυση που ακολουθε χρησιμοποιθηκε ο εξ τπο του PS Ratio:

$$PS = \frac{\text{Net Margin} \cdot (1+g) \cdot \text{Payout Ratio}}{R-g} \quad (\sigma \chi.$$

5.7)

που Net Margin εναι το καθαρ περιθριο κρδου τη εταιρεα, δηλαδ τα καθαρ κρδη (προφρων), διαιρεμνα με το συνολο των πωλσεων (τζρου) που πραγματοποιησε σε να δεδομνο το.

5.3. Επιλογή Μεθόδου Ανάλυσης Δεδομένων

Συμφώνα με την περιγραφή των δεδομένων και των βασικών μεταβλητών που προηγήθηκε, η εμπειρική ανάλυση που ακολούθηθηκε σε αυτή τη περίπτωση περιλαμβάνει το υπδειγματική κλασική γραμμική παλινδρόμηση. Στο συγκεκριμένο υπδειγμα εξετάζεται συνθήκη σχέση μεταξύ μεταβλητών, η οποία είναι συνθήκη εξαρτημένη μεταβλητή, με μια περισσότερο μεταβλητή, οι οποίες αποκαλούνται ανεξάρτητη μεταβλητή. Στην περίπτωση που υπάρχει μια ανεξάρτητη μεταβλητή, το κλασικό γραμμικό υπδειγμα έχει την ακόλουθη μορφή¹³¹:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X \quad (\text{σχ. 5.8})$$

που Y η εξαρτημένη μεταβλητή, X η ανεξάρτητη μεταβλητή και β_0 και β_1 οι παράμετροι προεκτίμησης. Η παράμετρος β_0 εκφράζει την τιμή της εξαρτημένη μεταβλητή αν η ανεξάρτητη μεταβλητή λάμβανει μηδενική τιμή, είναι δηλαδή το σημείο τομής της ευθείας παλινδρόμησης με τον κθετό άξονα τον ξονα της εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η παράμετρος β_1 εκφράζει τον ρυθμό μεταβολής της εξαρτημένη μεταβλητή, αν η ανεξάρτητη μεταβλητή μεταβάλλεται κατά μονάδα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, η

¹³¹ Armstrong J., (2012), «Illusions in Regression Analysis», http://www.academia.edu/1105970/Illusions_in_Regression_Analysis

ανάλυση περιλαμβάνει τόσο μακρο και περισσότερο μεταβλητή¹³²:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_v X_v \quad (\text{σ.χ. } 5.9)$$

που X_1, X_2, \dots, X_v ο αριθμός των ανεξαρτητών μεταβλητών και $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_v$ οι παράμετροι προεκτίμησης.

Ωστόσο, σε μια εμπειρική ανάλυση, λόγω του τι οι παρατηρήσεις ενδεγματοδεν βρσκονται πάνω στην διαευθεαπαλινδρμηση που εκτιμται, οι δοπαρπνωσχει περιλαμβάνουν και να να ακμηρο, που συνθωσυμβολζεται με ε και ονομαζεται "τυχαορο" "τυχαοσφλμα" και περιλαμβάνει μεταβλητή οι οποε δεν επιλχθηκαν για το συγκεκριμνο δεγμα, ετε επειδταν αδνατη η μτρηση του, ετε επειδ η επδραση του στο υπδειγμα δεν ταν τόσο σημαντικ, την ασθμητη ανθρπινη συμπεριφορ και τα τυχνσφλματα μτρηση στι μεταβλητή. Απ αυττην ποψη, το μοντλο που θα εκτιμηθε παρακτω εκτιμται εμπειρικ και χι θεωρητικ, τσι οι τποι που θα χρησημοποιηθον ενα οι εξ (Armstrong, 2012):

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon \quad (\text{σ.χ. } 5.10)$$

και

¹³² Armstrong J., (2012), «Illusions in Regression Analysis», http://www.academia.edu/1105970/Illusions_in_Regression_Analysis

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_v X_v + \varepsilon \quad (\sigma \chi. \text{ 5.11})$$

Τ λ ο , α π τ η ν ε κ τ μ η σ η τ ω ν υ π ο δ ε ι γ μ τ ω ν π ο υ θ α α ν α λ υ θ ο ν κ α τ ω τ ρ ω , π ρ ο κ π τ ε ι ν α β α σ ι κ σ τ α τ ι σ τ ι κ α π ο τ λ ε σ μ α π ο υ ο ν ο μ ζ ε τ α ι ’’ Σ υ ν τ ε λ ε σ τ Π ρ ο σ δ ι ο ρ ι σ μ ο ’’ κ α ι σ υ μ β ο λ ζ ε τ α ι μ ε R^2 (R-Squared). Ο Σ υ ν τ ε λ ε σ τ Π ρ ο σ δ ι ο ρ ι σ μ ο α ν τ α ν α κ λ τ ο π σ ο κ α λ η μ ε τ α β λ η τ τ η τ α π ο υ π α ρ α τ η ρ ε τ α ι σ τ η ν ε ξ α ρ τ η μ ν η μ ε τ α β λ η τ (Y) ε ξ η γ ε τ α ι α π τ η ν π α λ ι ν δ ρ μ η σ η , δ η λ α δ α π τ η ν μ ε τ α β λ η τ τ η τ α τ η α ν ε ξ ρ τ η τ η μ ε τ α β λ η τ (X) κ α ι π σ η α π τ η μ ε τ α β λ η τ τ η τ α α υ τ μ ν ε ι α ν ε ξ γ η τ η , ο φ ε λ ε τ α ι δ η λ α δ σ ε τ υ χ α ο υ π α ρ γ ο ν τ ε . σ ο υ ψ η λ τ ε ρ η ε ν α ι η τ ι μ τ ο υ ε ν λ γ ω σ υ ν τ ε λ ε σ τ , τ σ ο κ α λ τ ε ρ η ε ν α ι κ α ι η ε κ τ μ η σ η τ η π α λ ι ν δ ρ μ η σ η π ο υ ε κ τ ι μ τ α ι .

5.4. Εμπειρική Ανάλυση

π ω δ η ε ι π θ η κ ε σ τ η ν ε π ι λ ο γ τ η ε ρ ε υ ν η τ ι κ μ ε θ δ ο υ , τ ο ε ρ γ α λ ε ο τ ο ο π ο ο θ α χ ρ η σ ι μ ο π ο ι η θ ε ε δ ε ν α ι η α ν λ υ σ η γ ρ α μ μ ι κ π α λ ι ν δ ρ μ η σ η . Τ ο μ ο ν τ λ ο α υ τ θ α χ ρ η σ ι μ ο π ο ι η θ ε γ ι α κ θ ε ν α ν α π τ ο υ β α σ ι κ ο δ ε κ τ ε π ο υ α ν α φ ρ θ η κ α ν , δ η λ α δ τ ο υ P E , P B V κ α ι P S r a t i o , ο ι ο π ο ο ι θ α ε ν α ι κ α ι ο ι ε ξ α ρ τ η μ ν ε μ ε τ α β λ η τ . Α ν α φ ο ρ ι κ μ ε τ ι α ν ε ξ ρ τ η τ ε μ ε τ α β λ η τ , α υ τ π ε ρ ι γ ρ φ ο ν τ α ι π α ρ α κ τ ω γ ι α τ ο ν κ θ ε δ ε κ τ η ξ ε χ ω ρ ι σ τ . Ε π σ η , τ α δ ε δ ο μ ν α θ α ε ν α ι σ υ ν δ υ α σ μ δ ι α σ τ ρ ω μ α τ ι κ ν κ α ι χ ρ ο ν ο λ ο γ ι κ ν

δεδομένων (longitudinal or panel data) για 11 εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑΑ του κατασκευαστικού κλάδου τα έτη 2007-2014.

5.4.1. PE Ratio

Για τον δείκτη PE Ratio υπολογίσθηκαν αρχικοί θεωρητικοί αλλά και οι παρατηρούμενες τιμές του δείκτη για την περίοδο 2007-2014 για κθεεταίρεα και στη συνέχεια, ο δείκτης αυτός σταθμίστηκε ανάλογα με τη βαρύτητα για κθεεταίρεα, στέ να προκψεί ο σταθμισμένος (θεμελιδής) δείκτης PE. Αυτό γίνεται προκειμένου να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά ανάλυση χρονολογικών σειρών στην παλινδρόμηση του δείκτη με τιμάνεξηρτητέμεταβλητή. Σε αυτήτη περίπτωση, διενεργήθηκαν δύο παλινδρομσεις: Η πρώτη παλινδρόμηση εξετζει τη σχέση μεταξύ της εξλιξη του θεμελιδού PE Ratio (εξαρτημένη μεταβλητή) και της απόσης διακρτηση στην λξη (yield to maturity) του δεκαετού ελληνικού ομολγού (άνεξηρτητή μεταβλητή). Η ανάλυση αυτό γίνεται εξ αρχότω στέ να προσδιορισθε ο βαθμύσυσχτηση μεταξύ του κόστους δανεισμού τη ελληνικό οικονομία και του επιπδού κερδών των ελληνικών εταιρειών για τη περίοδο 2007-2014. Γενικτέρα, η παλινδρόμηση αυτό χρησιμοποιείται για να δεξει το ποσό μεταβλλεται ο δείκτης PE τάν μεταβλλεται η κατάσταση δανεισμού τη ελληνικό οικονομία, δηλαδή, το βαθμύεπδραση τη

γενικότερη κατάσταση τη χροιά στα κέρδη των εταιρειών. Επειδή ο δεκτής αυτών αντανακλά την (πραγματική) αξία μιας εταιρείας, είναι σημαντικό να εξεταστεί πσο μεταβάλλεται η αξία αυτών των μεταβάλλονται οι συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

πείτα, η δέτερη παλινδρομηση χρησιμοποιεί τη σχέση μεταξύ του παρατηρούμενου δεκτή PE (εξαρτημένη μεταβλητή) και των μεγεθών υπολογισμού του δεκτή αυτού, δηλαδή του βαθμού ανάπτυξης των μερισμάτων g (Growth), το ποσοστό των διανεμμένων κερδών (Payout Ratio) και τον συντελεστή β , πω προκύπτει από το υπόδειγμα CAPM, κθε μετοχτών εξεταζόμενων εταιρειών. Η περπτωση αυτών χρησιμοποιείται για να καταδειξει το βασικότερο παράγοντα επδραση τη εν λόγω περιδου στην τιμή του δεκτή και το αποτέλεσμα δηλνει απ τι επηρεστηκε ο συγκεκριμένο δεκτή την τρχουσα περοδο.

5.4.2. PBV Ratio

Για τον δεκτή PBV ratio ακολουθηθηκε η μεθοδολογική προσγγιση που εφαρστηκε και στην περπτωση του δεκτή PE, με μνη διαφορ στην χρση τη παλινδρομηση για αυτών τον δεκτή. Χρησιμοποιούνται τα παρατηρούμενα PBV Ratios σταθμισμένα με του

αντιστοιχού δεκτε κθε εταιρεία, γνετα ανλυση παλινδρμηση μεταξ του σταθμισμνου δεκτη και των μεγεθν του, συμφωνα με την σχση 5.4, δηλαδ των expected growth (g), payout ratios (PR), beta coefficients κθε μετοχ και ROE, για τη περοδο 2007-2014. Η εξταση αυτη τη παλινδρμηση εξετζει, πω και στον δεκτη PE, ποιο παργοντα συνβαλλε σημαντικ στην μεταβολ του PBV την ενλγωπεροδο.

5.4.3. PS Ratio

Αντιστοιχη μεθοδολογα ακολουθηκε και στην περπτωση του PS ratio, πω και στο παραπνω δεκτη, με τη μνη διαφορνα γκειται στον υπολογισμ τη παλινδρμηση του. Με τη χρση τη σχση 5.6., διενεργθηκε ανλυση παλινδρμηση μεταξ του παρατηρομενου PS ratio, σταθμισμνου μετα αντιστοιχα PS ratio κθε εταιρεία-μετοχ, και των ανεξρτητων μεταβλητν του: expected growth (g), payout ratios (PR), beta coefficients για κθε μετοχ και net profit margin, δηλαδ το περιθριο καθαρο κροδου, για τη περοδο 2007-2014.

Σημεινετα πω η παραπνω ανλυση, λγω του τι εξετζει τη σημαντικτητα των ανεξρτητων μεταβλητν στην επδραση του στην εξαρτημνη μεταβλητ, το αν εναι σημαντικ χι εξαρταται απτην τιμτην οποα θα χειηλεγμενη'' τιμπιθαντητα (p-value)'' , η οποα εναι να στατιστικ αριθμ που δηλνει το ελχιστο επεδο σημαντικτητα στο οποο απορρπτεται η

σημαντικητητα μια μεταβλητη πνω σε μια
 λλη. Οι υποθεσει που ελγχονται ενα οι
 εξ :

$$H_0: \beta_i=0$$

ναντι τη

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

Η H_0 ονομαζεται μηδενικη υποθεση και η H_1
 εναλλακτικη υποθεση. Η προτη υποθεση
 δεχνει αν ο συντελεστ μια i (ανεξρτητη)
 μεταβλητη ενα μηδενικη, δηλαδ τη
 συγκεκριμνη μεταβλητη δεν επιδρ στην
 εξαρτημνη μεταβλητη, εν η δετερη υποθεση
 δηλνει τι ο συντελεστ αυτ ενα
 σημαντικη διαφορετικη απ το μηδν και ρα
 υπρχει επιδραση τη i ανεξρτητη στην
 εξαρτημνη μεταβλητη. Με τη χρση τη τιμ p -
 value, η προτη υποθεση (H_0) δεν απορρπτεται
 αν $p > 5\%$, εν η δετερη υποθεση (H_1) γνεται
 δεκτ αν $p \leq 5\%$.

Συνεπ, οι παλινδρομσει που θα
 χρσιμοποιηθον ενα οι εξ :

$$PE \text{ ratio} = \beta_0 + \beta_1 10yYield \quad (\sigma \times . 5.12)$$

$$PE \text{ ratio} = \beta_0 + \beta_1 * Growth + \beta_2 * Payout \text{ Ratio} + \beta_3 * Betas \quad (\sigma \times . 5.13)$$

$$PBV \text{ ratio} = \beta_0 + \beta_1 * Growth + \beta_2 * Payout \text{ Ratio} + \beta_3 * Betas + \beta_4 * ROE$$

($\sigma \times . 5.14$)

$$PS \text{ ratio} = \beta_0 + \beta_1 * Growth + \beta_2 * Payout \text{ Ratio} + \beta_3 * Betas + \beta_4 * Net$$

Margin ($\sigma \times . 5.15$)

5.5. ρευνα του PE Ratio

Στη παροσα εντητα εξετ ζεται το PE ratio, τσο των εταιρειν του δεγματο, σο και του συνολικο δεκτη. Υπολογ ζεται η παρατηρο μενη τιμ και συγκρνετα με την αντστοιχη θεωρητικ τιμ συμφωνα με την αντστοιχη θεωρα, με σκοπ να εξαχθον συμπερσματα.

Για την υλοποηση τη μελτη χρησημοποιθηκαν τα ακλουθα δεδομνα:

Οι τιμ κλεισματο τη μετοχ κθε εταιρεα τα τη 2007 - 2014

Τα κρδη αν μετοχ για κθε εταιρεα τα τη 2007 - 2014

Η βαρτητα κθε εταιρεα στο δεκτη

Το payout ratio κθε εταιρεα του δεκτη την περοδο 2002 - 2014

Ο ρυθμ ανπτυξη κθε εταιρεα την περοδο 2002 - 2014

Μετασυγκεκριμνα δεδομνα υπολογστηκαν τα κτωθιστοιχεια και αποτυπηκαν μσω των σχετικν πινκων. Αρχικ, υπολογστηκε το παρατηρομενο P/E κθε εταιρεα, το οποο παρουσι ζεται για την περοδο 2007 - 2014:

Π ν α κ α 26: Πα ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P/E

| Ε τ α ι ρ ε α | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | -2,32 | -0,34 | 10,83 | 23,00 | -1,77 | -0,61 | -0,18 | -0,16 |
| ATHINA | -11,28 | -2,92 | 14,46 | 52,63 | -0,69 | 0,74 | -1,71 | -0,68 |
| ΑΤΤΙΚ | 29,71 | -3,26 | -1,12 | -0,12 | -0,06 | -0,08 | -0,09 | -0,06 |
| BIOT | 5,66 | 2,10 | -5,70 | -0,47 | -0,12 | -0,56 | -14,70 | -14,10 |
| DOMIK | 15,29 | -6,70 | 35,55 | -5,75 | -3,04 | -1,40 | 35,30 | -4,49 |
| ELLAKTOR | 12,05 | 7,92 | 13,69 | 1.046,88 | 2,87 | 27,43 | --11,36 | -7,10 |
| KYRM | 18,00 | 4,43 | 5,27 | 37,34 | 1,96 | 5,63 | 2,22 | 5,23 |
| HRAK | 17,37 | 9,79 | 25,09 | -6,92 | -2,44 | -1,17 | -0,74 | 2,45 |
| INKAT | 89,27 | 68,18 | 45,57 | 7,38 | 5,59 | -35,33 | -0,93 | 11,88 |
| AVAX | 18,87 | 8,38 | 7,94 | 17,48 | -48,58 | -14,30 | -2,10 | -4,26 |
| TITK | 10,97 | 5,49 | 13,40 | 12,97 | 85,79 | -49,86 | -46,05 | 45,64 |

Α κ ο λ ο θ ω , υ π ο λ ο γ ο σ τ η κ ε τ ο α ν τ σ τ ο ι χ ο P/E τ ο υ δ ε κ τ η κ α τ τ η ν δ ι α π ε ρ ο δ ο α π τ η σ τ θ μ ι σ η τ ω ν P/Es τ ω ν ε τ α ι ρ ε ι ν π ο υ α π α ρ τ ζ ο υ ν τ ο δ ε κ τ η β σ ε ι τ η σ τ θ μ ι σ τ ο υ σ ε α υ τ ν :

Π ν α κ α 27: Πα ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P/E δ ε κ τ η

| τ ο | Π α ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P/E Δ ε κ τ η |
|------|---------------------------------------|
| 2007 | 12,44 |
| 2008 | 6,34 |
| 2009 | 13,72 |
| 2010 | 266,78 |
| 2011 | 40,95 |
| 2012 | -20,16 |
| 2013 | -26,62 |
| 2014 | 21,03 |

Α κ ο λ ο θ ω μ ε τ η χ ρ σ η τ ω ν θ ε μ ε λ ι ω δ ν δ ε δ ο μ ν ω ν υ π ο λ ο γ ο σ τ η κ ε τ ο θ ε μ ε λ ι δ ε P/E τ η

κ θ ε ε τ α ι ρ ε α χ ρ η σ ι μ ο π ο ι ν τ α τ η ν ε ξ ω σ η

5.2.

Π ν α κ α 28: Θ ε μ ε λ ι δ ε Ρ/Ε

| Ε τ α ι ρ ε α | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | 9,70 | 5,65 | -102,83 | 7,06 | 4,62 | 8,14 | 8,37 | 11,61 |
| ATHINA | 14,13 | 7,90 | 12,03 | 7,19 | 3,85 | 8,82 | 9,10 | 13,46 |
| ATTIK | 11,15 | 6,54 | 8,01 | 6,68 | 4,08 | 8,57 | 8,31 | 13,00 |
| BIOT | 10,54 | 7,99 | 9,99 | 7,02 | 3,96 | 9,07 | 9,10 | 8,78 |
| DOMIK | -33,51 | 9,73 | 15,99 | 7,08 | 4,18 | 10,21 | 9,74 | 6,64 |
| ELLAKTOR | -39,15 | 9,31 | 10,82 | 6,58 | 7,56 | 5,15 | 3,43 | 4,46 |
| KYRM | 10,30 | 5,63 | 7,59 | 6,90 | 12,24 | 7,80 | 4,60 | 47,11 |
| HRAK | 11,64 | 13,35 | 9,51 | 7,25 | 3,51 | 9,06 | 9,56 | 24,66 |
| INKAT | 14,08 | 6,17 | 8,28 | 6,64 | 5,26 | 2,04 | 1,69 | 6,31 |
| AVAX | 13,69 | 8,10 | 2,88 | 4,63 | 6,22 | 8,25 | 3,97 | 9,69 |
| TITK | -13,51 | 46,00 | 22,22 | 12,33 | 4,02 | 20,28 | -186,87 | -21,89 |

Μ ε τ ο ν δ ι ο τ ρ π ο υ π ο λ ο γ ζ ε τ α ι κ α ι η
 α ν τ σ τ ο ι χ η τ ι μ τ ο υ δ ε κ τ η, σ τ α θ μ ζ ο ν τ α
 κ θ ε π α ρ α τ ρ η σ η μ ε τ η β α ρ τ η τ α τ η κ θ ε
 ε τ α ι ρ ε α π ο υ σ υ γ κ α τ α λ γ ε τ α ι σ τ ο δ ε κ τ η.

Π ν α κ α 29: Θ ε μ ε λ ι δ ε Ρ/Ε δ ε κ τ η

| τ ο | Θ ε μ ε λ ι δ ε ΡΕ Δ ε κ τ η |
|------|------------------------------|
| 2007 | -14,00 |
| 2008 | 28,22 |
| 2009 | 14,19 |
| 2010 | 9,48 |
| 2011 | 5,07 |
| 2012 | 13,75 |
| 2013 | -93,40 |
| 2014 | -6,27 |

Στην συνέχεια, στα πλαίσια της παλινδρόμησης των PE ratios με την απόδοση διακρίση στη λήξη (yield to maturity) του δεκαετού ελληνικού ομολόγου, αντλήθηκε η εν λόγω απόδοση από τη βάση δεδομένων του Bloomberg (κωδικός <GTGRD10Y Govt>). Από την ανάλυση της παλινδρόμησης που διεξήχθη προκύψαν τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Πίνακας 30: Αποτελέσματα παλινδρόμησης

| Αποτελέσματα Παλινδρόμησης | | | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Regression Statistics | | | | | | | | |
| Multiple R | 0,82 | | | | | | | |
| R Square | 0,68 | | | | | | | |
| Adjusted R Square | 0,68 | | | | | | | |
| Standard Error | 201,99 | | | | | | | |
| Observations | 94 | | | | | | | |
| Analysis of Variance (ANOVA) | | | | | | | | |
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Sig.</i> | | | |
| Regression | 1 | 7934514,46 | 7934514,46 | 194,48 | 2,04 | | | |
| Residual | 92 | 3753434,98 | 40798,21 | | | | | |
| Total | 93 | 11687949,44 | | | | | | |
| Coefficients | | | | | | | | |
| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95.0%</i> | <i>Upper 95.0%</i> |
| Intercept | -282,65 | 36,07 | -7,84 | 0,00 | -354,30 | -211,00 | -354,30 | -211,00 |
| 10y Yield | 3894,73 | 279,28 | 13,95 | 0,00 | 3340,06 | 4449,40 | 3340,06 | 4449,40 |

Από την παραπνω παλινδρόμηση προκύπτει τι η τεταγμένη επάνω την αρχή, ο σταθερός ρό,

ε να ι $-282,65$ και $p-value$ τ εν ει στο μηδ ν. Ο σ υ ν τ ε λ ε σ τ δ ι ε θ υ ν σ η τ η α π δ ο σ η δ ι α κ ρ τ η σ η σ τ η ν λ ξ η τ ο υ δ ε κ α ε τ ο ε λ λ η ν ι κ ο κ υ β ε ρ ν η τ ι κ ο ο μ ο λ γ ο υ , ε κ τ ι μ θ η κ ε σ τ α τ ι σ τ ι κ σ η μ α ν τ ι κ , μ ε $t - stat$ 13,94, μ ε τ ο θ ε τ ι κ π ρ σ η μ ο ν α δ η λ ν ε ι π ω σ ο τ ο κ σ τ ο δ α ν ε ι σ μ ο τ η Ε λ λ δ α μ ε γ α λ ν ε ι , τ σ ο π ι ο « α κ ρ ι β » γ ν ε τ α ι κ α ι ο δ ε κ τ η , α φ ο τ ο α υ ξ η μ ν ο κ σ τ ο δ α ν ε ι σ μ ο μ ε ι ν ε ι τ α δ υ ν η τ ι κ σ ο δ α τ ω ν ε ν λ γ ω ε τ α ι ρ ε ι ν .

Ο σ υ ν τ ε λ ε σ τ R^2 ε κ τ ι μ θ η κ ε σ ο μ ε 67,88% π ο υ δ η λ ν ε ι π ω τ ο 67,88% τ η μ ε τ α β λ η τ τ η τ α τ ω ν P E δ ε ι κ τ ν ε ξ η γ ε τ α ι α π τ η μ ε τ α β ο λ σ τ η ν α π δ ο σ η δ ι α κ ρ τ η σ η σ τ η ν λ ξ η τ ο υ δ ε κ α ε τ ο ε λ λ η ν ι κ ο κ υ β ε ρ ν η τ ι κ ο ο μ ο λ γ ο υ ε ν τ ο υ π λ ο ι π ο 32,12% τ η μ ε τ α β λ η τ τ η τ α ο φ ε λ ε τ α ι σ ε τ υ χ α ο υ π α ρ γ ο ν τ ε . Π α ρ λ α α υ τ , η ε π ε ξ η γ η μ α τ ι κ δ ν α μ η τ ο υ μ ο ν τ λ ο υ ε ν α ι σ χ ε τ ι κ ι κ α ν ο π ο ι η τ ι κ π ω π ρ ο κ π τ ε ι α π τ ο π ρ ο σ α ρ μ ο σ μ ν ο R^2 , δ η λ α δ 67,53%. Σ υ ν ε π , η ε ξ α ρ τ η μ ν η μ ε τ α β λ η τ ε ν α ι σ τ α τ ι σ τ ι κ σ η μ α ν τ ι κ σ τ η ν ε π δ ρ α σ η τ ω ν P E δ ε ι κ τ ν .

Κ α τ τ η δ ε τ ε ρ η π α λ ι ν δ ρ μ η σ η π ο υ ε κ τ ι μ θ η κ ε σ τ ο π λ α σ ι ο τ η π α ρ ο σ α μ ε λ τ η , π α ρ α τ θ ε ν τ α ι τ α π α ρ α κ τ ω α π ο τ ε λ σ μ α τ α :

Π ν α κ α 31: Α π ο τ ε λ σ μ α τ α π α λ ι ν δ ρ μ η σ η P E

| Α π ο τ ε λ σ μ α τ α Π ο λ λ α π λ Γ ρ α μ μ ι κ Π α λ ι ν δ ρ μ η σ η P / E | |
|---|------|
| Regression Statistics | |
| Multiple R | 0,80 |
| R Square | 0,64 |

| Adjusted Square | R | 0,48 | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Standard Error | | 14,41 | | | | | | |
| Observations | | 11 | | | | | | |
| Analysis of Variance (ANOVA) | | | | | | | | |
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Sig.</i> | | | |
| Regression | 3 | 2534,25 | 844,75 | 4,07 | 0,06 | | | |
| Residual | 7 | 1453,25 | 207,61 | | | | | |
| Total | 10 | 3987,51 | | | | | | |
| Coefficients | | | | | | | | |
| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95.0%</i> | <i>Upper 95.0%</i> |
| Intercept | -7,38 | 12,44 | -0,59 | 0,57 | -36,81 | 22,04 | -36,81 | 22,04 |
| Growth | -277,73 | 11252 | -2,47 | 0,04 | -543,80 | -11,66 | -543,80 | -11,66 |
| Payout Ratio | 21,30 | 53,57 | 0,40 | 0,70 | -105,37 | 147,96 | -105,37 | 147,96 |
| Betas | 26,91 | 17,64 | 1,53 | 0,17 | -14,81 | 68,63 | -14,81 | 68,63 |

Η επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου, που αυτορίζεται από την τιμή του adjusted R - square, εκτιμήθηκε 47,94%, που σημαίνει τι δεν είναι τόσο ισχυρό όσο στη προηγούμενη παλινδρόμηση, παρ'όλο το γεγονός ότι ο συντελεστής R^2 είναι 63,55%. Ο συντελεστής βτα της μεταβλητής growth, συγκριτικά με του άλλου θεωρείται ωστατιστικά σημαντική καθώς η τιμή *p-value* είναι 4,3%, δηλαδή οριακά σημαντική, ενώ οι μεταβλητές Payout Ratio και Betas δεν εκτιμήθηκαν στατιστικά σημαντικές, καθώς σημείωσαν *p-values* 70,28% και 17,101% αντίστοιχα.

5.6. ρευνα του PBV Ratio

Στη παρούσα ενότητα παρατηρούνται τα αποτελέσματα σχετικά με την ρευνα του PBV ratio των εταιρειών του υπεξτάση δεγματο.

Για τον λόγο αυτόν ακολουθήθηκε η παρακτω διαδικασία:

συλλεχθήκαν οι τιμών μετοχών κθεεταίρεα του δείγματος κατά την περίοδο 2007 – 2014

συλλεχθήκαν οι τιμές του book value per share των εταιρειών του δείγματος

Ακολούθως, υπολογίστηκε η παρατηρούμενη τιμή του PBV για κθεεταίρεα του δείγματος, χρησιμοποιώντας την σχέση 5.4 και τα αποτελέσματα παρατηρούνται στον παρακτω πίνακα:

Π ν α κ α 32: Παρατηρούμενο PBV

| Ε τ α ι ρ ε α | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | 1,21 | 1,48 | 1,37 | 0,21 | 0,08 | 0,16 | -0,94 | -0,11 |
| ATHINA | 0,93 | 0,24 | 0,26 | 0,14 | 0,10 | 0,10 | 0,22 | 0,24 |
| ATTIK | 0,63 | 0,14 | 0,33 | 0,11 | 0,12 | 0,05 | -0,04 | -0,03 |
| BIOT | 1,03 | 0,40 | 0,27 | 0,05 | 0,06 | 0,05 | 0,03 | 0,03 |
| DOMIK | 1,06 | 0,38 | 1,02 | 0,81 | 0,62 | 0,24 | 0,15 | 0,09 |
| ELLAKTOR | 1,81 | 0,81 | 0,93 | 0,62 | 0,20 | 0,34 | 0,62 | 0,42 |
| KYRM | 0,98 | 0,24 | 0,64 | 0,45 | 0,32 | 0,32 | 0,36 | 0,79 |
| HRAK | 1,55 | 0,84 | 0,55 | 0,49 | 0,23 | 0,20 | 0,31 | 0,31 |
| INKAT | 0,86 | 0,48 | 0,76 | 0,17 | 0,09 | 0,48 | 0,33 | 0,18 |
| AVAX | 2,01 | 0,73 | 0,82 | 0,29 | 0,15 | 0,53 | 0,74 | 0,23 |
| TITK | 2,25 | 0,84 | 1,19 | 0,89 | 0,63 | 0,74 | 1,14 | 1,04 |

Στην συνέχεια, συλλεχθήκε η βαρτήτα κθεεταίρεα στον δεκτη ανλόγα με την συνολική τη κεφαλαίοποηση και υπολογίστηκε ο PBV του δεκτη ω ο σταθμικ μσο ρο των παρατηρσεων τη κθεεταίρεα του δείγματος μα. Τα αποτελέσματα παρατηρούνται στον επμενο πίνακα:

Π ν α κ α 33: Πα ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P B V δ ε κ τ η

| τ ο | Π α ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο P B V Δ ε κ τ η |
|------|---|
| 2007 | 1,96 |
| 2008 | 0,80 |
| 2009 | 0,99 |
| 2010 | 0,69 |
| 2011 | 0,42 |
| 2012 | 0,53 |
| 2013 | 0,81 |
| 2014 | 0,69 |

π ε ι τ α , υ π ο λ ο γ ο σ τ η κ ε τ ο P B V r a t i o τ ο υ δ ε κ τ η χ ρ η σ ι μ ο π ο ι ν τ α θ ε μ ε λ ι δ η σ τ ο ι χ ε α . Γ ι α τ ο ν σ κ ο π α υ τ ν σ υ λ λ χ θ η κ α ν τ α ε ξ σ τ ο ι χ ε α :

Μ σ ο R O E τ ω ν τ ε λ ε υ τ α ω ν δ κ α ε τ ν

Μ α κ ρ ο χ ρ ν ι ο ρ υ θ μ α ν π τ υ ξ η (g)

Κ σ τ ο κ ε φ α λ α ω ν (R)

Τ α α π ο τ ε λ σ μ α τ α π α ρ α τ θ ε ν τ α ι σ τ ο ν π α ρ α κ τ ω π ν α κ α :

Π ν α κ α 34: Θ ε μ ε λ ι δ η P B V τ ω ν ε τ α ι ρ ε ι ν τ ο υ δ ε γ μ α τ ο

| Ε τ α ι ρ ε α | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | -4,45 | -7,90 | 0,00 | 0,00 | -0,21 | -1,84 | -11,99 | 0,00 |
| ATHINA | -1,12 | -0,75 | 0,00 | 0,00 | -0,45 | -0,29 | -4,87 | -26,13 |
| ATTIK | 0,09 | -0,27 | -2,03 | -4,38 | -3,89 | 0,00 | -6,69 | -3,26 |
| BIOT | 0,23 | 0,05 | -0,44 | -1,71 | -1,50 | 6,02 | 7,18 | 6,56 |
| DOMIK | 0,00 | -0,53 | 0,00 | -0,94 | -0,77 | -6,95 | 0,19 | 0,19 |
| ELLAKTOR | -1,77 | 0,25 | 0,26 | 0,04 | 0,00 | 0,06 | -0,28 | -0,26 |
| KYRM | 0,25 | -1,49 | 0,91 | 0,08 | 0,00 | -1,23 | -0,10 | -5,09 |
| HRAK | 1,09 | 0,34 | 0,28 | -0,49 | -0,32 | -1,33 | -3,43 | -3,43 |
| INKAT | 0,00 | 0,03 | 0,14 | 0,15 | 0,08 | 0,55 | -0,29 | 0,47 |
| AVAX | 0,19 | 0,10 | -0,06 | -0,04 | -0,06 | -0,17 | -2,28 | -2,49 |
| TITK | -0,89 | 1,35 | 0,25 | 0,05 | 0,00 | -1,32 | 21,30 | 1,76 |

Χρησιμοποιούνται τι ανώτρω υπολογισμνε τιμ του θεμελι δου PBV και λαμβνοντα υπψη τι σταθμσει κθε εταιρεα του δεγματο μα στον δεκτη, υπολογστηκαν οι αντιστοιχε τιμ PBV του δεκτη. Τα αποτελσματα παρατθενται στον παρακτω πνακα:

Πνακα 35: Θεμελι δη PBV δεκτη

| το | Θεμελι δε PBV Δεκτη |
|------|---------------------|
| 2007 | -0,87 |
| 2008 | 0,64 |
| 2009 | 0,17 |
| 2010 | -0,12 |
| 2011 | -0,15 |
| 2012 | 10,11 |
| 2013 | -0,10 |
| 2014 | 1,58 |

Στην συνχεια, διενεργθηκε ανλυση παλινδρομηση επτων παρατηρομενων PBV ratios, χρησιμοποιντα ω ανεξρτητε μεταβλητ τι (α) expected growth, (β) payout ratios, (γ) beta coefficients και (δ) ROE. Για τον λο αυτν συλλχθηκαν τα εξ στοιχεια και τα αποτελσματα τη παλινδρομηση παρατθενται παρακτω:

Μσο retention ratio των τελευταων δκαετν, απτο οποο υπολογστηκε το payout ratio αφαιρντα το retention ratio απτο 100%.

Του συντελεστ βτακθεμετοχ

Του προσδοκμενου ρυθμο ανπτυξη κθεμετοχ

Τα παρατηρούμενα PBV ratios των εταιρειών του δείγματος

Το μσο ROE τη τελευταία δεκαετία

Π ν α κ α 36: Αποτελέσματα παλινδρόμησης P / BV

| Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης P / BV | | | | | | | | |
|---|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Regression Statistics | | | | | | | | |
| Multiple R | 0,90 | | | | | | | |
| R Square | 0,80 | | | | | | | |
| Adjusted R Square | 0,67 | | | | | | | |
| Standard Error | 0,16 | | | | | | | |
| Observations | 11 | | | | | | | |
| Analysis of Variance (ANOVA) | | | | | | | | |
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Sig.</i> | | | |
| Regression | 4 | 0,62 | 0,15 | 6,19 | 0,03 | | | |
| Residual | 6 | 0,15 | 0,02 | | | | | |
| Total | 10 | 0,77 | | | | | | |
| Coefficients | | | | | | | | |
| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95.0%</i> | <i>Upper 95.0%</i> |
| Intercept | 0,36 | 0,18 | 2,03 | 0,09 | -0,07 | 0,79 | -0,07 | 0,79 |
| Growth | 4,38 | 1,77 | 2,47 | 0,05 | 0,04 | 8,72 | 0,04 | 8,72 |
| Payout Ratio | 0,53 | 0,63 | 0,84 | 0,43 | -1,00 | 2,06 | -1,00 | 2,06 |
| Betas | 0,07 | 0,23 | 0,30 | 0,77 | -0,49 | 0,63 | -0,49 | 0,63 |
| ROE | 0,22 | 0,46 | 0,49 | 0,64 | -0,91 | 1,36 | -0,91 | 1,36 |

πώ διαπιστώνεται ανώτερο, η επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου είναι 67,5%, πώ δεχνεί η τιμή του adjusted R squared. Η μνή ενδεχομένως στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι το growth στο 95% με p-value στο 4,8%.

5.7. ρευνα του PS Ratio

Στη παροσα εντητα αναλεται το price - to - sales ratio (PS ratio) των εταιρειν του δεγματο. Για τον σκοπ αυτην συλλχθηκαν τα εξοιοιχα:

Οι τιμ κλειοματο των μετοχν του δεγματο

Οι πωλσει αν μετοχ (sales per share) των εταιρειν του δεγματο

Τα αποτελσματα παρατθενται στον επμενο πνακα:

Πνακα 37: Παρατηρομενο PS ratio κθε εταιρεα του δεγματο

| Εταιρεα | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | 0,45 | 0,22 | 69,63 | 5,30 | 2,13 | 4,30 | 0,07 | 0,02 |
| ATHINA | 0,41 | 0,11 | 0,13 | 0,09 | 0,06 | 0,07 | 0,12 | 0,16 |
| ATTIK | 0,47 | 0,07 | 0,29 | 0,55 | 1,64 | 0,31 | 0,79 | 2,74 |
| BIOT | 1,19 | 2,04 | 0,94 | 0,16 | 0,17 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DOMIK | 1,90 | 0,36 | 1,43 | 2,13 | 0,96 | 1,40 | 0,51 | 0,39 |
| ELLAKTOR | 1,71 | 0,39 | 0,39 | 0,33 | 0,17 | 0,27 | 0,44 | 0,10 |
| KYRM | 0,64 | 0,14 | 0,46 | 0,40 | 0,40 | 0,50 | 0,65 | 0,89 |
| HRAK | 1,71 | 0,83 | 0,74 | 0,80 | 0,49 | 0,39 | 0,41 | 0,36 |
| INKAT | 0,40 | 0,14 | 0,31 | 0,08 | 0,06 | 0,20 | 0,19 | 0,07 |
| AVAX | 0,73 | 0,18 | 0,23 | 0,12 | 0,07 | 0,24 | 0,31 | 0,08 |
| TITK | 1,76 | 0,72 | 1,22 | 0,99 | 0,87 | 1,01 | 1,44 | 1,36 |

Στην ουνχεια, χρηοιμοποιντα τι οταθμσει κθε μετοχ οτον δεκτη, υπολογοστηκε το παρατηρομενο PS ratio του δεκτη. Τα αποτελσματα παρουσζονται οτον επμενο πνακα:

Πνακα 38: Παρατηρομενο PS δεκτη

| το | Παρατηρομενο PS Δεκτη |
|----|-----------------------|
|----|-----------------------|

| | |
|------|------|
| 2007 | 1,58 |
| 2008 | 0,59 |
| 2009 | 1,91 |
| 2010 | 0,78 |
| 2011 | 0,61 |
| 2012 | 0,72 |
| 2013 | 0,93 |
| 2014 | 0,82 |

Ακολούθως, χρησιμοποιούνται την σχέση 5.6 υπολογίστηκαν οι θεμελιώδεις τιμές του PS ratio για κθεμετοχ.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον επόμενο πίνακα:

Πίνακας 39: Θεμελιώδεις PS ratio εταιρειών

| Εταιρεία | 31/12/2007 | 31/12/2008 | 31/12/2009 | 31/12/2010 | 30/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| AEGEK | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ATHINA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ATTIK | 7,07 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| BIOT | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DOMIK | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ELLAKTOR | -180,72 | 13,33 | 11,60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -7,64 | 0,00 |
| KYRM | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| HRAK | 0,00 | 37,46 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| INKAT | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| AVAX | 6,58 | 3,00 | 2,65 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -61,11 | 0,00 |
| TITK | -77,80 | 124,77 | 28,36 | 6,40 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Τα αντιστοίχα αποτελέσματα των υπολογισμών του θεμελιώδους PS ratio του δεκτού, χρησιμοποιούνται τι υπολογιζόμενες τιμές των εταιρειών και σταθμίζονται αυτές

με τον συντελεστή στη μίσση τη κθεμία, παρουσιάζονται στον επόμενο πίνακα:

Πίνακας 40: Θεμελιώδες PS ratio δείκτη

| τ ο | Θ ε μ ε λ ι δ ε PS Δ ε κ τ η |
|------|------------------------------|
| 2007 | -83,87 |
| 2008 | 70,69 |
| 2009 | 17,62 |
| 2010 | 3,29 |
| 2011 | 0,00 |
| 2012 | 0,00 |
| 2013 | -6,41 |
| 2014 | 0,00 |

Στη συνέχεια, διεξήχθη ανάλυση παλινδρόμησης του παρατηρούμενου PS ratio με τις εξ'ανεξαρτήτως μεταβλητές: (α) expected growth, (β) payout ratios, (γ) συντελεστή βτα και (δ) profit margin. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 41: Αποτελέσματα παλινδρόμησης PS

| Αποτελέσματα Πολυπλάσια Γραμμική Παλινδρόμηση P / S | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Regression Statistics | | | | |
| Multiple R | 0,85 | | | |
| R Square | 0,73 | | | |
| Adjusted R Square | 0,55 | | | |
| Standard Error | 0,42 | | | |
| Observations | 11 | | | |
| Analysis of Variance (ANOVA) | | | | |
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> |
| | | | | <i>Sig.</i> |

| Regression | 4 | 2,85 | 0,71 | 4,04 | 0,06 | | | |
|--------------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Residual | 6 | 1,06 | 0,18 | | | | | |
| Total | 10 | 3,90 | | | | | | |
| Coefficients | | | | | | | | |
| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95.0%</i> | <i>Upper 95.0%</i> |
| Intercept | 0,87 | 0,39 | 2,24 | 0,07 | -0,08 | 1,83 | -0,08 | 1,83 |
| Growth | 4,36 | 3,82 | 1,14 | 0,30 | -4,99 | 13,71 | -4,99 | 13,71 |
| Payout Ratio | -1,95 | 1,57 | -1,24 | 0,26 | -5,78 | 1,89 | -5,78 | 1,89 |
| Betas | -0,01 | 0,57 | -0,02 | 0,99 | -1,42 | 1,40 | -1,42 | 1,40 |
| Net Margin | 0,04 | 0,02 | 2,29 | 0,06 | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,09 |

πω φανεται απ την τιμ του adjusted R squared, η επεξηγηματικ δυναμη του μοντλου ειναι περπου 55%, κρνεται δηλαδ απ μτρια ω ικανοποιητικ . Ωτσο, η μνη ενδεχομνω στατιστικ σημαντικ μεταβλητ ειναι το Net Margin, με το p-value να τενει στο 6%, ειναι δηλαδ οριακ σημαντικ

5.8. Ανακεφαλαωση

Στο κεφ λαιο αυτ εξετστηκε ησχση μεταξ παρατηρομενων και θεωρητικ ν τιμ ν επιλεγμνων θεμελιωδ ν μεγεθ ν απ κατασκευαστικ εταιρε ε ισηγμνε στο ελληρικ χρηματιστριο. Χρησιμοποιντα τι σταθμσει των εταιρει ν στον κλδο στον οποο συμμετχουν, υπολογστηκαν οι αντιστοιχε τιμ για τον δεκτη. σον αφορ το PE ratio, οι παρατηρομενε τιμ εν εχαν σχετικ μικρ διαφορ πριν την κρση, οι διαφορ εκτοξετηκαν υπρ του παρατηρομενου PE κατ την περοδο τη κρση .

Η δια παρατήρηση ισχύει και για τη περίοδο 2012-2014 αν και σε κποιε παρατηρεί ο δεκτη αυτ πέσε στα εππεδα που ταν πριν τη κρση και αυτ οφελεται σω στην προσπθεια αναδιρθωση του κατασκευαστικ κλδου τσι στε να αυξσουν τον τζρο του μσα απ την επκταση του παραγωγικο του δυναμικο τσο στην Ελλάδα σο και σε λλε χρε .

Ειδικτερα, σε αυτ το πλασιο διεξχθησαν διφορε παλινδρομσει οτω στε να διαπιστωθε το ποιοι παργοντε συνβαλλαν περισσότερο στην εξλιξη των τιμν των σταθμισμνων δεικτν PE, PBV και PS για τη περοδο 2007-2014. Οι δεκτε σταθμστηκαν για κθε εταιρεα-μετοχ, αν λογα με την βαρτητα του στη καθεμα απ αυτ στε να προκψει να συνολικ, θεμελιδη δεκτη, που να λαμβνει υπψη λε τι μετοχ των 11 εταιρειν που εξετστηκαν.

Αναφορικ με τον δεκτη PE, συμπερανεται πω το κστο δανεισμο τη ελληνικ οικονομια μεωσε σημαντικ τα κρδη των εταιρειν στον κατασκευαστικ κλδο, καθ αυξθηκε η τιμ του PE και ρα αυξθηκε το κστο του δεκτη αυτο, υπ την ννοια τι η τιμ των μετοχν του κλδου ταν αναλογικ υπψηλτερε των κερδν του. Επιπροσθτω, η δετερη παλινδρομηση δειξε τι ο θεμελιδη δεκτη PE επηρεστηκε περισσότερο απ ρυθμ αξηση των μερισμτων. Η αρνητικ του σχση δηλνει

τι η ανπτυξη των μερισμάτων αυξάνει τα κέρδη των εταιρειών και ραμεινεται η τιμή του δεκτη αυτού.

Σε σχέση με τον δεκτη PBV, προκύψει τιπλιόδιο δεκτη είναι σωόσημαντικτερο παργοντα που επιδρστη τιμή του καθτα μερσματα αντανακλον πιο μεσα την μεταβολτη λογιστικαξαμια μετοχ.

Τλο, για τον θεμελιδη δεκτη PS προκύψει τι το καθαρ περιθριο κρδου είναι αυτ που συμβλλει περισστερο στη μεταβολ του για την εξεταζμενη περοδο καθεμφανζεταιωστατιστικσημαντικσε τιμ p-value 6%. Κανονικαυτ δηλνει τι δεν είναι στατιστικσημαντικη συγκεκριμνη μεταβλητ αλλ θα μποροσαμε να πομε τι οριακ είναι σημαντικ. Αυτ δηλνει τι οι μεταβολ στο net profit margin ταν σχετικσημαντικστε να επηρεαστε αναλογικπερισστερο ο δεκτη PS, σε σχέση με τιλλε εξεταζμενε μεταβλητ.

.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνικ

1. Λιπη, Κ. (2008). Λογιστικ εταιρειν. Μπνου Γ.

Αρθρογραφια

1. Armstrong, J. (2012), «Illusions in Regression Analysis»,
http://www.academia.edu/1105970/Illusions_in_Regression_Analysis

Ηλεκτρονικ πηγ

1. www.bloomberg.com
2. <http://plato.stanford.edu/entries/paradox-stpetersburg>
3. <http://www.ase.gr/content/gr/MarketData/Indices/Prices/default.asp>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΤΝΑΣ

6.1. Συμπεράσματα

Απ τη μεταπολεμικ περοδο και πειτα, η Ελλδα επνδυσε σημαντικ τατου οικονομικο και ανθρπινου προυστι κατασκευ υποδομν και κατοικιν, τσομσα απ το Πργραμμα Δημοσων επενδσεων σο καιμσα απνα μεγαλογκο κοινοτικν κονδυλων που φτασαν στην χρμα. Αυτεχεσαν αποτλεσμα, ο κλδο των κατασκευν να ακολουθει αργαλλ σταθερ βματα ανπτυξη και αειφορα που κορυφθηκαν την περοδο πριν και λομετ του Ολυμπιακο Αγνε του 2004, αναδεικνοντα τον κλδο σε ατμομηχανη την Ελληνικ οικονομια, λογωτη συνεισφορ του στο Ακαθριστο Εθνικ Προν.

Στη φυσιολγωμα που αναδεχθηκε, συμμετεχε τσοτο μεγαλοκεφλαιο, σο και το μικρ κεφλαιο (ιδιατερα στι κατοικε το τελευταο), και δημιουργηκε να ολκληροπλγμα δραστηριοττων γρωαπτην κατασκευ. κτοτε και χοντα ωδεδομνο τι, η Ελλδα μπκε στην δνητη οικονομικ κρση ο κατασκευαστικ κλδο ρχισε να καταγρφει ζημι, φτνοντα αυτηστιγμ

σε αρκετά δύσκολη θέση. Στη σημερινή εποχή ο κλάδος των κατασκευών προσπαθεί να ανακμψει την περσόδο μετ του Ολυμπιακού Αγνετη Αθνα.

Φτνοντα μχρι τη σημερινή περσόδο, προκπτει πω η Ελλάδα βρσκεται αντιμτωπη με μα μεγλή πρκληση η οποα είναι αυτη συνεχό οικονομική φεση αλλά και των συνθηκών που βωσε το 2015, αναφορική με την αλλαγή κυβρνηση, την επακλουθη ασυμφωνα μεταξ κυβρνηση και εταιρών για του ρου του προγράματο δανειόδτηση, την αθτηση τη αποπληρωμή τη δση προ το Διεθνή Νομισματική Ταμεό το καλοκαρι του διου του και το δημοψφισμα τη 5^η Ιουλου 2015, το οποό οδγησε στην επιβόλ ελγχων κεφαλαων (capital controls) και στα σημαντική προβλήματα που παρουσιστηκαν στη ρευσττητα των τραπεζών. Μσα σε αυ το πλαίσιο, ο τομά των κατασκευών, ντα δη επηρεασμένο απ την αρχή κρση στην Ελλάδα, παρουσίασε περαιτρω μεωση στην δραστηριτητα του πω λλωστε και πολλό κλάδοι τη ελληνική οικονομία.

Η σημερινή κατάσταση επση αναδεικνει το πρβλήμα τη στασιμτητα τη αγορά στον τομά των κατασκευών απ τη στιγμή που η ζτηση λόγω των συνθηκών που προαναφρθηκαν χει μειώθε αισθητή με αποτέλεσμα να χει μία ντονή μεωση στον αριθμ των κατασκευών αν το. Παρ το γεγονός τι τα ποια ργα μεγλή κλάμακα

μπορο ν να χρηματοδοτηθ ο ν κυρω απ κοινοτικο και χι απ αμιγ εθνικο πρου , εντο τοι , εναι μα καλ διξοδο , στο πλασιο του προγρ μματο ΕΣΠΑ 2014-2020 προκειμ νου η οικονομικ συνεισφορ τη Ευρωπα κ νωση στον ελληνικ κλδο των κατασκευ ν να ενθαρρ νει την ανληψη περισσ τερων ργων στο μλλον .

Βσει των σων αναφρθηκαν σε προηγομενα κεφλαια , προκπτει τι υπρχει να επαρκ αριθμ μεθδων αποτμηση , οι οποε παρουσιζου ν ποικιλα ω προ την πολυπλοκ τητ του . Πρα απ το γεγον τι τα μοντλα αυτ αποτμηση στηρζονται σε διαφορετικ υποθσει , αναφορικ με την εκτμηση τη αξα μια εταιρεα , εντο τοι χουν ορισμ να βασικ κοιν χαρακτηριστικ , με τα οποα εναι εφικτ η δικρισ του σε διφορε κατηγορε . Αυτ ακριβ η κατηγοριοποηση χει πολ μεγλη σημασα για την κατανηση των ιδιαιτεροττων του κθε μοντλου αποτμηση , τσο γιατ καταλγουν σε διαφορετικ αποτελσματα , σο και γιατ αναγνωρζου ν πιθαν σφλματα κατ την εφαρμογ του . Γενικ , το μοντλα αποτμηση των εταιρει ν στηρζονται στα μελλοντικ κρδη , στη λογιστικ αξα , αλλ και σε χρηματοοικονομικο δεκτε .

Απ την ανλυση που διενεργθηκε , μσα απ του χρηματοοικονομικο δεκτε των εισηγμ νων στο Χρηματιστρι ο Αξι ν Αθην ν εταιρει ν του κατασκευαστικο κλδου ,

πρ ο κ υ ψ α ν ο ρ ι σ μ ν α π ο λ χ ρ σ ι μ α
σ υ μ π ε ρ σ μ α τ α . Τ α σ υ μ π ε ρ σ μ α τ α α υ τ
σ χ ε τ ζ ο ν τ α ι τ σ ο μ ε τ η ν π τ σ η π ο υ
π α ρ ο υ σ α σ α ν ο ι ε τ α ι ρ ε ε τ ο υ κ λ δ ο υ σ τ ο
χ ρ ο ν ι κ δ ι σ τ η μ α π ο υ ξ σ π α σ ε κ α ι
α κ ο λ ο θ η σ ε τ η ο ι κ ο ν ο μ ι κ κ ρ σ η (2007 - 2014),
σ ο κ α ι μ ε τ η δ υ ν α μ ι κ π ο υ π α ρ ο υ σ α σ α ν
ο ρ ι σ μ ν ε ε ξ α υ τ ν . Α π τ η μ ι α π λ ε υ ρ , η
ο ι κ ο ν ο μ ι κ κ ρ σ η ε π η ρ α σ ε σ χ ε δ ν λ ε τ ι
ε π ι χ ε ι ρ σ ε ι τ ο υ κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ο κ λ δ ο υ ,
π ω α π ο τ υ π ν ε τ α ι κ α ι α π τ ο υ α ρ ι θ μ ο δ ε κ τ ε
π ο υ π α ρ ο υ σ ι σ θ η κ α ν σ τ ο κ ε φ λ α ι ο 5. Α π τ η ν
λ λ η π λ ε υ ρ μ ω , π ο λ λ τ α ν κ α ι ε κ ε ν ε ο ι
ε π ι χ ε ι ρ σ ε ι ο ι ο π ο ε ν τ ε ξ α ν ,
λ ε ι τ ο ρ γ η σ α ν μ ε π ρ γ ν ω σ η κ α ι ε π γ ν ω σ η τ ω ν
δ υ σ κ ο λ ι ν κ α ι π ρ ο σ π θ η σ α ν ν α π ε ρ ι ο ρ σ ο υ ν
σ τ ο μ ε γ α λ τ ε ρ ο δ υ ν α τ β α θ μ τ ι α π λ ε ι
τ ο υ .

Χ ρ η σ ι μ ο π ο ι ν τ α τ ι σ τ α θ μ σ ε ι τ ω ν
ε τ α ι ρ ε ι ν σ τ ο ν κ λ δ ο σ τ ο ν ο π ο ο
σ υ μ μ ε τ χ ο υ ν , υ π ο λ ο γ σ τ η κ α ν ο ι α ν τ σ τ ο ι χ ε
τ ι μ γ ι α τ ο ν δ ε κ τ η . σ ο ν α φ ο ρ τ ο P E r a t i o , ο ι
π α ρ α τ η ρ ο μ ε ν ε τ ι μ ε ν ε χ α ν σ χ ε τ ι κ μ ι κ ρ
δ ι α φ ο ρ π ρ ι ν τ η ν κ ρ σ η , ο ι δ ι α φ ο ρ
ε κ τ ο ξ ε τ η κ α ν υ π ρ τ ο υ π α ρ α τ η ρ ο μ ε ν ο υ P E
κ α τ τ η ν π ε ρ ο δ ο τ η κ ρ σ η .

Σ υ μ π ε ρ α σ μ α τ ι κ , ο ι μ ε γ λ ε ε λ λ η ν ι κ
κ α τ α σ κ ε υ α σ τ ι κ ε τ α ι ρ ε ε , μ ε η γ ε τ ι κ θ σ η
σ τ η ν α γ ο ρ , ε ν α ι σ ε θ σ η ν α υ π ο σ τ η ρ ξ ο υ ν
τ η ν σ υ ν ο λ ι κ β ε λ τ ω σ η τ ο υ κ λ δ ο υ , σ ε
σ υ ν ρ τ η σ η μ ε ε ν δ ε χ μ ε ν ε σ υ ν ε ρ γ α σ ε
σ υ γ χ ω ν ε σ ε ι μ ε λ λ ε μ ι κ ρ τ ε ρ ε ε τ α ι ρ ε ε

και πολυεθνικο κολοσσο . Με αυτ τον τροπο ενα ι αρκετ πιθαν ο κλδο να ανακμψει ακμα και αν αυτ δεν μπορε να επιτευχθε στο μεσο μλλον .

6.2. Προτσει

Λαμβνοντα υπψιν τι ο κατασκευαστικ κλδο υπρξε κατ το προσφατο σχετικ παρελθν , να απ του πλον ισχυρο πυλνε ανπτυξη τη ελληνικ οικονομια δεν μπορε και δεν πρπει να αφεθε στην τχη του . Πρτα απ λα , οι προτεινμενε λσει για ξοδο του κλδου απ την σημεριν κρση αφορον σε πρωτοβουλε που μπορον να αναληφθον απ τι διε τι ελληνικ κατασκευαστικ εταιρεε , αλλ και απ τι αρμ διε αρχ . Ειδικτερα¹³³:

1. Εξωστρφεια των μεγλων σε μγεθο ελληνικν κατασκευαστικν εταιρειν με ιδιατερη μφαση στη στροφ προ τα να κρτη τη Ευρωπακ νωση , στι χρε δηλαδ τη κεντρικ και ανατολικ Ευρη , τη Βρεια Αφρικ και τι χρε τη Μση Ανατολ , που ακμα υστερον στον τομα των βασικν υποδομν .

¹³³ Εθνικ Τρπεζα τη Ελλδο (2011), «Κατασκευαστικο μιλοι: Σταθερ σοδα απ Παραχωρσει και Ενργεια αλλ και Προβλματα Χρηματοδτηση'», Κλαδικ Μελτε Διεθυνση Στρατηγικ και Οικονομικ Ανλυση , Μρτιο , Αθνα

2. Αξιοποίηση του νομοθετικού πλαισίου περι Συμβάσεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα (Σ.Δ.Ι.Τ.) για την υλοποίηση συνθετών κατασκευαστικών έργων υψηλόκостου, πρώτα ργά για τη διαχείριση απορριμμάτων, ργά στί μεταφορ, σε υποδομ και λοιπο κλδου.

3. Οι εταιρεε του κατασκευαστικο κλδου μπορο ν, δεδομνου τι η λλειψη δημοπρατηση νων δημοσων ργων αναμνετα ι να συνεχιστε λγω περιορισμνων πιστσεων απο το προγραμμα δημοσων επενδσεων, να στραφο ν με μεγαλτερη νταση σε νου, μη - κορεσμνου, τομε δραστηριτητα (εν ργια, υδροηλεκτρικ ργα, διαχειριση ΧΥΤΑ και Logistics) και να επιδιξουν την προσλκυση ξνων στρατηγικ ν επενδυτ ν. Θα πρπει να σημειωθε τι, οι μεγαλοι ευρωπακο κατασκευαστικο μιλοι πραγματοποιουν σχεδ ν το μισ του κκλου εργασι ν του απ δραστηριτητε σε λλου τομε εκτ κατασκευαστικο αντικειμνου. Εψη, κρνεται αναγκαο, οι πισττριε τρπεξε να διευκολνουν στην παροσα δσκολη οικονομικ συγκυρα, τι αξιπιστε εταιρεε του κλδου που χουν πιστοποιημνα θετικ ιστορικ πιστοληπτικ αξιολγηση. Οι κατασκευαστικ εταιρεε, που αντιμετωπζουν προσωριν πρβλημα

ρευσττητα θα πρέπει να ξεκινούν σε ριζητικές και διαβόλεση με το σύνολο των πιστωτριών τραπεζών με σκοπώντας την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Μεσω της αναχρηματοδότησης και της ταυτοχρόνη χορήγησης νέων κεφαλαίων κίνησης, θα μπορούσαν να τακτοποιούν τις ληξιπρόθεσμες οφειλές τους και να ομαλοποιούν τις εκροές τους.

4. Παρατηρείται ντόνα η αξιολόγηση των φορολογικών συντελεστών και η επιβολή νέων φόρων, φαινόμενα τα οποία δυσχεραίνουν αρκετά το ήδη πολύπλοκο και ασταθές φορολογικό σύστημα για τον κατασκευαστικό κλάδο στην Ελλάδα. Απτή στιγμή που η υψηλή φορολογική επιβάρυνση, η οποία συνεχίζει να αυξάνεται σιμωμά, λειτουργεί ανασταλτική για την ανάπτυξη του κλάδου αυτού, θα πρέπει να υπάρξει μια απλοποίηση του φορολογικού συστήματος στην Ελλάδα, κυρωμά την καθιέρωση λγών και διακριτών φόρων που θα χουν ω βασικό στόχο την ερωθμή και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και ταυτοχρόνα στην γρηγορωτέρη και πιο αποδοτική επένδυση αυτών.
5. Θετική θα μπορούσε να συμβλλεί στον κλάδο των κατασκευών η προώθηση της οργανωμένης δμησης αλλά και της απλοποίησης των διαδικασιών γκρίση

τοπικ ν ρυθμιστικ ν πολεοδομικ ν σχεδων, με στο τη προσλκυση για ανληψη περισσ τερων ργων καθ και μια οργανωμ νη δμηση η οποα θα αντικαταστσει σταδιακ την εκτ σχεδου δμηση.

6. Σταδιακ εξφληση των συσσωρευμ νων οφειλ ν του ελληνικου Δημοσου προτι κατασκευαστικ και εργοληπτικ επιχειρσει, που απορρουν απ τι εργολαβικ συμβσει, που χουν υπογραφε για διφορα δημσια ργα.

7. Σημαντικ κρδο θα εχε η οικονομια αλλ και η κοινωνια στον ελληνικ χρο αν το Ελληνικ Δημοσιο αξιοποισει αποδοτικ τι δημσιε υποδομ του με σκοπ την αναβθμιση του δημσιου χρου,τσι στε να αναβαθμιστον τσο η ποιτητα ζω σο και η βελτωση τη αξα των κατασκευ ν, ιδιατερα αυτ των ακιντων. Η αναβθμιση και αξιοποηση των δημσιων υποδομ ν μπορε να γνει ετε απ πλευρ ιδιωτικ ετε απ πλευρ δημσια πρωτοβουλα .

8. Παροχ κιντρων για βελτωση τη ενεργειακ αποση των κτιριακ ν εγκαταστσειων στον τομα του τουρισμο, αξιοποηση των ανανεσιμων πηγ ν ενεργεια, ανπτυξη συστημ των εξοικονμηση και διαχεριση νερο, διαχεριση απορριμμ των, ενσωμτωση

περιβαλλοντικές προτύπων και φιλικών
πρωτοπεριβαλλοντολογικών, κλπ.

9. Ιδιαίτερα για τα ακνητά, το υφιστάμενο
κτηριακό απέθεμα είναι αρκετά
πεπαλαιωμένο καθήλειοψηφάτων
ακινήτων δε διαθέτει τα απαραίτητα
συστήματα θέρμωσης, ενόρισμα
δεν είναι κατάλληλα κτίσματα σε
περίπτσει σεισμών. Σε αυτή τη
περίπτωση, χρειάζονται προξεί και
ενργείε για την πραγματοποίηση ργών
εκσυγχρονισμού αντικατάσταση των
υπαρχόντων κτηρών με τη παροχ των
κατάλληλων κινήτων αλλά και την
ανάθερηση του θεσμικού πλαισίου, που
αυτ είναι απαραίτητο.
10. Λαμβόνοντα υπψη τιτα επμενα χρόνια,
ω επακλουθο τη υφιστάμενη
κατάσταση, η εχρηζηση αναμνετα
να μειωθε περαιτω να παραμνε
στσιμη, θα προπει να δοθε θεση απ τη
μερι του Δημοσου για την εξωτερικ
ζηση για κατοικε. δε αυ το
φαινμενο παρατηρεται κυρω σε
νησιωτικ περιοχ με τη λειοψηφα τη
ζηση ακινήτων να προχεται απ χρε
με μεγλη τουριστικ κνηση στη χραμα
πω η Ρωσα και η Γερμανα.
11. Εξσου σημαντικ με τα παραπνω είναι
και η ενσχυση του ανθρωπινου
δυναμικο στον κλω των κατασκευων, η

οποια μπορε να γνει μσω δημιουργα
επαγγελματικν περιγραμμτων αλλ και
προγραμμτων κατρτιση και εκπαδευση
προσωπικο με στοχο την καλτερη
προσαρμογη τη ζτηση με τη προσφορ
εργασια στον κλοδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνικ

1. Τραπεζατη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην Πρσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 41
2. Τραπεζατη Ελλδο, (2009), «Αγορ Ακιντων – Εξελεξει & Προοπτικ», Απρλιο 2009, Σελ: 13 – 14
3. Χαροδοβελη Α. Γ. – Σαμπανιτη Θ. (2012), «Οικονομα & Αγορ – Η Ελληνικ Αγορ Ακιντων στα Χρνια τη Κρση», Eurobank EFG, Σελ: 1 – 3
4. Τραπεζατη Ελλδο, (2012), «Η Αγορ Ακιντων στην Πρσφατη Χρηματοπιστωτικ Κρση», Δεκμβριο 2012, Σελ: 26 – 28
5. Ι.Ο.Β.Ε., (2013), «Η Ελληνικ Οικονομα – 1/13», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 71, Παρουσαση, Σελ: 22
6. Μασουρκη Μ.Ε. (2012), «Οικονομικ Δελτο – Το Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνικ Οικονομα: Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ», Alpha Bank, Μιο 2012, Τεχο 117, Σελ: 3
7. Ι.Ο.Β.Ε., (2016), «Η Ελληνικ Οικονομα – 3/16», δρυμα Οικονομικν & Βιομηχανικν Ερευνν, Τριμηνιαα κθεση, Τεχο 85, Σελ: 7, 12 – 13, 16, 20, 58 – 59

8. Ι. Ο. Β. Ε., (2013), «Η Ελληνική Οικονομία - 1/13», δρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, Τριμηνιαία έκθεση, Τεχό 71, Παρουσίαση, Σελ: 22
9. Μασουρκη Μ. Ε. (2012), «Οικονομική Δελτο - Το Μνημνιο & η Δισωση τη Ελληνική Οικονομία: Αστοχε Σχεδιασμο & Εφαρμογ», Alpha Bank, Μιο 2012, Τεχο 117, Σελ: 3, 7 - 8, 18 - 20
10. Ελληνική Στατιστική Αρχ (2016), Δελτο - Τπου, «Δημοσιονομική Στοιχεα για την περοδο 2012 - 2015», Ελληνική Στατιστική Αρχ, Οκτβριο 2016, Σελ: 1
11. Τραπεζα τη Ελλδο, (2016), «Νομισματική Πολιτική 2015 - 2016», Ιονιο 2016, Σελ: 5 - 6, 57, 61
12. Τραπεζα Πειραι, (2012), «Δελτο Οικονομικών Εξελεξεων στην Ελλδα και τον Κσμο», Μονδα Οικονομική Ανλυση & Αγορν, Δεκμβριο 2012
13. Υπουργεο Οικονομικών (2016), «Εκτλεση Κρατικό Προπολογισμο Ιανουαρου - Σεπτεμβρου 2016 - Μηνιαο Δελτο», Γενικ Λογιστριο του Κρτου
14. Υπουργεο Οικονομικών (2016), «Ενισχσει / Επιχορηγσει - Πληρωμ Ληξιπρθεσμων Υποχρεσεων Γενικ Κυβρνηση Ιανουαρου - Σεπτεμβρου 2016 - Μηνιαο Δελτο», Γενικ Λογιστριο του Κρτου

15. Υπουργείο Οικονομικών, (2016), «Προσχέδιο Κρατικό Προπολογισμό 2017», Οκτώβριο 2016, Σελ: 19 - 20
16. Eurobank, (2016), Economy & Markets, «The Road to Recovery: Are Greek banks able to finance Greece's economic recovery?», Volume X, Issue 2, Σελ: 3 - 4
14. Τραπεζα τη Ελλάδο, (2016), «Νομισματική Πολιτική - Ενδιμεση κθεση» Ιούνιο 2016, Σελ: 142 - 144
15. Τραπεζα τη Ελλάδο, (2012), «Η Αγορά Ακινήτων στην Προφατη Χρηματοοικονομική Κρση», Δεκέμβριο 2012, Σελ: 47
16. Τραπεζα τη Ελλάδο, (2009), «Αγορά Ακινήτων - Εξελεξει & Προοπτική», Απριλιο 2009, Σελ: 15 - 16
17. Πανελλνιο Σνδεσμο Ανωνμων, Περιορισμνη Ευθνη & προσωπικνη Τεχνικνη Εταιρειν (2011), «Ο Ελληνητικ Κατασκευαστικ Κλο», Β/2010, Εξαμηνιαα κθεση Εξελεξεων, Αρ. Τεχου 4, Σελ: 10
18. Πανελλνιο Σνδεσμο Ανωνμων, Περιορισμνη Ευθνη & Προσωπικνη Τεχνικνη Εταιρειν (2009), «Ο Ελληνητικ Κατασκευαστικ Κλο», Εξαμηνιαα κθεση Εξελεξεων, Σελ: 8
19. Δαγκαλδη Α. (2009), «Κατασκευαστικ Τομα», Κλαδικ Μελητη 9, Τραπεζα Πειραι, Σελ: 3 - 4, 14 - 18

20. ICAP, (2008), «Τεχνική Εταιρεία 7η - 6η - 5η Τξη», Κλαδική Μελέτη, Σελ: 5 - 9, 99 - 100
21. Ι.Ο.Β.Ε., (2016), «Η Ελληνική Οικονομία - 3/16», δρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, Τριμηνιαία έκθεση, Τεχό 85, Σελ: 38 - 39, 79 - 80, 101 - 102
22. Γπουργείο Οικονομικών (2016), «Προσχδιο Κρατικό Προπολογισμό», Σελ: 41
23. Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015), «Αναθερψη Εκτιμσεών Πληθυσμοτή Χρα 1991 - 2014», Σελ: 2 - 3
24. Τρεζατή Ελλδο (2015), Στατιστικά Στοιχεα, Αγορ Ακιντών, Δεκτε Τιμν Κατοικιν (ιστορικ σειρ)
25. Τρεζατή Ελλδο (2015), Στατιστικά Στοιχεα, Αγορ Ακιντών, Δεκτε Επαγγελματικν Ακιντών (ιστορικ σειρ)
26. ICAP (2016), «Η Εξαετατη Κρση 2008 - 2014», Σελ: 9
27. HELLASTAT, (2009), Κατασκευ (2009), Ανλυση Αγορ
28. Αρκη Π. Γ. (2010), «Διαχεριση Αξα και Κινδνο», Εκσει Interbooks, Αθνα, Σελ: 132 - 133
29. Ευθμογλου Π. (1999), «Θματα Χρηματοοικονομικ Διοκηση», Εκσει Σταμολη, Πειραι, Σελ: 115
30. Κντζο Κ. (2002), «Ανλυση Χρηματοοικονομικν Καταστσεων»,

Εκδοσει Interbooks, 3^η εκδοση, Αθνα, Σελ: 145 - 146, 154 - 155

31. Νικτα Α, Νιρχο (1997), «Χρηματοοικονομικ Ανλυση Λογιστικν Καταστσεων», Εκδοσει Σταμολη, Αθνα, Σελ: 179 - 188, 195 - 196
32. Λιπη, Κ. (2008). Λογιστικ εταιρειν. Μπνου Γ.

Ε ν η

1. International Monetary Fund (2016), «World Economic Outlook Database», October 2016
2. Damodaran A., (2002), «Investment Valuation», 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York

Α ρ θ ρ ο γ ρ α φ α

1. Artikis P., Sorros J. (2005), «Portfolio Performance & Investment Strategies - The Case of the Athens Stock Exchange», pp. 1 - 13
2. Artikis P. «Relative Valuation and Fundamental Factors - The Case of Greek Listed Forms», University of Piraeus, working paper
3. Basu S., (1977), «Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price - Earnings Ratios», American Finance Association, pp. 663
4. Brennan M., (2010), «A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon valuation Model», American Finance Association, pp. 1116 - 1117
5. Cameron T. (2009), «Value Investing Using Price Earnings Ratio in New Zealand», The University of Auckland, pp. 2

6. Damodaran A., (2005), «Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>)
7. Damodaran A. (2006), «Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence», Stern School of Business, pp. 20 - 31
8. Demirakos E., Strong N., Walker M., (2004), «What Valuation Models Do Analysts Use?», Accounting Horizons, Vol. 18, No. 4
9. Estrada J. (2005), «Adjusting P/E/ ratios by growth and risk: the PERG ratio», IESE Business School, Barcelona, Spain, pp.188 - 192
10. Freeman R.N. (1994), «Empirical Research in Accounting: Market Value, Book Value and Earnings», Asset Valuation S.A. Butler ed. University of Oklahoma, The Center for Economic and Management Research
11. Fernandez P., (2007), «Company Valuation Methods - The most common errors in valuations», Working Paper No 449, IESE Business School
12. Fernandez P., (2009), «Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories», previous version: Managerial Finance, Vol. 33, No. 11, pp 853 - 876
13. Hardouvelis G., Papanastasopoulos G., Thomakos D., Wang T., (2010), «External Financing Growth and Stock Returns», Forthcoming: European Financial Management
14. Huang Y., Hui Tsai C., Chen C. (2007), «Expected P/E, Residual P/E and Stock Return Reversal: Time - Varying Fundamentals or Investor Overreaction», International Journal of Business and Economics, Vol. 6, pp. 2 - 17
15. Lee S., Upneja A., (2007), «Is the Capital Asset Pricing Model (CAPM) the best way to estimate cost - of equity for the lodging industry?», Temple University, Philadelphia, Pennsylvania, U.S.A., pp. 1 - 14
16. Reilly K., Brown C., (2005), «Investment Analysis and Portfolio Management», 6th Edition

17. Wilcox J., Philips T., (2004), «The PB-ROE Valuation Model Revisited», Wilcox Investment
18. Xu L., Cai F., (2006), «Price To Earnings Multiples and Mergers and Acquisitions», CR Vol. 16, No 1, pp. 1 - 6
19. Yoo Y., (2006), «The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples», Review of Accounting and Finance, Vol. 5, No. 2
20. <http://plato.stanford.edu/entries/paradox-stpetersburg/>
21. Gordon M. J., (1959), «Dividends, Earnings and Stock Prices», The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No 2, Part 1 (May 1959), pp 99 - 105
22. Merton H. Miller and Franco Modigliani, (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», Vol. 34, No 4, pp 411 - 433

Η λ ε κ τ ρ ο ν ι κ π η γ

1. <http://www.ypexdl5.gr>, Γ ε ν ι κ Γ ρ α μ μ α τ ε α
Υ π ο υ ρ γ ε ο υ Υ π ο δ ο μ ν, Μ ε τ α φ ο ρ ν κ α ι
Δ ι κ τ ω ν, Δ ι ε θ υ ν σ η Μ η τ ρ ω ν κ α ι Τ ε χ ν ι κ ν
Ε π α γ γ ε λ μ τ ω ν
2. <http://www.iobe.gr>
3. www.bioter.gr
4. www.capital.gr
5. www.gekterna.com
6. www.ellaktor.gr
7. www.michaniki.gr

8. www.athena-sa.gr
9. www.jp-avax.gr
10. www.intrakat.gr
11. www.helex.gr
12. <http://plato.stanford.edu/entries/paradox-stpetersburg>
13. <http://www.ase.gr/content/gr/MarketData/Indices/Prices/default.asp>
14. www.bloomberg.com
15. <http://www.iobe.gr>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κατασκευαστικό Γλωσσάριο

Ανδοχο: Η εταιρεία κοινοπραξία η οποία αναλαμβάνει την εκτέλεση μαρμαρίων. Σε διαγωνισμό δημοσίων έργων συνήθως ανακηρύσσεται «προσωρινή ανδοχή» κάποια εταιρεία κοινοπραξία και μνοτανοκρίθον λέοι τυχνην ενστσει κατ τη διαδικασια του προσωρινου αναδοχου μπορε να θεωρηθε «οριστικη ανδοχη».

Ανεκτελεστο Γπλοιπο ργων: Ο ρο αυτ αναφρεται στην αξια του υπολειμενου προεκτελεση τμηματο των υπογεγραμμων συμβσεων σε μαδεδομνη χρονικη στιγμη.

Αυτοχρηματοδτηση: Η κλυψη του κστου κατασκευεν ργου απιδιωτικο φορε με διου πρου και δανειακ κεφλαια ναντι τη παραχρηση τη εκμετλλευση του ργου.

Κριο του ργου: Το φυσικ νομικ προσωπο για λογαριασμ του οποου εκτελεται κποιο ργο (πχ η Γενικ Γραμματεα Αθλητισμο για να δημσιο ργο αθλητικο χαρακτρα).

Κοινοπραξία: Οι κατασκευαστικές εταιρείες συχνά δημιουργούν κοινοπρακτικά σχήματα με άλλες εταιρείες για την εκτέλεση κποιού ργού, προκειμένου να τα διεκδικούν με μεγαλύτερη αξίσει λόγω της εξειδίκευσης των εταρών σε κποια συγκεκριμένα τμήματα τεχνικά ζητήματα του ργού και να περιορσουν τον συνολικό επιχειρηματικό του κνδυνο. Η κοινοπραξία αποτελεί ξεχωριστό νομικό οντότητα αλλά με περιορισμένη διάρκεια ζωής, τση σο διάρκειη εκτέλεση του ργού. Συχνά, κποιό από τα μλητή τη κοινοπραξία αναλαμβάνει τον ρλο του συντονιστή του εκτελούμενου ργού να αντιπροσθετη αμοιβή.

Παραχρηση: Σύμβαση παραχρηση τη εκμετλλευση εν ργού για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και με προκαθορισμένη τιμολογιακή πολιτική σε ιδιτε οι οποοι το κατασκευζουν με αυτοχρηματοδτηση συγχρηματοδτηση (πχ Αττική Οδός, Γφύρα Ρου-Αντιρρου).

Συγχρηματοδτηση: Μέθοδο κατασκευ ργων αν λογη με τη αυτοχρηματοδτηση, στην οποα μω το κρτο συνεισφρει να μρο του συνολικό κστου (πχ αναλαμβάνοντα το κστο απαλλοτρισεών) προκειμένου να καταστε οικονομικό βισιμο το ργο να προσαρμοστον χαμηλότερα τα τιμολγια χρηση.

PFI (Private Finance Initiatives): Η πρακτική της κατασκευής δημόσιων κτιρίων (σχολεία, νοσοκομεία, σωφρονιστικά ιδρύματα, δημοσιονομικά υπηρέσια κλπ) απ'ιδίετε με αυτοχρηματοδότηση βσει μακροχρονία συμφωνία για μίσθωση αυτών των εγκαταστάσεων απ'το κράτο. Στο εξωτερικό η μέθοδος αυτή επεκτείνεται στο στδιο τη λειτουργία και στην διαχείριση των εγκαταστάσεων αλλά και την διοκηση του προσωπικού.

PPP (Public-Private Partnership): Μέθοδος αυτοχρηματοδότηση ργών στην οποα το κράτο διατηρεί μεν μετοχική συμμετοχή αλλά παραχωρεί την διαχείριση του ργού στο ιδίετε εταιρο (πχ Αεροδρμίο Σπτων).

Project Finance: Μέθοδος δανεισμο σύμφωνα με την οποα η εξφληση του κεφαλαού δεν ακολουθεί προκαθορισμένη πορεία πωτα κοινών δνεία αλλά διασυνδέεται με την απδωση του ργού, μεινόντα τον επιχειρηματικό κνδύνο.