



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΣΧΟΛΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ
& ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΧΩΡΕΣ

ΕΛΠΙΔΑ Δ. ΜΑΧΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΧΡΗΣΤΟΣ ΑΓΙΑΚΛΟΓΟΥ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2020

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΧΩΡΕΣ»

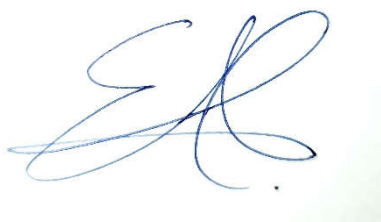
έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή

Ονοματεπώνυμο

Ελπίδα Μαχά



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	Σελ. 3
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	Σελ. 3
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	Σελ. 4
ABSTRACT	Σελ. 5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1. Εισαγωγή.....	Σελ. 6
1.2. Ορισμός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	Σελ. 6
1.3. Αγορές Κεφαλαίου.....	Σελ. 8
1.4. Οργανωμένη αγορά: Το Χρηματιστήριο	Σελ.12
1.5. Βαθμός ανάπτυξης της οικονομίας μέσω του Χρηματιστηρίου.....	Σελ.13
1.6. Βασικοί ορισμοί του Χρηματιστηρίου.....	Σελ.14
1.7. Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια.....	Σελ.19
1.7.1. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	Σελ.19
1.7.2. Χρηματιστήριο της Γαλλίας.....	Σελ.22
1.7.3. Χρηματιστήριο της Γερμανίας	Σελ.24
1.7.4. Χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου.....	Σελ.25
1.7.5. Χρηματιστήριο της Σουηδίας.....	Σελ.27
1.8. Χρηματιστήριο και Οικονομική Κρίση.....	Σελ.29
1.9. Ανακεφαλαίωση.....	Σελ.31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

2.1. Εισαγωγή.....	Σελ.32
2.2. Κατασκευαστικός Κλάδος.....	Σελ.32
2.3. Βασικά Μεγέθη, Τάσεις και Συμβολή των Κατασκευών στην Ελληνική Οικονομία.....	Σελ.34
2.4. Παράγοντες που διαμορφώνου το Περιβάλλον των Κατασκευών.....	Σελ.37
2.5. Αριθμός και Μέγεθος Επιχειρήσεων Κλάδου Κατασκευών	Σελ.41
2.6. Προστιθέμενη Αξία	Σελ.43
2.7. Προβλέψεις.....	Σελ.47
2.8. Κατασκευαστικός Κλάδος και Οικονομική Κρίση.....	Σελ.52
2.9. Ανακεφαλαίωση.....	Σελ.53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

3.1. Εισαγωγή.....	Σελ.54
3.2. Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων.....	Σελ.54
3.3. Υποθέσεις του CAPM.....	Σελ.56
3.4. Κριτικές για το CAPM.....	Σελ.58
3.5. Ανακεφαλαίωση.....	Σελ.60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

4.1. Εισαγωγή.....	Σελ.62
4.2. Περιγραφή Εταιρειών και Δεδομένων.....	Σελ.62
4.3. Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....	Σελ.67
4.4. Ανακεφαλαίωση.....	Σελ.81

ΒΙΒΛΙΟΦΡΑΦΙΑ	Σελ.82
---------------------------	--------

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1 Πωλήσεις 2018 ανά Χώρα.....Σελ.49

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1 Δραστηριότητες που περιλαμβάνονται στον Κλάδο των Κατασκευών.....Σελ.34

Διάγραμμα 2.2 Αριθμός επιχειρήσεων κλάδου Κατασκευών.....Σελ.41

Διάγραμμα 2.3 Κατανομή αριθμού επιχειρήσεων με βάση το μέγεθος της απασχόλησης, 2016.....Σελ.42

Διάγραμμα 2.4 Κατανομή αριθμού εργαζόμενων με βάση το μέγεθος της απασχόλησης, 2016.....Σελ.43

Διάγραμμα 2.5 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία τομέα Κατασκευών, 2007 και 2017.....Σελ.44

Διάγραμμα 2.6 Εξέλιξη και ετήσιες μεταβολές Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας κλάδου Κατασκευών, 2008- 2017.....Σελ.44

Διάγραμμα 2.7 Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας κλάδου Κατασκευών και ΑΕΠ στην Ελλάδα και την ΕΕ28.....Σελ.45

Διάγραμμα 2.8 Συμμετοχή κλάδου Κατασκευών στο ΑΕΠ σε διάφορες χώρες....Σελ.46

Διάγραμμα 2.9 Παγκόσμιες πωλήσεις.....Σελ.47

Διάγραμμα 4.1 Παρουσίαση Μετοχής Ελλάκτωρ για τα έτη 2006 και 2010.....Σελ.70

Διάγραμμα 4.2 Παρουσίαση Μετοχής Taylor Wimpey για τα έτη 2006 και 2010 ..Σελ.72

Διάγραμμα 4.3 Παρουσίαση Μετοχής Vinci για τα έτη 2006 και 2010.....Σελ.75

Διάγραμμα 4.4 Παρουσίαση Μετοχής Bilfinger για τα έτη 2006 και 2010.....Σελ.77

Διάγραμμα 4.5 Παρουσίαση Μετοχής Bygging Uddemann για τα έτη 2006 και 2010.....Σελ.80

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΧΩΡΕΣ

Σημαντικοί Όροι: Χρηματιστήριο, Χρηματιστηριακοί δείκτες, Μετοχές, Μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM), Κατασκευαστικός Κλάδος.

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρήθηκε να εφαρμοστεί το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM) σε μετοχές του κατασκευαστικού κλάδου, ενός κλάδου που αποτελεί πυλώνα της οικονομίας κάθε χώρας. Στο πρώτο κεφάλαιο, αναφέρονται και μελετούνται οι βασικές έννοιες των αγορών, ο τρόπος λειτουργίας του χρηματιστηρίου και των δεικτών του, αλλά και μία σύντομη αναφορά στα χρηματιστήρια των ευρωπαϊκών χωρών που μελετήθηκαν στο πλαίσιο εκπόνησης της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο, έγινε αναφορά στον κατασκευαστικό κλάδο και στη σημασία του για την οικονομία μιας χώρας. Παρουσιάστηκαν δεδομένα ερευνών που επιβεβαιώνουν το πόσο σημαντικός κλάδος είναι για την ανάπτυξη της οικονομίας. Στο τρίτο κεφάλαιο, μελετήθηκε το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων, η σημασία του, οι κριτικές που δέχτηκε και το πόσο σημαντικό είναι για τους οικονομολόγους. Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο, επιλέχθηκαν οι κατασκευαστικές εταιρείες και έγινε μία σύντομη ιστορική αναδρομή τους καθώς και τα έργα που έχουν στο ενεργητικό τους. Έπειτα έγινε η ανάλυση των μετοχών των επιλεγθέντων κατασκευαστικών εταιρειών και τα συμπεράσματα το οποία προέκυψαν από τη συγκεκριμένη διαδικασία.

ANALYSIS OF THE SHARE PERFORMANCE OF THE CONSTRUCTION INDUSTRY FOR EUROPEAN COUNTRIES

Keywords: stock market, stock indices, equities, capital asset pricing model (CAPM), construction industry.

Abstract

This diploma thesis has attempted to apply the capital asset pricing model (CAPM) to shares in the construction industry, a sector that is a pillar of the economy of each country. The first chapter refers to the basic concepts of the markets, the way the stock market works and its indices, as well as a brief reference to the stock exchanges of the European countries studied in the framework of work preparation. In the second chapter, reference was made to the construction industry and its importance to the economy of a country. Research data has been presented confirming how important the sector is for the development of the economy. In the third chapter, the capital valuation model was studied, its importance, the reviews it accepted and how important it is for economists. In the fourth and final chapter, the construction companies were selected and there was a brief historical background and the projects they have in their assets. Then there was an analysis of the shares of the selected construction companies and the conclusions resulting from this process.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1 Εισαγωγή

Στις παρακάτω σελίδες θα αναπτυχθούν αξιοσημείωτες χρηματοοικονομικές και ιστορικές πληροφορίες για τον τομέα των Χρηματιστηρίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το «χρηματοοικονομικό ταξίδι» ξεκινάει με τις βασικές ορολογίες των οργανωμένων αγορών και μη, και μας προετοιμάζει για την κατανόηση των υπολοίπων κεφαλαίων καθώς επίσης και των μορφών χρηματοδότησης των οντοτήτων.

Στην συνέχεια, εμβαθύνουμε τις γνώσεις μας στον πιο οργανωμένο πλέον φορέα των κεφαλαίων, το Χρηματιστήριο, αναλύοντας τις ορολογίες που χρησιμοποιούνται στην οργανωμένη αγορά του. Επιπροσθέτως, στο επόμενο κεφάλαιο θα συναντήσουμε και τις κατασκευαστικές εταιρείες που διαπραγματεύονται μέσα σε αυτή την αγορά και την σημασία αυτών. Καθώς θα πορευόμαστε στις επόμενες ενότητες, θα συναντήσουν την ανάλυση των μεγαλύτερων χρηματιστηρίων της Ευρώπης, τους δείκτες του εκάστοτε χρηματιστηρίου καθώς και ο τρόπος που υπολογίζονται αυτοί.

1.2 Ορισμός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Ο αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών της. Η επιχείρηση το καταφέρνει με διάφορους τρόπους για παράδειγμα με τη μεγιστοποίηση των τιμών των μετοχών της, εάν αυτή είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να οριστεί ως "το σύμπλεγμα των αγορών για χρηματοοικονομικά προϊόντα καθώς και τα άτομα και οι οργανισμοί που δραστηριοποιούνται σε αυτές τις αγορές " (Howells & Bain, 1998)

Ο βασικός ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος ,ο οποίος είναι ένας μηχανισμός μεταφοράς κεφαλαίου, είναι η άντληση κεφαλαίου από τις μονάδες που έχουν πλεόνασμα κεφαλαίου, και στη συνέχεια η αποτελεσματική κατανομή στις οικονομικές μονάδες οι οποίες έχουν έλλειμμα κεφαλαίου σε μια οικονομία. Ένας άλλος σημαντικός ρόλος του συστήματος είναι να δημιουργεί μηχανισμούς πληρωμών, δηλαδή να διευκολύνει τις ροές του κεφαλαίου.

Το σύνολο των οικονομικών μονάδων μιας χώρας αποτελείται από :

- τα νοικοκυριά,
- τις επιχειρήσεις

- την κυβέρνηση
- τον υπόλοιπο κόσμο

Ο κάθε τομέας δραστηριοποιείται στα πλαίσια του εισοδηματικού περιορισμού, ο οποίος διαμορφώνεται από το σύνολο των εισπράξεων και των πληρωμών αυτού για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Ανάλογα με το καθαρό αποτέλεσμα που παρουσιάζει η εκάστοτε μονάδα στο τέλος της χρήσης, μπορεί να συμπεριληφθεί στις πλεονασματικές (πιστωτικό υπόλοιπο), ελλειμματικές (χρεωστικό υπόλοιπο) ή στις ισοσκελισμένες μονάδες (μηδενικό υπόλοιπο). Από το σύνολο των αποταμιεύσεων μιας οικονομίας, το μεγαλύτερο ποσοστό το κατέχουν τα νοικοκυριά. Οι επιχειρήσεις διαχωρίζονται σε μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Οι μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι η βασική πηγή των επενδύσεων, οι οποίες με την βοήθεια των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αντλούν κεφάλαια προς επένδυση. Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιλαμβάνουν κατά μεγάλο ποσοστό τις τράπεζες και κατά συνέχεια τα ασφαλιστικά ταμεία, τα αμοιβαία κεφάλαια, τις επενδυτικές τράπεζες κλπ. Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις λειτουργούν κατά κύριο λόγο ως διαμεσολαβητές μεταξύ των υπολοίπων τομέων της οικονομίας μιας χώρας και διευκολύνει την ροή των κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες προς στις ελλειμματικές.

Ο τομέας της κυβέρνησης αποτελείται από κάθε δημόσιο οργανισμό σε τοπικό και σε εθνικό επίπεδο και το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων που δανείζεται αφορά περισσότερο την κατανάλωση παρά την επένδυση. Όσον αφορά τον τομέα του υπόλοιπου κόσμου, για μια ανοιχτή οικονομία, αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς τομείς και περιλαμβάνει τις συναλλαγές μεταξύ μιας συγκεκριμένης χώρας και του υπόλοιπου κόσμου. Η μεταφορά κεφαλαίων πραγματοποιείται με το δανεισμό χρημάτων από την πλεονασματική προς στην ελλειμματική μονάδα. Η τελευταία αποδέχεται μια γραπτή υπόσχεση, ότι σε συγκεκριμένη ημερομηνία θα επιστρέψει στην πρώτη το ποσό του δανεισμού συν τον τόκο (εάν υπάρχει). Οι γραπτές υποσχέσεις αυτού του είδους ονομάζονται πιστωτικές απαιτήσεις και είναι οι ομολογίες, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα στεγαστικά δάνεια με τη μορφή υποθηκών και τα εμπορικά ομόλογα.

Για τη μονάδα που δανείζεται η απαίτηση αποτελεί υποχρέωση, ενώ για τη μονάδα που δανείζει αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού της.

Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα

Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα διακρίνονται ανάλογα με την μορφή χρηματοδότησης τους, δηλαδή εάν είναι άμεση ή έμμεση χρηματοδότηση. Οι περισσότερες επενδύσεις πλέον γίνονται με την έμμεση μορφή χρηματοδότησης. Οι χρηματοοικονομικές αγορές, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται τα προϊόντα αυτά, είναι οργανισμοί που διευκολύνουν τις συναλλαγές σε όλων των ειδών τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις. Οι χρηματοοικονομικές αγορές διακρίνονται ανάλογα με το χρόνο λήξης των απαιτήσεων σε:

- αγορά χρήματος : οι οποίες περιλαμβάνουν βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις (μικρότερες από ένα έτος)

- αγορά κεφαλαίου : οι οποίες περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις (μεγαλύτερες από ένα έτος) Οι χρηματοοικονομικές αγορές ταξινομούνται επίσης ανάλογα με το εάν οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις είναι νεοεκδιδόμενες ή όχι. Διακρίνονται σε :

- πρωτογενή αγορά : σε αυτή την κατηγορία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν οι νεοεκδιδόμενες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις.
- δευτερογενή αγορά : σε αυτή την κατηγορία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν οι ήδη υπάρχουσες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις παλαιότερων εκδόσεων

Αγορές

Είναι μια μορφή αγοράς αξιόγραφων που αποτελούν υποκατάστατα του χρήματος, δηλαδή πρόκειται για αξιόγραφα τα οποία μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν χωρίς να ενέχουν μεγάλο κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου. Βασικά χαρακτηριστικά τους είναι :

- είναι βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα
- υπάρχει μεγάλος όγκος συναλλαγών • υπάρχει υψηλή ρευστότητα • και ο χαμηλός κίνδυνος

Οι κύριοι εκδότες των αξιόγραφων αυτών είναι κυρίως οι τράπεζες, το Δημόσιο, μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες είναι εισηγμένες ή μη στο Χρηματιστήριο κλπ. Σκοπός αυτής της αγοράς είναι η άντληση κεφαλαίων από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές με σκοπό την χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων. Τα προϊόντα της αγοράς χρήματος θεωρούνται ασφαλέστερες επενδύσεις, διότι μπορεί εξ αρχής να υπολογιστεί η απόδοση των αξιόγραφων αυτών καθώς επίσης ο κίνδυνος κάθε αξιόγραφου . Τα σημαντικότερα προϊόντα αυτής της αγοράς είναι 5 :

- Έντοκα γραμμάτια Δημοσίου (Treasury Bills)
- Συμφωνίες επαναγοράς (Repos)
- Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Negotiable Certificates of Deposits)
- Εμπορικά Ομόλογα (Commercial Paper)
- ΕυρωΔολάρια (Eurodollars)
- LIBOR (London InterBank Offer Rate)

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα με πιο περιορισμένη διάρκεια ζωής, θεωρούνται ως πιο δημοφιλή καθώς οι υποψήφιοι επενδυτές εποφθαλμιούν καλύτερα στο άμεσο αποτέλεσμα και όχι στο μακροπρόθεσμο. Αυτή η επιλογή τους μπορεί να γίνει κατανοητή καθώς μέσα από τη διαχείριση προϊόντων που έχουν μικρή άρα και ελεγχόμενη διάρκεια, τους δίνεται η ευκαιρία να επιτύχουν τη δημιουργία κέρδους καθώς η αγορά που δραστηριοποιούνται έχει ρευστότητα, η διακύμανση της τιμής των προϊόντων που τίθενται σε διαπραγμάτευση στη συγκεκριμένη αγορά είναι μικρότερη και συγκριτικά υπάρχουν λιγότερες πιθανότητες να αυξηθεί το μέγεθος του κινδύνου σε αντίθεση με τις αγορές. Στις αγορές, τα προϊόντα εξυπηρετούν καλύτερα τις απαιτήσεις των επενδυτών.

1.3 Αγορές Κεφαλαίου

Σε αντίθεση με την αγορά χρήματος, η αγορά κεφαλαίου περιλαμβάνει αξιόγραφα των οποίων η διάρκεια τους είναι μεγαλύτερη του ενός έτους. Τα συγκεκριμένα αξιόγραφα εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο (π.χ μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης ή αθέτησης υποχρεώσεων των εκδοτών) αλλά και αβεβαιότητα σε σχέση με τις τιμές των αξιογράφων (π.χ μεγάλη διακύμανση των τιμών). Τέτοιοι αξιόγραφα είναι κυρίως οι μετοχές και οι ομολογίες ανωνύμων εταιριών, οι οποίες τα εκδίδουν για την άντληση κεφαλαίων για την ανάπτυξή τους καθώς και οι δημοτικές ομολογίες. Οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια, απ' όπου και το όνομα «κεφαλαιαγορές». Στην αγορά κεφαλαίου χαρακτηριστικά αξιόγραφα είναι οι ομολογίες (σταθερού ή μεταβλητού εισοδήματος) και οι μετοχές.

✓ Ομολογίες

Οι ομολογίες εκδίδονται είτε από το Δημόσιο είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς. Η ομολογία αποτελεί αξιόγραφο που εκφράζει μια μορφή δανείου. Ομολογιακό δάνειο εκδίδεται όταν το ποσό του δανείου είναι πολύ μεγάλο και γι' αυτό είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί ένας δανειστής ολόκληρου του ποσού. Στην περίπτωση αυτή το συνολικό ποσό διαιρείται σε μεγάλο πλήθος μεριδίων, που ονομάζεται ομολογία. Ο αγοραστής

της ομολογίας δανείζει στον εκδότη αυτής, το ποσό που αναγράφεται στο αξιόγραφο, με την προϋπόθεση ότι ο εκδότης της ομολογίας είναι υποχρεωμένος να επιστρέψει το αναγραφόμενο ποσό (καθώς και εάν υπάρχει τοκομερίδιο) στην ημερομηνία λήξης της ομολογίας. Η ομολογία αποτελεί ένα αξιόγραφο που ενσωματώνει έντοκη απαίτηση του κομιστή κατά του εκδότη. Το ποσό που αναγράφεται επί του αξιόγραφου, αντιπροσωπεύει το μερίδιο του συνολικού ποσού του ομολογιακού δανείου και ονομάζεται ονομαστική αξία της ομολογίας. Οι όροι εξόφλησης της ομολογίας καθορίζεται κατά την έκδοση του χρεογράφου.

Στο έγγραφο της ομολογίας υπάρχουν γενικώς τα επονομαζόμενα τοκομερίδια (κουπόνια), που αντιπροσωπεύουν απαίτηση τόκου. Το «κουπόνι» αποκόπτεται από το κύριο αξιόγραφο κατά τη λήξη του (ημέρα πληρωμής του τόκου) και εξοφλείται παραδιδόμενο στον εκδότη της ομολογίας. Οι ομολογίες είναι πολύ σημαντικά προϊόντα για τον επενδυτή. Δίνουν την ευκαιρία να κερδίσουν οι επενδυτές σταθερές αποδόσεις με ελάχιστο κίνδυνο και ταυτόχρονα προσδίδουν μεγαλύτερη απόδοση για αυτούς που είναι διατεθειμένοι να κερδοσκοπήσουν με τις μεταβολές των επιτοκίων. Η ομολογία είναι ένα χρεόγραφο και έχει ορισμένη διάρκεια ζωής και μεταβιβάζεται όπως τα κινητά αντικείμενα, με την παράδοση του σώματος του τίτλου. Οι ομολογίες είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο.

✓ Μετοχές

Οι μετοχές είναι ένα μερίδιο στο κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρείας και είναι αξιόγραφα, δίνοντας έτσι την δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλεί τα απαιτούμενα κεφάλαια για επενδύσεις. Οι αγοραστές των μετοχών ονομάζονται μέτοχοι και έχουν δικαίωμα ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που έχουν στην κυριότητα τους. Δηλαδή οι κάτοχοι των μετοχών μιας εταιρείας συμμετέχουν στα κέρδη ή στις ζημίες της επιχείρησης μέχρι το ποσό της συνεισφοράς τους.

Θεωρούνται μακροπρόθεσμα προϊόντα διότι δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και περιοδικά οι επιχειρήσεις διανέμουν μέρος ή το σύνολο των κερδών τους στους μετόχους υπό την μορφή μερίσματος. Το πλεονέκτημα των μετοχών είναι ότι οι κάτοχοι αυτών συμμετέχουν πλήρως στην αύξηση της κερδοφορίας ή του ενεργητικού της επιχείρησης, ενώ το μειονέκτημα τους είναι ότι σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης θα πρέπει πρώτα να η επιχείρηση να αποπληρώσει πρώτα τα δάνεια που κατέχει καθώς και τους κατόχους ομολογιών πριν από την πληρωμή των μετόχων.

Οι μετοχές ως στοιχείο επένδυσης είναι υψηλού κινδύνου και μεγάλης αβεβαιότητας αλλά προτιμώνται από τους επενδυτές. Μπορούν να ταξινομηθούν σε κοινές και προνομιούχες μετοχές. Η διαφορά τους βρίσκεται στον τρόπο που θα γίνει

η διανομή των κερδών σε μια ανώνυμη εταιρεία Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται έναντι των κοινών, με την έννοια ότι πρώτα θα γίνει η διανομή των κερδών στις πρώτες και αργότερα στις κοινές. Τα βασικά δικαιώματα των κοινών μετοχών είναι:

- κάθε μέτοχος δικαιούται να συμμετέχει στην Γενική Συνέλευση • κάθε κοινή μετοχή έχει μια ψήφο
- κάθε μέτοχος έχει δικαίωμα προτίμησης σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου
- η ευθύνη του μετόχου περιορίζεται στο ποσό του ονομαστικού κεφαλαίου που έχει στην κατοχή του, και οι δανειστές δεν μπορούν να στραφούν εναντίον της εταιρείας
- όλες οι μετοχές έχουν την ίδια ονομαστική αξία

Τα χαρακτηριστικά των προνομιούχων μετοχών δεν διαφέρουν κατά πολύ από αυτά των κοινών, όμως η διαφορά τους είναι άκρως σημαντική :

- οι προνομιούχες μετοχές δικαιούνται κάθε χρόνο ένα σταθερό ποσό μερίσματος
- σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει να μην διανείμει μέρισμα στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών σε μία χρονική περίοδο, υποχρεούται στην καταβολή σωρευτικού μερίσματος σε επόμενη χρονική περίοδο.
- οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση
- ορισμένες προνομιούχες μετοχές συνοδεύονται από εγγύηση μερίσματος.
- οι αξιώσεις των προνομιούχων μετοχών επί της υπολειμματικής αξίας της εταιρείας σε περίπτωση εκκαθάρισης ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα έναντι των κοινών μετοχών.

Μια δεύτερη διάκριση είναι μεταξύ ονομαστικών και ανωνύμων μετοχών. Το σύνθηες είναι να εκδίδονται ανώνυμες (χωρίς το όνομα του κατόχου). Η ανώνυμη μετοχή μεταβιβάζεται όπως τα κινητά αντικείμενα με την παράδοση του χρεογράφου. Η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών γίνεται με πιο περίπλοκο τρόπο, με καταγραφή του ονόματος στα βιβλία της Εταιρείας (Μητρώο Μετόχων της Εταιρείας). Η μεταβίβαση των μετοχών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ονομαστικών μετοχών γίνεται υποχρεωτικά δια του αποθετηρίου εγγράφου. Το αποθετήριο έγγραφο εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία , που αποκαλείται Εταιρεία Αποθετηρίου.

1.4 Οργανωμένη αγορά: Το Χρηματιστήριο

Το Χρηματιστήριο είναι μια μορφή οργανωμένης αγοράς μέσα στην οποία οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές έχουν την δυνατότητα αγοροπωλησίας κινητών αξιών (όπως μερίσματα κεφαλαίου ανωνύμων εταιρειών -μετοχές-, τραπεζικά ή κρατικά ή διεθνή ομόλογα) καθώς και εμπορεύματα (όπως πετρέλαιο, χρυσό, κλπ) Είναι μια ιδιόμορφη αγορά με την έννοια ότι υπάρχει μια ταυτόχρονη συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης, κάτι το οποίο δεν το συναντάμε σε άλλες μορφές αγορών. Αποτελεί έναν οικονομικό θεσμό ο οποίος λειτουργεί με κανόνες, νομοθετικές και διοικητικές διατάξεις, οι οποίοι διαμορφώνουν με την σειρά τους τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς, τις προϋποθέσεις καθώς και τους όρους αυτής.

Τα χρηματιστήρια συναντούνται σε κάθε χώρα ή ήπειρο, τα οποία συνδέονται μεταξύ τους με μια στενή σχέση και αλληλοεπηρεάζονται ανάλογα με τις διακυμάνσεις που υφίσταται η κάθε αγορά της εκάστοτε χώρας, ανάλογα με τις πολιτικές ανακατατάξεις και αναδιαμορφώσεις καθώς και από οποιονδήποτε άλλο παράγοντα που σχετίζεται με την οικονομία μιας χώρας. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση όλα τα κράτη-μέλη θα πρέπει να ακολουθούν τους ίδιους κανόνες και τις ίδιες νομοθετικές διατάξεις, προσαρμοσμένα στην εκάστοτε χώρα. Παρόλα αυτά μέχρι στιγμής δεν έχει δημιουργηθεί ή τουλάχιστον δεν έχει εφαρμοστεί η ιδέα για ένα κοινό Ευρωπαϊκό Χρηματιστήριο και έτσι κάθε κράτος-μέλος έχει το δικό του "αυτόνομο" χρηματιστήριο. Βέβαια μια τέτοια ιδέα δεν ξέρουμε κατά πόσο θα είναι εφικτή στην εφαρμογή της καθώς και ποιες θα είναι οι επιπτώσεις και τα ωφέλη που θα επιφέρει η εφαρμογή αυτής.

Λόγω της ποικιλίας των ειδών που μπορούν να γίνουν αντικείμενο συναλλαγών εντός των χρηματιστηρίων, διαχρονικά έχουν δημιουργηθεί διαφορετικές κατηγορίες χρηματιστηρίων, προκειμένου να καλύπτονται όλες οι ανάγκες που προκύπτουν. Χαρακτηριστικά ενδεικτικά είδη χρηματιστηρίου είναι το Χρηματιστήριο Αξιών, το χρηματιστήριο Εμπορευμάτων, το Χρηματιστήριο Έργων Τέχνης, το Χρηματιστήριο Ναύλων καθώς επίσης και πολλά άλλα. Αξίζει να αναφερθεί ότι τα Χρηματιστήρια ανάλογα με τον τρόπο σύστασής τους και τη λειτουργία τους διακρίνονται σε επίσημα και ελεύθερα. Τα επίσημα Χρηματιστήρια εξαρτώνται από το κράτος. Αυτό σημαίνει ότι η ίδρυσή τους, το καταστατικό τους αλλά και η λειτουργία τους γίνονται υπό την κρατική παρέμβαση και εποπτεία. Τα ελεύθερα Χρηματιστήρια είναι το ακριβώς αντίθετο καθεστώς. Αυτά εξαρτώνται από ιδιώτες και τα κράτος δεν παρεμβαίνει καθόλου ούτε ασκεί οποιαδήποτε μορφή ελέγχου.

1.5 Βαθμός ανάπτυξης της οικονομίας μέσω του Χρηματιστηρίου

Τα τελευταία χρόνια η σχέση μεταξύ του χρηματιστηρίου και ο βαθμός ανάπτυξης της οικονομίας μέσω αυτού, έχει απασχολήσει αρκετά τον τομέα της οικονομίας και έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης έρευνας. Το ζήτημα που γεννάται, είναι αν η χρηματιστηριακή ανάπτυξη ηγείται ή διαδέχεται της οικονομικής ανάπτυξης. Μια γενική άποψη που κυριαρχεί είναι ότι η χρηματιστηριακή ανάπτυξη έχει θετικές επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη.

Η διαδικασία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης (χρηματιστήριο) θεωρείται ως ο σημαντικότερος τομέας για την οικονομία μιας χώρας. Κατά καιρούς ασχολήθηκαν αρκετοί συγγραφείς με την σχέση που παρουσιάζεται μεταξύ της ανάπτυξης της οικονομίας και τον βαθμό επίδρασης αυτής μέσω του χρηματιστηρίου. Το θέμα αυτό ξαναήρθε στην επικαιρότητα, με τις αλλαγές που επήλθαν στην διαδικασία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης με την εμφάνιση των χρηματιστηριακών αγορών .

Η σχέση χρηματοπιστωτικού και οικονομικού τομέα σε μία οικονομία αναφέρθηκε για πρώτη φορά το 1911 από τον Joseph Schumpeter ο οποίος υποστήριξε πως «οι υπηρεσίες που προσφέρονται από τους χρηματοπιστωτικούς ενδιαμέσους, όπως η ενίσχυση των αποταμιεύσεων, η αξιολόγηση και ο έλεγχος υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων και η διαχείριση του κινδύνου, είναι απαραίτητες για την τεχνολογική πρόοδο και την ανάπτυξη της οικονομίας». Η άποψη αυτή επεκτάθηκε και από άλλους συγγραφείς όπως ο Goldsmith (1969), ο οποίος παρατήρησε "ότι περίοδοι με μεγαλύτερο από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας συνοδεύονταν και από ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.". Επίσης ο McKinnon (1973) ο οποίος άντλησε στοιχεία από διάφορες χώρες, οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι "οι χρηματοπιστωτικές αγορές που λειτουργούν καλύτερα οδηγούν σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας." .

Οι McKinnon-Shaw δηλαδή, έδωσε μεγαλύτερη προσοχή στις επιδράσεις που δέχεται το χρηματιστηριακό σύστημα από τις κρατικές παρεμβάσεις . Σύμφωνα με αυτό, οι περιορισμοί που θέτει το κράτος στο τραπεζικό σύστημα, όπως για παράδειγμα τα πιστωτικά προγράμματα και οι υψηλές τιμές των επιτοκίων, έχουν αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη του χρηματιστηριακού τομέα και αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της οικονομικής ανάπτυξης.

Η θεωρία της ενδογενούς ανάπτυξης χρησιμοποιώντας ως μεταβλητές την κατανομή κινδύνου και την παροχή ρευστότητας κατέληξε στο ότι η χρηματιστηριακή μεσολάβηση έχει θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη, όπως αναφέρουν οι

Greenwood and Jovanovic (1990), Bencivenga και Smith (1991), Shan, Morris και Sun (2001), ενώ η κρατική παρέμβαση στο χρηματιστηριακό σύστημα έχει αρνητική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη King and Levine (1993). Η άποψη του Joan Robinson (1952) στηρίζεται στο γεγονός ότι "η χρηματοδότηση πάει στον τομέα στον οποίο οι επιχειρήσεις «ανθούν»." Σύμφωνα, με αυτή την θεωρία, όταν υπάρχει οικονομική ανάπτυξη σε μία οικονομία τότε δημιουργούνται χρηματοδοτικές ανάγκες, στις οποίες ο χρηματοπιστωτικός τομέας της οικονομίας αντιδρά παθητικά.

Παρατηρείται με αυτή την θεωρία, ότι με την ανάπτυξη της οικονομίας δημιουργούνται ολοένα και περισσότερες ανάγκες τις οποίες θα πρέπει να τις καλύψει, και η κάλυψη των οποίων έχει ως αποτέλεσμα την μεγέθυνση και την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα παράλληλα με τον πραγματικό. Βέβαια υπάρχουν και κάποιοι συγγραφείς οι οποίοι δεν θεωρούν σημαντική τη σχέση χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και οικονομικής ανάπτυξης. Σε αυτή την κατηγορία των συγγραφέων εντάσσονται : ο Robert Lucas ο οποίος αναφέρει ότι " οι οικονομολόγοι υπερεκτιμούν το ρόλο των χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων στην οικονομική ανάπτυξη" , ο Chandavarkar (1992) και ο N. Stern (1989), των οποίων η γνώμη είναι αντίθετη με την εισαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις οικονομικές τους μελέτες. Οι απόψεις αυτές είναι βασισμένες στο ότι ο λόγος της προσφοράς χρήματος προς το ΑΕΠ, το οποίο αποτελεί ένα τυπικό μέτρο χρηματιστηριακής ανάπτυξης, είναι το αντίστροφο της ταχύτητας της κυκλοφορίας του χρήματος. Επομένως, η θετική σχέση μεταξύ του επιπέδου της χρηματιστηριακής ανάπτυξης και του πραγματικού ΑΕΠ πολύ πιθανόν να οφείλεται στην αρνητική ταχύτητα της κυκλοφορίας του χρήματος.

Εν κατακλείδι, από τα παραπάνω διαπιστώνουμε ότι ο βαθμός ανάπτυξης της οικονομίας έχει θετική σχέση με την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου, (το οποίο είναι άκρως λογικό, διότι εάν σκεφτούμε ότι το χρηματιστήριο στην ουσία είναι εν μέρη ένα αντίγραφο κάθε εγχώριας αγοράς και επομένως εάν αυτή η αγορά βρίσκεται σε ύφεση ή ανάκαμψη, θα υπάρχει και η αντίστοιχη εικόνα στην ροή της χρηματιστηριακής ανάπτυξης και εξέλιξης) εκτός εάν υπάρχει κρατική παρέμβαση, όπου εκεί επηρεάζεται αρνητικά αυτή η σχέση.

1.6 Βασικοί ορισμοί του Χρηματιστηρίου

Στην ενότητα αυτή θα αναλυθούν οι βασικοί ορισμοί που σχετίζονται με τη λειτουργία των χρηματιστηρίων.

- **Αγορά ή Οργανωμένη Αγορά** .Κάθε οργανωμένη αγορά της οποίας διαχειριστής είναι το Χ.Α. και για την οποία διενεργεί την εκκαθάριση η

ΕΤ.ΕΚ. Όπου γίνεται αναφορά στον παρόντα Κανονισμό σε Αγορά Αξιών και Αγορά Παραγώγων νοούνται οι Οργανωμένες Αγορές του Χ.Α. με αντικείμενο διαπραγμάτευσης Κινητές Αξίες και Παράγωγα, αντίστοιχα.

- **Άμεση Πρόσβαση στην Αγορά (ΑΠΑ).** Η ρύθμιση μέσω της οποίας ΕΠΕΥ, η οποία είναι Μέλος Αγοράς επιτρέπει σε συγκεκριμένους πελάτες (περιλαμβανομένων και επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων) την ηλεκτρονική διαβίβαση εντολών στα εσωτερικά ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης της, προκειμένου οι εν λόγω εντολές να προωθούνται αυτόματα στην Αγορά με χρήση του κωδικού διαπραγμάτευσης της ΕΠΕΥ.
- **Απευθείας Πρόσβαση στην Αγορά (ΑΠΕΠΑ).** Η ρύθμιση μέσω της οποίας ΕΠΕΥ, η οποία είναι Μέλος Αγοράς, επιτρέπει σε συγκεκριμένους πελάτες την ηλεκτρονική απευθείας διαβίβαση εντολών στην Αγορά με χρήση του κωδικού διαπραγμάτευσης της, χωρίς οι εντολές αυτές να διακομίζονται μέσω των εσωτερικών ηλεκτρονικών συστημάτων διαπραγμάτευσης της ΕΠΕΥ
- **Απόφαση.** Απόφαση που εκδίδεται, από το Δ.Σ. του Χ.Α. ή άλλο εξουσιοδοτημένο προς τούτο όργανο του Χ.Α. και δημοσιοποιείται στην ιστοσελίδα του Χ.Α.
- **Αρμόδια Αρχή** Η αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής ή υποδοχής, ανάλογα με την περίπτωση, του προσώπου στο οποίο αφορά κάθε φορά
- **Βάθος Εντολών** Ο συνολικός, ανά Βιβλίο Εντολών, αριθμός Εντολών και Χρηματοπιστωτικών Μέσων, που οι Εντολές αυτές αντιπροσωπεύουν σε κάθε επίπεδο τιμών, ως προς τα καλύτερα επίπεδα τιμών αγοράς και πώλησης, όπως εκάστοτε ορίζονται από το Χ.Α. και δημοσιοποιούνται μέσω του Συστήματος.
- **Βιβλίο Εντολών** Το ηλεκτρονικό αρχείο που δημιουργείται στο Σύστημα, ως προς κάθε Αγορά του Χ.Α. και είδος διαπραγματεύσιμων σε αυτή Χρηματοπιστωτικών Μέσων, στο οποίο καταχωρούνται οι εντολές προς διενέργεια συναλλαγών επ' αυτών.
- **Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ή Δ.Α.Κ.** Τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων τα μερίδια είναι εισηγμένα ή για τα μερίδια των οποίων έχει κατατεθεί αίτηση εισαγωγής σε Αγορά του Χ.Α., είναι: α) αμοιβαία 18 κεφάλαια κατά την έννοια του άρθρου 24α παρ. 1

του ν. 3283/2004 και β) αμοιβαία κεφάλαια που αναπαράγουν χρηματιστηριακό δείκτη και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές κράτους μέλους, εκτός Ελλάδος, σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου, εφόσον η εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά προβλέπεται στον κανονισμό τους και εφόσον πληρούνται οι όροι της απόφασης 2/435/12-7-2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

- **Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών ή Δ.Χ.Σ.** Το διαχειριζόμενο από το Χ.Α. δίκτυο διασύνδεσης και επικοινωνίας μεταξύ του Συστήματος και των Μελών ή και λοιπών προσώπων που έχουν πρόσβαση στο Σύστημα, συμπεριλαμβανομένων επιχειρήσεων οι οποίες εξαιρούνται από την Οδηγία 2004/39/ΕΚ και διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό μέσω μηχανισμών παροχής άμεσης πρόσβασης στην αγορά (ΑΠΑ) ή απευθείας πρόσβασης στην αγορά (ΑπΕΠΑ)
- **Διμερής δανεισμός τίτλων – Διμερής δανειοδοσία ή δανειοληψία**
Οι συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας που λειτουργούν ως χρηματοδότηση τίτλων οι οποίες καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α. διημερώς από το ίδιο ή από δύο διαφορετικά Μέλη με εισαγωγή στο Σύστημα των δύο εκατέρωθεν εντολών για τον δανειοδότη και τον δανειολήπτη αντίστοιχα ή, προκειμένου για εντολή εισαχθείσα για λογαριασμό δανειολήπτη, με ταύτισή της και με Συγκεντρωτική Εντολή Δανειοδοσίας κατά τους όρους του Κανονισμού.
- **Ειδικός Διαπραγματευτής** Το Μέλος που δραστηριοποιείται σε Αγορές του Χ.Α. σε συνεχή βάση και αναλαμβάνει να συναλλάσσεται για ίδιο λογαριασμό, αγοράζοντας και πωλώντας διαπραγματεύσιμα σε αυτές Χρηματοπιστωτικά Μέσα έναντι ιδίων κεφαλαίων σε τιμές που έχει καθορίσει ο ίδιος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον παρόντα Κανονισμό.
- **Εκδότης** Το πρόσωπο που εισάγει κινητές αξίες του στην Αγορά Αξιών του ΧΑ.
- **Εκδότρια Δ.Α.Κ.** Εάν μεν πρόκειται για ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια, η προβλεπόμενη στο ν. 3283/2004 Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων, εάν δε πρόκειται για αλλοδαπά αμοιβαία κεφάλαια, η προβλεπόμενη στην Οδηγία 85/611/ΕΟΚ Διαχειρίστρια Εταιρία.
- **ΕΤ.ΕΚ** Η ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Εταιρεία Εκκαθάρισης

Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών Ανώνυμη Εταιρεία» και διακριτικό τίτλο «ATHEX Clear» που διενεργεί την εκκαθάριση των συναλλαγών στο Χ.Α. 19

- **Ημερήσιο Δελτίο Τιμών ή Η.Δ.Τ.** Το επίσημο δελτίο τιμών του Χ.Α., όπως αυτό εκδίδεται και τηρείται από το Χ.Α. σε ηλεκτρονική ή και άλλη μορφή, στο οποίο δημοσιεύονται τα στοιχεία που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και στον Κανονισμό, ως και κάθε άλλο στοιχείο κατ' επιλογή του Χ.Α.
- **Ημερολόγιο Ημερών Διαπραγμάτευσης** Το ημερολόγιο των ημερών διαπραγμάτευσης που ισχύει για τις Οργανωμένες Αγορές του Χ.Α., όπως αυτό εκδίδεται και δημοσιοποιείται από το Χ.Α. σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος Κανονισμού.
- **Κ.Α.Α. (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών)** Η ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων» που ενεργεί ως Διαχειριστής του Σ.Α.Τ. και Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών.
- **Κινητές Αξίες** Οι κινητές αξίες είναι εκείνες που εκάστοτε εισάγονται ή είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. σύμφωνα με τον Κανονισμό ή οι κινητές αξίες που αποτελούν υποκείμενη αξία Παραγώγου στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. ανάλογα με την περίπτωση.
- **Μέλη (Αγοράς) Ε.Π.Ε.Υ.** ή πιστωτικό ίδρυμα που συμμετέχει σε Αγορά του Χ.Α. προς διενέργεια συναλλαγών σε διαπραγματεύσιμα σε αυτές Χρηματοπιστωτικά Μέσα
- **Συμμετέχοντες στη δανειοδοσίας ή δανειοληψίας** Τα Μέλη και οι Χειριστές που συμμετέχουν στις συναλλαγές στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- **Μερίδια Δ.Α.Κ.** Τα μερίδια της Κατηγορίας Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Αγοράς Αξιών του Χ.Α..
- **ΜΗΑΣ** Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μετοχής • Μηχανισμός Δανεισμού Τίτλων Ο μηχανισμός που διαχειρίζεται το Χ.Α. μέσω του οποίου καταρτίζονται οι Συμβάσεις δανεισμού τίτλων
- **Νόμισμα διαπραγμάτευσης** Το νόμισμα στο οποίο διαπραγματεύονται Χρηματοπιστωτικά μέσα σε Αγορά.
- **Πιστοποιημένος Διαπραγματευτής** Το φυσικό πρόσωπο που έχει πιστοποιηθεί από το Χ.Α. για την άσκηση σε Μέλος εργασιών διεξαγωγής συναλλαγών σε Αγορές του Χ.Α.

- **Προϊόντα δανεισμού τίτλων** Οι τυποποιημένοι όροι λειτουργίας των Συμβάσεων δανεισμού τίτλων στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- **Συγκεντρωτικές Εντολές Δανειοδοσίας** Οι ποσότητες τίτλων που καθορίζονται από τον Αλγόριθμο Διάθεσης Ποσοτήτων και Επιτοκίων ως ποσότητες διατιθέμενες προς δανεισμό στον Μηχανισμό Δανεισμού τίτλων Τίτλων με βάση τις 20 εισηγμένες στο Σύστημα εντολές δανειοδοσίας, τα επιτόκια δανεισμού ως και κάθε άλλη παράμετρο που προβλέπεται σε σχετική Απόφαση του Χ.Α.
- **Συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας** Οι συμβάσεις ή συναλλαγές δανειοδοσίας ή δανειοληψίας που λειτουργούν ως χρηματοδότηση τίτλων οι οποίες καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- **Συμβάσεις δανεισμού τίτλων** Οι Συμβάσεις δανειοδοσίας ή δανειοληψίας ως και οι Διμερείς δανειοδοσίες ή δανειοληψίες που καταρτίζονται στον Μηχανισμό Δανεισμού τίτλων του Χ.Α. σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον παρόντα Κανονισμό.
- **Σύμβουλος** Ο Σύμβουλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- **Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα ή Σ.Χ.Π.:** Οι κινητές αξίες της που εισάγονται ή είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.
- **Σύστημα** Το Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) και κάθε άλλο ηλεκτρονικό σύστημα ή εφαρμογή που χρησιμοποιεί το Χ.Α. μέσω των οποίων διενεργούνται οι συναλλαγές στις Αγορές του Χ.Α. ή στον Μηχανισμό Δανεισμού Τίτλων του Χ.Α.
- **Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.)** Το μηχανογραφικό - λειτουργικό σύστημα καταχώρισης και παρακολούθησης σε λογιστική μορφή κινητών αξιών, παρακολούθησης των επ' αυτών μεταβολών και εν γένει διεξαγωγής των πράξεων και διαδικασιών . Οι εγγραφές στο Σ.Α.Τ. θεωρούνται εγγραφές στα αρχεία του Κ.Α.Α.
- **Σύστημα Επικοινωνίας** Το εγκεκριμένο από το Χ.Α. σύστημα «ΕΡΜΗΣ» ή άλλο σύστημα επικοινωνίας που ορίζεται από το Χ.Α. με Απόφασή του, μέσω του οποίου οι εκδότες εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους για αποστολή της απαιτούμενης ενημέρωσης στο Χ.Α.
- **Χρηματική Διανομή** Η διανομή χρηματικού ποσού από Εκδότη προς

δικαιούχους, ιδίως με τη μορφή μερίσματος, προμερίσματος, ειδικών και πάσης φύσεως αποθεματικών, επιστροφής κεφαλαίου, τόκου προνομίου, τόκου ομολογιακού δανείου

Αντιλαμβανόμαστε την πληθώρα των γνώσεων που οφείλει να έχει ο κάθε ενδιαφερόμενος σχετικά με τη συγκεκριμένη αγορά και να γνωρίζει ακριβώς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της. Πρέπει να γίνει σαφές ότι η ύπαρξη του Χρηματιστηρίου εμφανίζει σημαντικά πλεονεκτήματα τόσο για το σύνολο της κοινωνίας όσο και για τους επενδυτές. Όσες οικονομικές μονάδες παρουσιάζουν έλλειμμα αναζητούν τα απαραίτητα κεφάλαια για να το καλύψουν, ενώ εκείνες που παρουσιάζουν πλεόνασμα έχουν συμφέρον να μην κρατούν τα κεφάλαιά τους αδρανή, αλλά να τα δανείζουν, αποκομίζοντας έτσι επιπλέον αμοιβή. Γεγονός πολύ σημαντικό για τη λειτουργία της οικονομίας και τη δημιουργία ανάπτυξης. Η ενασχόληση με το χρηματιστήριο ελλοχεύει σαφώς και κινδύνους. Οι αποδόσεις τις οποίες υπόσχεται, σε αντίθεση με τις τραπεζικές καταθέσεις, δεν είναι βέβαιες και έτσι η πιθανότητα δημιουργίας ζημιών εγκυμονεί πάντα. Επηρεάζεται εύκολα από εξωγενείς πολιτικο-οικονομικούς παράγοντες και κατά καιρούς έχει οδηγηθεί σε μεγάλες κρίσεις.

1.7 Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια

Στο σημείο αυτό θα παρουσιαστούν συνοπτικά σημαντικές ευρωπαϊκές χρηματαγορές από τις οποίες λήφθηκαν και τα δεδομένα του κεφαλαίου 3. Θα γίνει σύντομη ιστορική αναδρομή αυτών καθώς και αναφορά στους δείκτες τους. Πιο συγκεκριμένα θα αναλυθούν το Χρηματιστήριο Αθηνών, Παρισιού, Φρανκφούρτης, Λονδίνου, Στοκχόλμης.

1.7.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Πάνω από το ιστορικό καφενείο "Η Ωραία Ελλάς" στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου βρισκόταν από το 1870 η Λέσχη Εμπόρων των Αθηνών, που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε .

Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» μετατράπηκε από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης σε Μετοχοπρατήριο σύμφωνα με τον Τρ. Ευαγγελίδη που της έδωσε αυτή την ονομασία. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών.

Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Έμβλημά του ήταν ο Φτερωτός Ερμής, απ' όπου αργότερα εμπνεύστηκε και το έμβλημα του το «επίσημο» Χρηματιστήριο. Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό όμοιων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα. Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει, η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο.

Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο που ιδρύθηκε στον Πειραιά ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Το αξιομνημόνευτο της ιδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρείας του Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό. Η ατμόσφαιρα, όπως αναφέρθηκε, άρχισε να θερμαίνεται κατά το Μάιο του 1873, όταν κυκλοφόρησαν 100.000 μετοχές της εταιρείας του Λαυρίου και αποτέλεσαν αποκλειστικό σχεδόν αντικείμενο αγοραπωλησιών στη Λέσχη, το καφενείο και τους δρόμους.

Στην περίοδο 1909 – 2000 σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές τόσο για την μορφή σύστασής του Χρηματιστηρίου όσο και για την εισαγωγή διαφόρων εταιρειών στο ΧΑΑ. Το 1909 ορίζεται ως ο πρώτος οργανωμένος χώρος για την πραγματοποίηση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους Δημοσίου, Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών. Το 1918 μετατρέπεται η μορφή σύστασής του σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, ενώ το 1988 γίνεται αναμόρφωση με την εισαγωγή των θεσμών της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας (ΑΧΕ), του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών και της Παράλληλης αγοράς. Στη συνέχεια το 1991 ιδρύεται η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Μια από τις πιο σημαντικές ημερομηνίες για το ΧΑΑ, η οποία επέφερε μεγάλη αλλαγή, είναι το 1995 όπου μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρεία

με έναν και μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 το Ελληνικό Δημόσιο διαθέτει με ιδιωτική τοποθέτηση το 39,67% του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ, ενώ το 1998, με μια δεύτερη ιδιωτική τοποθέτηση διαθέτει το 12% του μετοχικού κεφαλαίου σε επιλεγμένους επενδυτές . Το 1999 το ποσοστό του Ελληνικού Δημοσίου περιορίζεται στο 47,7%.

Τον Ιούνιο του 2003 το Ελληνικό Δημόσιο, με την εφαρμογή του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, διαθέτει το σύνολο των μετοχών ΕΧΑΕ σε 7 τράπεζες. Το ΧΑ μεταβιβάζει τις εναπομείνουσες εποπτικές του αρμοδιότητες στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τον Ιανουάριο του 2008 ξεκινάει να διαπραγματεύεται το πρώτο ETF(Exchange Traded Fund, ή Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο) στην Ελληνική αγορά, ενώ τον Φεβρουάριο του 2008 ξεκινάει τη λειτουργία της η 34 Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α). Μέσα στο πρώτο έτος λειτουργίας της, 9 εταιρίες εισήγαγαν τις μετοχές τους στην αγορά αυτή.

Το 2009 ξεκίνησε η λειτουργία της Link Up Markets - μια κοινοπραξία μεταξύ Αποθετηρίων που δραστηριοποιείται στον τομέα υπηρεσιών διακανονισμού διασυνοριακών συναλλαγών, στην οποία η ΕΧΑΕ συμμετέχει ως ένα από τα ιδρυτικά μέλη - ενώ τον Ιούνιο του 2009 έγινε η πρώτη σύνδεση της ΕΧΑΕ ως αποθετήριο εκδότη (Issuer CSD) με το Ελβετικό αποθετήριο SIS SegalInterSettle AG Το Μάρτιο του 2011, ο Όμιλος ΕΧΑΕ ολοκλήρωσε και ξεκίνησε τη λειτουργία του δικτύου Χnet, προσφέροντας στην ελληνική επενδυτική αγορά, τη δυνατότητα απευθείας τοποθέτησης σε αγορές του εξωτερικού μέσω του εγχώριου χρηματιστηριακού δικτύου. Βασικός στόχος του δικτύου Χnet είναι ο εμπλουτισμός των υπηρεσιών που προσφέρουν τα Μέλη ΧΑ στους πελάτες τους, παρέχοντας τους εργαλεία που επιτυγχάνουν άμεση πληροφόρηση για ξένες αγορές αλλά και κυρίως τη δυνατότητα εύκολης και με ανταγωνιστικό κόστος εκτέλεσης και διακανονισμού συναλλαγών.

Γενικός Δείκτης της Κύριας Αγοράς

Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. αποτελεί την εικόνα του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει κατάλληλα σταθμισμένες τιμές μετοχών από τις μεγαλύτερες εταιρείες του Χ.Α.Α. Δημιουργήθηκε στις 4 Ιανουαρίου του 1988 και έχει ως βάση την 31 Δεκεμβρίου του 1980 με τιμή βάσης το 100. Για την κατάρτιση της σύνθεσης του Γενικού Δείκτη Κύριας Αγοράς επιλέγονται οι εξήντα (60) «πρώτες» μετοχές σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης και ανήκουν στην Κύρια Αγορά του Χ.Α. 37 Ο υπολογισμός του προκύπτει από το πηλίκο της χρηματιστηριακής αξίας του συνόλου των εταιρειών που μετέχουν στον δείκτη προς την χρηματιστηριακή αξία των

εταιρειών την περίοδο βάσεως και ο μαθηματικός τύπος είναι ο ακόλουθος:

$$P_i = \frac{\sum_{i=1}^n X_i + S_i + K_i + P_0}{D_i}$$

P1 = Η τρέχουσα τιμή του Δείκτη

P0=Η τιμή του Δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης (τιμή εκκίνησης).

Xi= Η τελευταία τιμή συναλλαγής μίας μετοχής που συμμετέχει στη σύνθεση του δείκτη όπως αυτή προέρχεται από το σύστημα ΟΑΣΗΣ, ή η τιμή κλεισίματος της μετοχής μετά τη λήξη της συνεδρίασης του Χ.Α

Si= Ο συνολικός αριθμός μετοχών κάθε μίας συμμετέχουσας μετοχής (outstanding shares).

Ki= Συντελεστής στάθμισης των εν κυκλοφορία μετοχών κάθε μίας συμμετέχουσας μετοχής. Για όλους τους δείκτες, πλην του Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας, είναι 1.

D= Η Βάση του Δείκτη. Η Βάση του Δείκτη αντιπροσωπεύει τη Χρηματιστηριακή Αξία του Δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης. Η Βάση του Δείκτη προσαρμόζεται για να ενσωματώσει αλλαγές στο Μετοχικό Κεφάλαιο των εταιριών που συμμετέχουν στη τρέχουσα σύνθεση του Δείκτη, με σκοπό τη μη τροποποίηση της τιμής του Δείκτη.

1.7.2 Χρηματιστήριο της Γαλλίας

Η έναρξη του νέου Χρηματιστηρίου του Παρισιού ξεκινάει στις αρχές του 19ου αιώνα και σηματοδοτεί την αρχή μιας σύγχρονης εποχής των χρηματοπιστωτικών αγορών στη Γαλλία 27 . Αν και οι ομοιότητες με το παλιό, η μονοπωλιακή αγορά του Παρισιού, ήταν εμφανής η νέα Paris Bourse θεωρήθηκε ένας «δημόσιος» χώρος στον οποίο θα μπορούσε να διεξαχθεί το εμπόριο των τίτλων. Με την ίδρυσή του δεν παρέχει απεριόριστη ελευθερία του εμπορίου με του γάλλους, αλλά παρουσιάζει ένα αντιπροσωπευτικό κίνημα των οικονομικών μεταρρυθμίσεων που λαμβάνουν χώρα στην περιοχή.

Η δεκαετία του 1980 σηματοδότησε μια περίοδο με συστημικές μεταρρυθμίσεις για Bourse του Παρισιού. Σε μια προσπάθεια να ανακτήσει ότι έχασε στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, το Χρηματιστήριο του Παρισιού, δημιούργησε ολοκληρωμένα συστήματα συναλλαγών μέσω υπολογιστή για εμπορικές συναλλαγές που εκτελούνται κατά την ανταλλαγή. Από το 1989, η μέθοδος ανοικτού εμπορίου των συναλλαγών, η οποία είχε ορίσει το εμπόριο στο Χρηματιστήριο του Παρισιού για εκατοντάδες χρόνια, παρέμεινε μόνο σε μια περιορισμένη ικανότητα. Το 1998, η

ανταλλαγή έγινε πλήρως σε ηλεκτρονική αγορά. Το 1999, τα τέσσερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Γαλλίας συγχωνεύτηκαν και υποβλήθηκαν σε μια συνολική αναδιάρθρωση. Ο SBF, MATIF A.E., MONEP SA και της Société du Nouveau Marché ενοποιήθηκαν σε μία νέα εταιρεία, τη «Paris Bourse SBF A.E.». Σύμφωνα με το νέο σχηματισμό, οι εμπορικές δραστηριότητες που αφορούν τις μετοχές, τα ομόλογα, τα παράγωγα και τα εμπορεύματα ήταν όλα διαθέσιμα από μία ανταλλαγή. Το 2000 σηματοδότησε το επίσημο τέλος του χρηματιστηρίου του Παρισιού ως ανεξάρτητη χρηματοοικονομική αγορά. Η νεοσύστατη Paris Bourse SBF AE συγχωνεύτηκε με τα χρηματιστήρια του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών για να δημιουργηθεί η πρώτη πανευρωπαϊκή ανταλλαγή, που τελικά ονομάστηκε το Euronext NV.

Το Euronext παρέχεται πλήρως ολοκληρωμένο με επιλογές ηλεκτρονικών συναλλαγών για τους επενδυτές και προσφέρει πρόσβαση σε μετοχές, σε χρέη, στα παράγωγα και στις αγορές εμπορευμάτων. Το 2007, η ανταλλαγή Euronext συγχωνεύθηκε με το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, δημιουργώντας έτσι την οντότητα «NYSE Euronext.» Η συγχώνευση αυτή, προάσπισε έναν τρόπο για τη δημιουργία μιας «πραγματικής παγκόσμιας αγοράς» και την προώθηση της διεθνούς διαπραγματεύσεως των μετοχών, των χρεωστικών τίτλων και των παραγώγων.

Δείκτης του Γαλλικού Χρηματιστηρίου

Ο CAC 40 (γαλλικά : CAC Quarante) (cotation Assistée en Continu) είναι ένα σημείο αναφοράς του γαλλικού δείκτη του χρηματιστηρίου 28 . Ο δείκτης αποτελεί μια κεφαλαιοποίηση σταθμισμένου μέτρου από τις 40 πιο σημαντικές αξίες μεταξύ των 100 υψηλότερων ανώτατων ορίων στην αγορά του χρηματιστηρίου του Παρισιού (πρώην Bourse του Παρισιού). Είναι ένας από τους κύριους εθνικούς δείκτες της πανευρωπαϊκής ομάδας του χρηματιστηρίου Euronext. Ο CAC 40 πήρε το όνομά της από το Χρηματιστήριο του Παρισιού από το πρώτο αυτοματοποιημένο σύστημα «Cotation Assistée en Continu».

Η τιμή βάσης του ορίστηκε στις 31 Δεκεμβρίου 1987 στις 1.000 μονάδες, που αντιστοιχεί σε κεφαλαιοποίηση 370.437.433.957,70 γαλλικών φράγκων . Την 1η Δεκεμβρίου 2003, το σύστημα στάθμισης του δείκτη ενεργοποιήθηκε από την εξάρτηση της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς στο free float μόνο της μεγάλης κεφαλαιοποίησης, σύμφωνα με άλλους κορυφαίους δείκτες. Η σύνθεση του δείκτη CAC 40 αναθεωρείται ανά τρίμηνο από ανεξάρτητο δείκτη συντονιστικής επιτροπής (γαλλικά : Conseil Scientifique). Σε κάθε ημερομηνία αναθεώρησης, οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Παρισιού κατατάσσονται σύμφωνα με free float

κεφαλαιοποίηση της αγοράς και τον κύκλο εργασιών τους πάνω από τους προηγούμενους 12 μήνες. Από τις 100 κορυφαίες εταιρείες σε αυτή την κατάταξη, σαράντα επιλέγονται για να εισέλθουν στην CAC 40 έτσι ώστε να είναι «ένα σχετικό σημείο αναφοράς για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου » και «κατάλληλο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο για τα παράγωγα προϊόντα».

Ο δείκτης υπολογίζεται βάση του παρακάτω τύπου :

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t} X_{i,t}}{d_t}$$

Όπου:

t : ο χρόνος υπολογισμού

N : ο αριθμός των μετοχών που υπολογίζονται στον δείκτη

Q_{i,t} : Αριθμός μετοχών του μετοχικού κεφαλαίου i που περιλαμβάνονται στο δείκτη την ημέρα t

F_{i,t} : το free float των ιδίων κεφαλαίων i

f_{i,t} : προσαρμοσμένος συντελεστής των ιδίων κεφαλαίων

C_{i,t} : η τιμή των μετοχών i σε χρόνο t

X_{i,t} : τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία σε χρόνο t

d_t : ο διαιρέτης του δείκτη σε χρόνο t

1.7.3 Χρηματιστήριο της Γερμανίας

Η Γερμανία αποτελείται από επτά (7) Χρηματιστήρια εκ των οποίων, αυτό της Φρανκφούρτης είναι το μεγαλύτερο τόσο στον κόσμο όσο και στην Γερμανία με ποσοστό του κύκλου εργασιών άνω του 85% 33. Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών της Φρανκφούρτης ξεκινάει από τον 11ο αιώνα. Μέχρι το 16ο αιώνα η Φρανκφούρτη εξελίχθηκε σε μια πλούσια και πολύβουη πόλη με μια οικονομία που βασιζόταν στο εμπόριο και στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Το 1585 ιδρύθηκε το χρηματιστήριο για να δημιουργήσει ένα σταθερό νόμισμα συναλλαγματικών ισοτιμιών .Κατά τη διάρκεια των επόμενων αιώνων η Φρανκφούρτη εξελίχθηκε σε ένα από τα πρώτα χρηματιστήρια του κόσμου - δίπλα στο Λονδίνο και το Παρίσι. Στον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, το Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης υπέστη μεγάλο πλήγμα με αποτέλεσμα να μην είναι πλέον ένα διεθνές χρηματιστήριο, διότι ξένες μετοχές καθώς και ομόλογα πουλήθηκαν από τους Γερμανοί επενδυτές για τον λόγο ότι φοβήθηκαν την χειραγώγηση από τα εμπόλεμα κράτη. Μέχρι το τέλος του πολέμου όλοι οι ξένοι τίτλοι είχαν εξαφανισθεί.

Μετά από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο (1949), το χρηματιστήριο ξεκίνησε πάλι δειλά δειλά τις διαπραγματεύσεις του με την εισαγωγή συναλλάγματος από τέσσερις διαφορετικές χώρες και το 1956 επιτρέπεται επισήμως οι συναλλαγές ξένων τίτλων στην Γερμανία, και στο τέλος καθιερώθηκε ως η κορυφαία χρηματιστηριακή αγορά στη Γερμανία. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 και μετά, το Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης εκμεταλλεύτηκε το κλείσιμο της Bundesbank το οποίο αποφάσισε αποτελεσματικά για τις οικονομικές πολιτικές στην Ευρώπη μέχρι την εισαγωγή του ευρώ το 2002. Το 2002 και το 2004 η Deutsche Börse ήταν σε προχωρημένο στάδιο διαπραγματεύσεων για να αναλάβει London Stock Exchange , οι οποίες διακόπηκαν το 2005. Μια άλλη μεγάλη πρόταση συγχώνευσης αποκλείστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2017.

Δείκτης του Χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης

Ο δείκτης DAX παρακολουθεί το μεγαλύτερο και σημαντικότερο τμήμα των εταιρειών – γνωστές και ως blue chip - στη γερμανική αγορά μετοχών 34 . Περιλαμβάνει μετοχές των 30 μεγαλύτερων και πιο ρευστών εταιρειών που έγιναν δεκτές στο Χρηματιστήριο Αξιών της Φρανκφούρτης FWB στο τμήμα Prime Standard. Ο δείκτης DAX αντιπροσωπεύει περίπου το 80% του ανώτατου ορίου της συνολικής αγοράς και υπολογίζεται κυρίως ως ένας δείκτης απόδοσης. Είναι ένας από τους λίγους μεγάλους δείκτες των χωρών που επίσης λαμβάνει υπόψη τις αποδόσεις των μερισμάτων, γεγονός που αντικατοπτρίζει πλήρως την πραγματική απόδοση μιας επένδυσης στο χαρτοφυλάκιο των δεικτών. Ο δείκτης αυτός χρησιμεύει ως βάση για τους υπόλοιπους δείκτες, DAX ex Financials και DAX Ex Financials 30. Ο δείκτης υπολογίζεται με την μέθοδο free-float η οποία δίνει καλύτερα αποτελέσματα για την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Στον δείκτη υπολογίζονται οι 30 εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση και δεν λαμβάνει υπόψη τις "κλειδωμένες μετοχές" που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης.

Ο τρόπος υπολογισμού της μεθόδου αυτής είναι :

$F.F.M = \text{Τιμή της μετοχής} * (\text{Αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν κλειδωμένες μετοχές})$

1.7.4 Χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου θεωρείται από τα παλαιότερα χρηματιστήρια του κόσμου με παραπάνω από 300 χρόνια λειτουργίας 38 . Το Χρηματιστήριο ιδρύθηκε το 1801 και οι τρέχουσες εγκαταστάσεις του βρίσκονται στην πλατεία η ξεκινάει από το 1571 όταν δημιουργήθηκε από τον Άγγλο Thomas Gresham, ο οποίος χρηματοδότησε το πρώτο χρηματιστήριο με την ονομασία Royal Exchange.

Σε αυτό το χρηματιστήριο δεν επιτρεπόταν η είσοδος στους χρηματιστές λόγω της απρεπούς συμπεριφοράς τους και γι αυτό το λόγο δημιουργήθηκε ένα καφενείο, « Jonathan's Coffee-House», όπου σε αυτό το καφενείο, ένας μεσίτης που ονομάζεται John Casting ξεκίνησε τον κατάλογο τιμών των πρώτων υλών, συναλλαγματικών ισοτιμιών και ορισμένων βασικών υλών όπως το αλάτι, τον άνθρακα και το χαρτί. Αρχικά, αυτός ο κατάλογος δεν ήταν μια καθημερινή λίστα και δημοσιευόταν μόνο λίγες μέρες την εβδομάδα. Μετά από μια μεγάλη πυρκαγιά που ξέσπασε το 1669, το καφενείο αυτό χτίστηκε πάλι αλλά σε μια πιο σύγχρονη μορφή χρηματιστηρίου για την τότε εποχή, στο οποίο υπήρχαν μέσα αρκετοί μεσίτες και έμποροι. Και έτσι δημιουργείται η έννοια της οργανωμένης αγοράς και συγκεκριμένα μιας ρυθμιζόμενης χρηματιστηριακής αγοράς. Στη συνέχεια μετά από τον επταετή πόλεμο 1756-1763, το καφενείο είχε καταστραφεί. Το 1773, ο Jonathan, μαζί με 150 άλλους μεσίτες, σχημάτισε ένα κλαμπ για να ανοίξει ένα νέο και πιο επίσημο «Χρηματιστήριο» στο Alley Σβέτινγκ. Για την εισαγωγή σε αυτό το είδος του χρηματιστηρίου, χρειαζόταν μια προμήθεια εισόδου, μέσω της οποίας οι έμποροι θα μπορούσαν να εισέλθουν στην αίθουσα των μετοχών και συναλλαγών τίτλων. Όμως δεν ήταν ένα αποκλειστικό μέρος για διαπραγμάτευση, όπως γινόντουσαν οι διαπραγματεύσεις στην Ροτόντα την Τράπεζας της Αγγλίας.

Μετά από πολλές κακουχίες που προήλθαν τόσο στο Λονδίνο όσο και στην οργανωμένη αγορά των μετοχών και των τίτλων, τον Οκτώβριο του 2007 δημιουργήθηκε η ομάδα του Χρηματιστηρίου Αξιών στο Λονδίνο και με την συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε με το χρηματιστήριο της Borsa Italiana, δημιουργήθηκε μια διαφοροποιημένη ομάδα Αξιών στην Ευρώπη. Με την πάροδο των χρόνων το χρηματιστήριο του Λονδίνου δημιούργησε αρκετές συγχωνεύσεις και συνεργασίες με άλλα πανευρωπαϊκά χρηματιστήρια, δίνοντάς του έτσι το προβάδισμα να βρίσκεται στην τρίτη θέση των μεγαλύτερων χρηματιστηρίων στον κόσμο και το μεγαλύτερο στην Ευρώπη.

Δείκτης του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου

Ο Financial Times Stock Exchange 100, που ονομάζεται επίσης και FTSE 100, ή, ανεπίσημα, "Footsie", είναι ένα δείκτης μετοχών από τις 100 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση 39. Θεωρείται ως ένα μέτρο ευημερίας για τις επιχειρήσεις που είναι υπάγονται στο εμπορικό δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου. Ο δείκτης ελέγχεται υπό την επιτήρηση το ομίλου FTSE, που είναι θυγατρική του Ομίλου του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Ο δείκτης είναι υπό την εποπτεία του ομίλου FTSE, ο οποίος είναι εξ ολοκλήρου

θυγατρική του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου το οποίο δημιουργήθηκε ως μια κοινοπραξία μεταξύ των Financial Times και του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου και υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο. Ο δείκτης FTSE 100 αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από τις εκατό (100) επιχειρήσεις με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται ευρέως και οι επιχειρήσεις που υπάγονται στον δείκτη αποτελούν το 81% της κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου και οι κινήσεις του δείκτη είναι μια ένδειξη για την διακύμανση της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι ο εξής :

$$\text{Index Level} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Price of Stock}_i * \text{Number of shares}_i * \text{Free Float adjustment factor}_i}{\text{Index Divisor}}$$

1.7.5 Χρηματιστήριο της Σουηδίας

Το Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης λειτουργεί υπό την επωνυμία Nasdaq της Στοκχόλμης , είναι ένα χρηματιστήριο που βρίσκεται στην Frihamnen, της Στοκχόλμη στην Σουηδία 35. Ιδρύθηκε το 1863, και είναι η κύρια αγορά τίτλων στις Σκανδιναβικές χώρες . Περισσότερες από 300 εταιρείες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση. Το Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης εξαγοράστηκε από την εταιρεία ανταλλαγής συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης OM το 1998. Μετά συγχωνεύθηκε με το Χρηματιστήριο του Ελσίνκι για να σχηματίσουν αυτό που είναι τώρα OMX , το 2003, οι εργασίες των ανταλλαγών της Στοκχόλμης και του Ελσίνκι συγχωνεύθηκαν. Από το 2008, το Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης αποτελεί μέρος του Nasdaq, Inc. και της Nordic Nasdaq αγοράς. Από τον Οκτώβριο του 2014, η ανταλλαγή τίτλων λειτουργεί υπό την επωνυμία Nasdaq OMX Stockholm AB (μετονομάστηκε Nasdaq Στοκχόλμης AB το 2015).

Δείκτης του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης

Ο δείκτης της Στοκχόλμης δημιουργήθηκε και ανήκει στην εταιρεία Nasdaq, Inc. καθώς και στους συνεργάτες αυτής, οι οποίοι μπορούν να χρησιμοποιούν ελεύθερα τον δείκτη αυτό, διότι τους χορηγήθηκε το δικαίωμα ανταλλαγών και διαπραγματεύσεων από το Nasdaq Stockholm AB. καθώς και το δικαίωμα της εκκαθάρισης των συμβάσεων που σχετίζονται με τον δείκτη σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες και κανονισμούς 36 . Ο OMX Stockholm 30 είναι ένας δείκτης

επιστροφής τιμών (price return) που έχει κατασκευαστεί με στόχο τη δημιουργία ενός δείκτη που να βασίζεται πάνω σε έναν περιορισμένο αριθμό μετοχών που αναπτύσσονται με στενή συσχέτιση με τα αποθέματα που είναι αναφέρονται στο NASDAQ Στοκχόλμης. Ο πρωταρχικός στόχος του Δείκτη είναι να αντικατοπτρίζει την εξέλιξη των μετοχών που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο. Ο Δείκτης είναι υπό την εποπτεία ενός Διαμεσολαβητή Δείκτη, ο οποίος είναι ανεξάρτητος από τον δείκτη του ιδιοκτήτη και του NASDAQ όπως καθορίζεται από τους ισχύοντες κανόνες.

Ο OMXS30 περιλαμβάνει τις 30 μετοχές οι οποίες έχουν τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών υπολογισμένο σε Σουηδικές κορόνες στο NASDAQ Στοκχόλμης κατά τη διάρκεια της ελεγχόμενης περιόδου. Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι ο εξής:

$$PR I_t = \frac{PR Index Market Value t}{PR Index Divisor t}$$

Όπου :

PR Index Market Value t =

PR It= Price return Index Value at time (t)

qi,t= αριθμός των μετοχών που χρησιμοποιήθηκαν στον δείκτη (i) κατά τη χρονική στιγμή (t)

pi,t= τιμή στο νόμισμα προσφοράς μιας μετοχής (i) κατά την χρονική στιγμή (t)

ri,t = συναλλαγματική ισοτιμία για τη μετατροπή του δείκτη της μετοχής (i) που αναφέρεται στο νόμισμα του δείκτη κατά την χρονική στιγμή (t)

$$PR SOD Index Divisor t = \frac{PR SOD Index Market Value t}{PR I_{t-1}}$$

Όπου :

PR It-1= Price Return Index Value at time (t-1)

PR SOD Index Market Value t = $\sum_{i=1}^n q_{i,t} \cdot p_{i,t} \cdot r_{i,t-1}$

qi,t = αριθμός μετοχών (i) που εφαρμόζονται στον Δείκτη, προσαρμοσμένες στις ενδεχόμενες εταιρικές πράξεις

pi,t = τιμή στο νόμισμα προσφοράς ασφαλείας (i), προσαρμοσμένο ώστε να αντικατοπτρίζει τις εταιρικές πράξεις εάν υπάρχουν

$r_{i,t-1}$ = συναλλαγματική ισοτιμία για τη μετατροπή του δείκτη της μετοχής (i) που αναφέρεται στο νόμισμα του δείκτη κατά την χρονική στιγμή (t-1)

1.8 Χρηματιστήριο και Οικονομική Κρίση

Με την έναρξη της οικονομική κρίσης που έπληξε το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης το 2009, η οποία κατακερμάτισε την Ευρωπαϊκή οικονομία σε πολύ μεγάλο ποσοστό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκίνησε τη συζήτηση σχετικά με ένα θέμα που θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγάλες αλλαγές στην ευρωπαϊκή οικονομία: τη δημιουργία μιας Ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαίων (CMU) μέχρι το 2019. Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) εξακολουθεί να έχει κατακερματισμένες εθνικές κεφαλαιαγορές, οι οποίες εξελίχθηκαν άνισα και σε διαφορετικούς ρυθμούς με μικρές διασυννοριακές επενδύσεις. Επιπλέον, τα κράτη μέλη της ΕΕ εξακολουθούν να λειτουργούν βάσει διαφορετικής νομοθεσίας για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Κάθε κράτος μέλος εξακολουθεί να έχει διαφορετικούς κανόνες για τη φορολογία, την εταιρική διακυβέρνηση και τις διαδικασίες αφερεγγυότητας, ενώ η εφαρμογή της οδηγίας για τις συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) διαφέρει μεταξύ ορισμένων κρατών μελών.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σημείωσε την κατάσταση και δημοσίευσε στις 18 Φεβρουαρίου 2015 ένα Πράσινο Βιβλίο (green paper) (δημόσια διαβούλευση) που προτείνει μια πρωτοβουλία-πλαίσιο για την ενοποίηση των εθνικών κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη. Πέραν μιας ενιαίας νομοθετικής πρότασης, η CMU περιλαμβάνει διάφορες διασυνδεμένες νομοθετικές και μη νομοθετικές πρωτοβουλίες με στόχο την ενίσχυση της ανάπτυξης και της απασχόλησης στην ΕΕ και την αύξηση του ρόλου των κεφαλαιαγορών στη χρηματοδότηση της οικονομίας. Για το λόγο αυτό, η Επιτροπή κατέστησε σαφές ότι επιθυμεί να καλύψει η CMU και τα 28 κράτη μέλη της ΕΕ.

Ένας από τους κύριους στόχους της CMU είναι η αύξηση των διασυννοριακών επενδύσεων, ιδίως στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Σε αντίθεση με τις χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ παραδοσιακά έλαβαν το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησής τους από τις τράπεζες. Μετά τη δημοσίευση του Πράσινου Βιβλίου CMU, το Ινστιτούτο CFA ξεκίνησε μια έρευνα για να μετρήσει τις απόψεις των ευρωπαίων μελών μας σχετικά με την πρωτοβουλία. Η πλειοψηφία των 700 απαντήσεων ανέφερε ότι οι εθνικές διαφορές στη φορολογία αποτελούν βασικό εμπόδιο στην ανάπτυξη των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Για παράδειγμα, οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις θα μπορούσαν να συμβάλουν στην τόνωση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων στην Ευρώπη, παρέχοντας φορολογικά κίνητρα στους επενδυτές σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, επιχειρηματικά κεφάλαια και μειώνοντας την ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση των δανειακών κεφαλαίων.

Η Επιτροπή έχει σίγουρα φιλόδοξα σχέδια για την CMU. Όπως πάντα, οι τελικές επιπτώσεις της πρωτοβουλίας αυτής, θα εξαρτηθούν από τις πολιτικές διαπραγματεύσεις που θα διεξαχθούν στις Βρυξέλλες κατά τους επόμενους μήνες και χρόνια. Οι συνέπειες για την Ευρώπη θα μπορούσαν να είναι ευρείες, ανάλογα με την αντίσταση στα αρχικά σχέδια που αντιμετωπίζει η Επιτροπή. Για παράδειγμα, επειδή η φορολογία είναι καθαρά εθνική αρμοδιότητα των κρατών μελών στην ΕΕ, θα ήταν δύσκολο για την Επιτροπή να προωθήσει τυχόν αλλαγές στη φορολογική πολιτική. Μια πρόταση για την εναρμόνιση της φορολογίας πιθανόν θα αντιμετώπιζε σοβαρή αντίσταση από τις εθνικές κυβερνήσεις. Οι εταιρείες εκτός της ΕΕ ενδέχεται να επωφεληθούν και από τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Η περαιτέρω εναρμόνιση των υφιστάμενων νόμων της ΕΕ θα μπορούσε επίσης να εξασφαλίσει ότι, όταν οι εταιρείες εισέρχονται στις ευρωπαϊκές αγορές, θα υπόκεινται σε πανευρωπαϊκούς νόμους και όχι, ας πούμε, στη γαλλική ή γερμανική νομοθεσία.

Μια οργανωμένη αγορά αποφέρει αρκετά οφέλη στους επενδυτές, όμως κρύβει και αρκετούς κινδύνους. Προς αποφυγή αυτών των κινδύνων θα πρέπει ο ενδιαφερόμενος επενδυτής να κοιτάξει όλες τις παραμέτρους που υπάρχουν, σκεπτόμενος ορθολογικά, και να επιλέξει την κατάλληλη για αυτόν επένδυση. Στις χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης υπάρχουν 42 χρηματιστήρια και ο συνολικός όγκος των συναλλαγών τους είναι κατώτερος από αυτόν της Νέας Υόρκης ή του Τόκιο. Με εξαίρεση βέβαια των μεγαλύτερων από αυτών όπως είναι της Μ. Βρετανίας, του Λουξεμβούργου και εν μέρη της Γερμανίας, τα οποία δεν παρουσιάζουν κάποια σημαντικά προβλήματα. Όμως τα χρηματιστήρια των υπολοίπων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρουσιάζουν διαρθρωτικά και οικονομικά προβλήματα. Το μεγαλύτερο πρόβλημα παρουσιάζεται στον τομέα των τραπεζών σε χώρες όπως είναι η Γαλλία, η Ιταλία και η Ελλάδα, καθώς υπάρχουν περιορισμοί και δυσκολίες στην παροχή χρηματοδοτήσεων, με αποτέλεσμα να περιορίζουν την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών.

Επιπροσθέτως η ζήτηση για δημόσια κεφάλαια και οι οικονομικοί και διαρθρωτικοί περιορισμοί επηρεάζουν το μέγεθος και την αποδοτικότητα των χρηματαγορών. Επίσης η ύπαρξη μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων τις καθιστά απρόθυμες ή ανίκανες να εκμεταλλευτούν την κεφαλαιαγορά ως πηγή χρηματοδότησης. Η συμμετοχή ξένων επενδυτών στις περισσότερες χρηματαγορές είναι αμελητέα, κυρίως στις χώρες οι οποίες είναι αντιμέτωπες με την οικονομική κρίση και έχουν σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας. Οι συναλλαγματικοί περιορισμοί, όπως υπάρχει στην χώρα μας (Ελεγχόμενη κίνηση κεφαλαίων- capital control) συντελούν στο χαμηλό ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών. Η δημιουργία μιας ενωμένης κεφαλαιαγοράς, όπως έχει ήδη αναφερθεί, περιλαμβάνει αρκετά πλεονεκτήματα τόσο

για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις όσο και για τους ιδιώτες επενδυτές και για τις αποταμιεύσεις αυτών.

Όμως υπάρχει και η αντίθετη όψη, η οποία έρχεται αντιμέτωπη με το σύνταγμα, τους φορολογικούς και νομικούς ισχύοντες κανόνες δημιουργώντας έτσι την αβεβαιότητα της επιτυχίας αυτής της πρωτοβουλίας. Προφανέστατα η χορήγηση δανείων από τις τράπεζες, πλέον, έχει καταστεί αρκετά ζημιογόνα και χρονοβόρα για τις οντότητες, οι οποίες πλέον δυσκολεύονται στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους προς αυτές. Η Ένωση Κεφαλαιαγοράς θέτει τόσες προσδοκίες όσο και ερωτήσεις. Η ανάπτυξη τυποποιημένων πανευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών μέσων μπορεί να είναι ο πρώτος στόχος γύρω από τον οποίο θα τεθεί ένα σύνολο συνεκτικών κανονισμών και εποπτικών μεθόδων για τις χρηματοδοτούμενες οντότητες, τους μεσάζοντες και τις υποδομές της αγοράς. Ως εκ τούτου, είναι ζωτικής σημασίας να ληφθούν μέτρα που να αφορούν τη διακυβέρνηση, τη φορολόγηση των επιχειρήσεων και την αποταμίευση, καθώς και τη ρύθμιση των ελεγκτικών γραφείων και την εποπτεία των γραφείων συμψηφισμού.

1.9 Ανακεφαλαίωση

Εν κατακλείδι, εξετάστηκαν και αναλύθηκαν σημαντικές έννοιες και λειτουργίες των Χρηματιστηρίων στο παρόν κεφάλαιο. Η αποσαφήνιση όρων και λειτουργιών που διέπουν τη συγκεκριμένη αγορά θα βοηθήσει στο σκοπό της μελέτης μας. Σημαντικό σημείο η αναφορά των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων και των χρηματιστηριακών τους δεικτών, απ' τα οποία θα συλλέξουμε στοιχεία για την πορεία της παρούσας μελέτης. Δε θα μπορούσε βέβαια να λείπει η αναφορά στην παγκόσμια οικονομική κρίση που έπληξε την οικονομία όλων των χωρών ανεξαρτήτως μεγέθους. Στην παρούσα εργασία σημείο αναφοράς αποτελεί η οικονομική κρίση καθώς θα μελετηθούν ευρωπαϊκές κατασκευαστικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο πριν και μετά την κρίση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

2.1 Εισαγωγή

Οι Κατασκευές αποτελούν έναν από τους βασικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας. Η στενή διασύνδεση της κατασκευαστικής δραστηριότητας με τη βιομηχανία δομικών και άλλων υλικών που χρησιμοποιούνται στα κατασκευαστικά έργα, με τις αρχιτεκτονικές και μελετητικές δραστηριότητες και με το Εμπόριο, αλλά και η θεμελιώδης συμβολή της στην υλοποίηση επενδυτικών έργων σε τομείς όπως οι Δημόσιες Υποδομές, ο Τουρισμός, η Βιομηχανία και το Εμπόριο, καθώς και στην οικιστική/πολεοδομική ανάπτυξη, καθιστούν τις Κατασκευές στρατηγικό τομέα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Στο κεφάλαιο αυτό, θα εξεταστεί η έννοια του κατασκευαστικού κλάδου, το μέγεθος του, τη σημασία του για την οικονομία τόσο της Ελλάδας όσο και των υπολοίπων χωρών της Ευρώπης και το πώς αυτός ο κλάδος συνεισφέρει στην ανάπτυξη και τη λειτουργία ενός κράτους.

2.2 Κατασκευαστικός Κλάδος

Ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα σημείωσε ταχεία ανάπτυξη από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μέχρι και το 2007, αυξάνοντας σημαντικά τη βαρύτητα του στην ελληνική οικονομία και συμβάλλοντας θετικά στη μεγέθυνσή της. Όμως, οι δυσμενείς μακροοικονομικές συνθήκες και η δημοσιονομική προσαρμογή των τελευταίων ετών είχαν καταλυτική επίδραση στην πορεία του κλάδου. Η περικοπή των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων, η έλλειψη ρευστότητας και τραπεζικής χρηματοδότησης, η συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος, η αβεβαιότητα για το μέλλον και η δραστική αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης των ακινήτων έχουν οδηγήσει τον κλάδο των κατασκευών σε δεινή θέση. Η δυναμικότητα του κλάδου σε ανθρώπινους πόρους, κεφαλαιουχικό εξοπλισμό και τεχνογνωσία, υπό τις υφιστάμενες συνθήκες, απαξιώνεται. Πολλές επιχειρήσεις (τεχνικές εταιρίες, εταιρίες παραγωγής και εμπορίας δομικών προϊόντων και υλικών, μελετητικά γραφεία κ.ά.) είτε οδηγήθηκαν σε παύση της λειτουργίας τους είτε υπολειτουργούν. Η συρρίκνωση των επενδύσεων στην Ελλάδα, οι οποίες στο μεγαλύτερο μέρος τους αφορούν άμεσα ή έμμεσα τον τομέα των Κατασκευών, τροφοδότησε αλλά και σε μεγάλο βαθμό εξέφρασε τη βαθιά ύφεση που διέρχεται η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια.

Οι συνολικές επενδύσεις παγίου κεφαλαίου μειώθηκαν από 26% του ΑΕΠ το 2007 σε μόλις 11% του ΑΕΠ το 2018. Ταυτόχρονα, το ποσοστό των επενδύσεων σε κατοικίες και άλλα κατασκευαστικά έργα επί των συνολικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου υποχώρησε από 56% το 2007 σε 38% το 2018, δηλαδή οι επενδύσεις στις κατασκευές υποχώρησαν πολύ περισσότερο από τις υπόλοιπες επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο. Αυτό οφείλεται κυρίως στο τμήμα των επενδύσεων που αφορά στην ανέγερση νέων κατοικιών, οι οποίες στην πραγματικότητα κατέρρευσαν (από 25,2 δισ. το 2007 σε 1,2 δισ. το 2018), και λιγότερο στις επενδύσεις σε λοιπές κατασκευές, οι οποίες υποχώρησαν από €8,9 δισ. σε €6,6 δισ. την ίδια περίοδο.

Από την άλλη πλευρά, όμως, φαίνεται ότι υπάρχουν πεδία παρεμβάσεων μέσα από τις οποίες θα μπορούσε να επιδιωχθεί η σημαντική ανάκαμψη του τομέα των Κατασκευών και η μεγιστοποίηση της συμβολής του στην προσπάθεια ανάταξης της εθνικής οικονομίας. Αν και δεν είναι εύλογο, για διάφορους λόγους, να αναμένουμε μεσοπρόθεσμα την επανάκτηση του ίδιου επιπέδου των επενδύσεων σε κατοικίες που σημειώθηκε στο παρελθόν, είναι προφανές ότι σε σύγκριση με τις άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες το «κενό» οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης που έχει δημιουργηθεί στον κλάδο, όπως και άμεσα και έμμεσα σε άλλους σχετιζόμενους κλάδους, σημαίνει ότι χωρίς και τη σημαντική ενίσχυση της κατασκευαστικής δραστηριότητας δεν είναι δυνατό να επιτευχθεί το αναγκαίο ύψος συνολικών επενδύσεων και νέων θέσεων εργασίας που θα επιτρέψει ισχυρότερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης. Ο προσδιορισμός των πεδίων παρεμβάσεων, καθώς και η ποιοτική και, όπου είναι δυνατόν, η ποσοτική ανάλυση των οικονομικών επιδράσεων που προκύπτουν από την εφαρμογή συγκεκριμένων παρεμβάσεων είναι αναγκαία συνθήκη προκειμένου να υποστηριχθούν ενδεχόμενες δράσεις και αποφάσεις πολιτικής.

Αυτή η ανάλυση λείπει από το υπόβαθρο ενός εποικοδομητικού δημόσιου διαλόγου και τον σχεδιασμό των σχετικών πολιτικών. Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα μελέτη έχει ως αντικείμενο, πρώτον, την ανάλυση των πιο πρόσφατων δεδομένων και εξελίξεων που αφορούν τον τομέα των Κατασκευών και της πολύπλευρης συμβολής του στην ελληνική οικονομία, σήμερα αλλά και δυνητικά στο μέλλον και με σημείο αναφοράς τόσο τους ευρωπαϊκούς μέσους όρους όσο και βέλτιστες πρακτικές και, δεύτερον, τον προσδιορισμό τόσο των παρεμβάσεων ή δυνατοτήτων που θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως κύριοι μοχλοί ανάπτυξης των Κατασκευών, όσο και της επίδρασης που θα έχει η προώθηση τους στην ανάπτυξη του τομέα και της ελληνικής οικονομίας.



Πηγή: ΣΤΑΚΟΣ 2008

Διάγραμμα 2.1

Δραστηριότητες που περιλαμβάνονται στον Κλάδο των Κατασκευών

Στο Διάγραμμα 2.1 αναφέρονται όλες τις δραστηριότητες που περιλαμβάνονται στον Κατασκευαστικό κλάδο. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι τα δημόσια κατασκευαστικά έργα (έργα πολιτικού μηχανικού) είναι αυτά που μπορούν να σηματοδοτήσουν την ανάπτυξη ενός κράτους, διότι κάθε τέτοιου είδους έργο μπορεί να συνεισφέρει άμεσα και έμμεσα με πολλούς τρόπος τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο, καθώς αγγίζει πολλούς τομείς της αγοράς. Αυτό συμβαίνει γιατί υπάρχουν πολλοί κλάδοι που «ενεργοποιούνται» με την έναρξη μίας κατασκευής και επίσης ανοίγουν πολλές θέσεις εργασίας. Αξίζει να αναφερθεί ότι για την ανέγερση μίας απλής κατοικίας ασχολούνται περίπου 80 άτομα συνολικά, από μηχανικούς έως εργάτες.

2.3 Βασικά Μεγέθη, Τάσεις και Συμβολή των Κατασκευών στην Ελληνική Οικονομία

Οι Κατασκευές αποτελούν έναν από τους βασικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας. Η στενή διασύνδεση της κατασκευαστικής δραστηριότητας με τη βιομηχανία δομικών και άλλων υλικών που χρησιμοποιούνται στα κατασκευαστικά

έργα, με τις αρχιτεκτονικές και μελετητικές δραστηριότητες και με το Εμπόριο, αλλά και η θεμελιώδης συμβολή της στην υλοποίηση επενδυτικών έργων σε τομείς όπως οι Δημόσιες Υποδομές, ο Τουρισμός, η Βιομηχανία και το Εμπόριο, καθώς και στην οικιστική/πολεοδομική ανάπτυξη, καθιστούν τις Κατασκευές στρατηγικό τομέα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Ο τομέας των Κατασκευών σχεδιάζει και υλοποιεί πλήθος έργων που συμβάλουν καθοριστικά στην ενίσχυση της παραγωγικότητας της οικονομίας, την αειφόρο ανάπτυξη και την ποιότητα διαβίωσης των πολιτών. Οι δύο βασικές κατηγορίες κατασκευαστικών έργων είναι τα έργα υποδομής και τα κτιριακά/οικοδομικά έργα.

Στον κλάδο των Κατασκευών στην Ελλάδα δραστηριοποιήθηκαν το 2017 περίπου 74.000 επιχειρήσεις. Από αυτές, σχεδόν 2 στις 3 δραστηριοποιήθηκαν στον τομέα των εξειδικευμένων κατασκευαστικών εργασιών (κατεδαφίσεις, ηλεκτρολογικές και υδραυλικές εγκαταστάσεις και κατασκευαστικές εργασίες ολοκλήρωσης έργων). Το 29% των επιχειρήσεων είχε ως κύριο αντικείμενο τις κατασκευές κτηρίων, ενώ αρκετά μικρότερος (8% του συνόλου) ήταν ο αριθμός των επιχειρήσεων που εκτελούν έργα πολιτικού μηχανικού (έργα υποδομών).

Ο αριθμός των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Κατασκευές μειώθηκε κατά περίπου 39.000 μεταξύ 2009 και 2017. Η συντριπτική πλειονότητα των επιχειρήσεων του κλάδου των Κατασκευών στην Ελλάδα (98,1% το 2016) είναι πολύ μικρές επιχειρήσεις (ατομικές επιχειρήσεις, αυτοαπασχολούμενοι – επιχειρήσεις με απασχόληση μικρότερη από 10 άτομα). Το μικρό μέγεθος αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για τη συνεχή επαγγελματική κατάρτιση και την ανάπτυξη οργανωτικών και διαχειριστικών ικανοτήτων, ενώ μπορεί να συνδέεται και με υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Αποτελεί, ωστόσο, ένα εγγενές χαρακτηριστικό του κλάδου των Κατασκευών, ο οποίος έχει να αντιμετωπίσει τη (συχνά απρόβλεπτη) διακύμανση της ζήτησης για κατασκευή ποικίλων έργων διαφορετικού βαθμού τεχνικών απαιτήσεων σε διαφορετικές περιοχές, κάτι που καθιστά ιδιαίτερα σημαντική την ευελιξία των επιχειρήσεων.

Η προστιθέμενη αξία του ευρύτερου τομέα των Κατασκευών μειώθηκε την περίοδο 2007-2017 κατά 51% – από 22,4 δισ. το 2007 σε €10,8 δισ. το 2017. Το μεγαλύτερο μέρος της πτώσης προήλθε από τον κλάδο των Κατασκευών, η προστιθέμενη αξία των οποίων υποχώρησε την ίδια περίοδο κατά 60,7% για να διαμορφωθεί το 2017 σε €5,2 δισ. Στους υπόλοιπους κλάδους του τομέα των Κατασκευών (Εξόρυξη, Βιομηχανία, Υπηρεσίες) καταγράφηκε – με διαφορετική ένταση στις επιμέρους δραστηριότητες – μικρότερη πτώση της προστιθέμενης αξίας (-38,1%), καθώς η μείωση της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίστηκε, σε μικρό όμως βαθμό, από

την άνοδο των εξαγωγών. Η προστιθέμενη αξία του τομέα των Κατασκευών αντιστοιχούσε το 2017 στο 5,2% του ΑΕΠ έναντι 8,8% στην ΕΕ28.

Στον κλάδο των Κατασκευών απασχολούνταν το 2017 περίπου 202 χιλ. άτομα και στους υπόλοιπους κλάδους του τομέα των Κατασκευών άλλα 135 χιλ. άτομα. Μετά τη σημαντική μείωση της απασχόλησης, ο κατασκευαστικός τομέας συγκέντρωσε το 2017 το 8,1% της συνολικής απασχόλησης στην ελληνική οικονομία, έναντι 11,7% το 2007. Εκτός από τη μείωση της απασχόλησης ιδιαίτερα ανησυχητική είναι και η τάση μείωσης της συμμετοχής των νέων στο εργατικό δυναμικό του κλάδου των Κατασκευών στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία, τάση που περιορίζει τη μεταφορά υφιστάμενων γνώσεων και ικανοτήτων, υποσκάπτει τη μελλοντική ανταγωνιστικότητα του κλάδου των Κατασκευών και αποτελεί μία από τις παράπλευρες συνέπειες της περιορισμένης κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Η υστέρηση των επενδύσεων στην Ελλάδα – συγκριτικά με την ΕΕ28 – είναι γενικευμένη, αλλά εντονότερη επίδραση σε αυτή είχε η δραστική μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες και άλλα κατασκευαστικά έργα. Η συνολική επενδυτική δαπάνη για κατασκευαστικά έργα μειώθηκε από €34,1 δισ. το 2007 σε €9,6 δισ. το 2017 – βρίσκεται δηλαδή στο ¼ του επιπέδου του 2007. Η μεγαλύτερη υστέρηση παρουσιάζεται τα τελευταία χρόνια στις επενδύσεις σε κατοικίες, οι οποίες αντιστοιχούσαν το 2017 στο 0,6% του ΑΕΠ (μέσος όρος ΕΕ28: 4,9%), έναντι 10,8% το 2007. Οι επενδύσεις σε λοιπές κατασκευές διαμορφώθηκαν το 2017 σε 4,7% (μέσος όρος ΕΕ28: 5,1%).

Οι επενδύσεις σε κατοικίες και άλλες κατασκευές λειτουργούσαν ενισχυτικά στο ΑΕΠ τα περισσότερα έτη πριν το 2007, ωστόσο μετά το 2008 και μέχρι το 2015 η μείωσή τους συνέβαλε αρνητικά (με εξαίρεση κάποια έτη για τις λοιπές κατασκευές) στη διαμόρφωση του ΑΕΠ, επιταχύνοντας την πτώση του. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η συμμετοχή των επενδύσεων σε Κατασκευές στην ελληνική οικονομία είναι πολύ χαμηλότερη συγκριτικά με την αναμενόμενη βάσει του κατά κεφαλή ΑΕΠ της χώρας. Εκτιμάται ότι η συνολική συνεισφορά του κλάδου των Κατασκευών σε όρους ΑΕΠ διαμορφώθηκε το 2017 σε €19,9 δισεκ. (περίπου 11% του ΑΕΠ της χώρας). Σε όρους απασχόλησης, και λαμβάνοντας υπόψη τις πολλαπλασιαστικές επιδράσεις, η συνολική συνεισφορά της κατασκευαστικής δραστηριότητας υπολογίζεται σε 505 χιλ. θέσεις εργασίας. Προκύπτει δηλαδή ότι για κάθε €1 που δαπανάται στον κλάδο των Κατασκευών προστίθεται €1,8 στο ΑΕΠ της χώρας, εκ του οποίου €0,4 καταλήγουν στα ταμεία του κράτους. Αντίστοιχα, για κάθε €1 εκατ. αξίας που παράγουν οι Κατασκευές, δημιουργούνται 44,5 θέσεις εργασίας στην οικονομία, εκ των οποίων οι 18 αφορούν άμεσα τον κλάδο των Κατασκευών.

Η οικονομική ανάπτυξη της χώρας είναι, επομένως, άρρηκτα συνδεδεμένη με τον τομέα των Κατασκευών. Η αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές και άλλα κατασκευαστικά έργα αποτελεί προϋπόθεση για την επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας και την αποκλιμάκωση της ανεργίας.

Τρέχουσες Τάσεις

Η συνεισφορά των Κατασκευών στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ενισχύθηκε σημαντικά μετά το 2009 και μέχρι το 2016 διαμορφώθηκε σε υπερδιπλάσιο επίπεδο συγκριτικά με την περίοδο πριν την οικονομική κρίση, φτάνοντας ή ξεπερνώντας τα €900 εκατ. το 2011 και το 2014. Ωστόσο τα τελευταία χρόνια η δυναμική των εισπράξεων από κατασκευαστικές υπηρεσίες φαίνεται ότι εξασθενεί.

Το 2018 σημειώθηκε οριακή άνοδος (0,6%) στην παραγωγή κατασκευαστικών έργων, με σημαντική διαφοροποίηση στους επιμέρους τομείς (ιδιωτικά και δημόσια έργα), καθώς η ιδιωτική κατασκευαστική δραστηριότητα (Κατασκευές κτηρίων) παρουσίασε ισχυρή δυναμική (+19%), σε αντίθεση με τα έργα πολιτικού μηχανικού, η παραγωγή των οποίων μειώθηκε κατά 14,3%. Οι επιχειρηματικές προσδοκίες στις Κατασκευές στην Ελλάδα είναι αρνητικές (η απαισιοδοξία στον κλάδο υπερτερεί) και, το τελευταίο διάστημα, χωρίς σαφή τάση ανάκαμψης ή υποχώρησης, γεγονός που δεν δημιουργεί αισιοδοξία σχετικά με τη μελλοντική πορεία του κλάδου, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Συγχρόνως, η πρόθεση των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας στην Ελλάδα είναι από τις χαμηλότερες στην ΕΕ28. Οι μήνες εξασφαλισμένης δραστηριότητας παρουσιάζουν πτωτική τάση, ιδιαίτερα στους τομείς των κατοικιών και των δημόσιων έργων. Στις κατοικίες, οι μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής σύμφωνα με τις δηλώσεις των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στη σχετική έρευνα έχουν υποχωρήσει σε 2 το 2018, από 5 το 2011 και 15 το 2007. Στον τομέα των δημόσιων έργων, από 19 μήνες το 2007, οι επιχειρήσεις δήλωσαν 9 μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής το 2018. Μικρότερη μείωση παρουσιάζεται στις κατασκευές λοιπών ιδιωτικών κτηρίων.

2.4 Παράγοντες που διαμορφώνου το Περιβάλλον των Κατασκευών

Οι αρνητικοί ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας και η διαμόρφωση εξαιρετικά απαισιόδοξων προσδοκιών για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, οδήγησαν μεταξύ άλλων σε περιστολή των επενδύσεων, αναβολή επιχειρηματικών επενδυτικών σχεδίων, αποεπένδυση και κατάρρευση της αγοράς ακινήτων και επηρέασαν σημαντικά τον κλάδο των Κατασκευών. Η δυσμενής δημοσιονομική

κατάσταση της χώρας επηρέασε σημαντικά τις δαπάνες του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, οι οποίες την περίοδο 2009-2017 ήταν κατά μέσο όρο 20% χαμηλότερες σε σύγκριση με την περίοδο 2004-2008.

Το 2018 παρατηρήθηκε στην Ελλάδα υποτονική εκτέλεση του ΠΔΕ, η οποία δεν αφορούσε μόνο τις εγχώριες αλλά και τις συγχρηματοδοτούμενες από την ΕΕ επενδύσεις. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η χρήση κονδυλίων της ΕΕ κατά την τρέχουσα προγραμματική περίοδο (2014-2020) είναι μέχρι στιγμής σημαντικά χαμηλότερη σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο της προηγούμενης προγραμματικής περιόδου (2007-2013). Οι καθυστερήσεις οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην έλλειψη έργων υψηλής ποιότητας υπό ανάπτυξη και στις σύνθετες διαδικασίες των δημόσιων συμβάσεων. Έτσι, ενώ ο κίνδυνος απώλειας κονδυλίων της ΕΕ περιορίζεται μέχρι το 2020, ο κίνδυνος για τα υπόλοιπα έτη δεν είναι αμελητέος.

Επομένως, η επιτάχυνση της εφαρμογής των προγραμμάτων που χρηματοδοτούνται από την ΕΕ είναι απαραίτητη για την αποφυγή πιέσεων κατά το κλείσιμο της περιόδου προγραμματισμού. Η χρηματοδότηση του κλάδου των Κατασκευών από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα υποχώρησε σημαντικά λόγω της πτώσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας και προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα. Η διαδικασία απομόχλευσης στον κλάδο των Κατασκευών – η οποία θέτει εξαιρετικά εμπόδια στην ομαλή λειτουργία των επιχειρήσεων του κλάδου – συνεχίστηκε μέχρι και την τρέχουσα περίοδο (Δ' τρίμηνο 2018). Το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι συστηματικά υψηλότερο από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, ευρισκόμενο στην πρώτη θέση μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωζώνης.

Οι δυσκολίες στη χρηματοδότηση και η χαμηλή ζήτηση είναι οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν στην τρέχουσα χρονική περίοδο την κατασκευαστική δραστηριότητα στην Ελλάδα. Αν και σε σχέση με το 2008 η σημασία της χαμηλής ζήτησης – που υπονοεί και την μη πλήρη αξιοποίηση της παραγωγικής δυναμικότητας των επιχειρήσεων του κλάδου – δεν έχει μεταβληθεί, ο παράγοντας της χρηματοδότησης έχει αναδειχθεί ως το σημαντικότερο εμπόδιο. Στον τομέα των δημόσιων έργων, οι επιχειρήσεις αναφέρουν οξυμένο πρόβλημα στη χρηματοδότηση, ενώ και η σημασία του παράγοντα χαμηλής ζήτησης έχει στην τρέχουσα περίοδο ενισχυθεί σημαντικά.

Για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην κατασκευή κατοικιών το σημαντικότερο εμπόδιο στην τρέχουσα περίοδο είναι η χρηματοδότηση, αλλά ιδιαίτερη σημασία έχουν και άλλοι παράγοντες που δεν εξειδικεύονται στη σχετική έρευνα.

Για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κυρίως στις κατασκευές κτηρίων εκτός κατοικιών, η χρηματοδότηση είναι το μείζον τρέχον πρόβλημα, ενώ η χαμηλή

ζήτηση παραμένει σημαντικό εμπόδιο, αν και η σημασία της έχει υποχωρήσει σε σχέση με το 2008. Το φορολογικό πλαίσιο (φορολογικοί συντελεστές και ρυθμίσεις) παραμένει ένας από τους πιο προβληματικούς παράγοντες για την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Η αντίληψη ότι οι φορολογικοί συντελεστές και το ύψος τους αποτελούν εμπόδιο στην επιχειρηματική δραστηριότητα ενισχύθηκε μετά το 2011.

Το 2017/2018 οι φορολογικοί συντελεστές έφτασαν να αποτελούν το πρώτο σε σημαντικότητα εμπόδιο. Η γραφειοκρατία και η πρόσβαση σε χρηματοδότηση εξακολουθούν να αποτελούν σοβαρά εμπόδια στην επιχειρηματική δραστηριότητα, ενώ και η έλλειψη σταθερότητας στην οικονομική πολιτική είναι ιδιαίτερα προβληματικός παράγοντας. Επιπλέον, η απονομή δικαιοσύνης στην Ελλάδα είναι αργή, γεγονός που επηρεάζει δυσμενώς το επιχειρηματικό περιβάλλον και την επενδυτική δραστηριότητα. Αναφορικά με τις εξελίξεις στην αγορά ακινήτων, οι τιμές των διαμερισμάτων μειώθηκαν κατά 40% μεταξύ 2007 και 2018. Η πτώση επιταχύνθηκε ακριβώς μετά το 3ο τρίμηνο του 2011 λόγω επιβολής πρόσθετης φορολογίας στην ιδιοκτησία των ακινήτων. Με αυτή τη σημαντική επίπτωση στις τιμές και στις επενδυτικές αποδόσεις των ακινήτων, το ΕΕΤΗΔΕ και ο ΕΝΦΙΑ επιτάχυναν την ύφεση της ελληνικής οικονομίας, μειώνοντας την καταναλωτική δαπάνη και τις επενδύσεις σε κατοικίες. Μάλιστα, η Ελλάδα κατατάσσεται στις υψηλότερες θέσεις της ΕΕ αναφορικά με την επιβάρυνση που θέτουν οι φόροι ακίνητης περιουσίας συγκριτικά με το μέγεθος κάθε οικονομίας. Η εξέλιξη των τιμών των ακινήτων και του κόστους κατασκευής επηρεάζει την αγορά ακινήτων και τις επενδύσεις σε νέες κατοικίες και κτήρια.

Μια γενικευμένη τάση μείωσης των τιμών των ακινήτων, όπως αυτή που καταγράφεται στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια – με δεδομένο το κόστος κατασκευής – αποδυναμώνει τα κίνητρα κατασκευής νέων κτηρίων και περιορίζει την οικοδομική δραστηριότητα. Στην Ελλάδα οι τιμές υποχώρησαν ταχύτερα έναντι του κόστους κατασκευής, καθιστώντας πρακτικά ασύμφορη την κατασκευή κτηρίων. Η μέση ετήσια μεταβολή του κόστους κατασκευής κατοικιών την περίοδο 2007-2018 ήταν 0,4%, δηλαδή το κόστος παρέμεινε σχετικά σταθερό, ενώ οι τιμές των ακινήτων υποχωρούσαν με μέσο ετήσιο ρυθμό -4,7%, συμπιέζοντας τα περιθώρια κέρδους των κατασκευαστών.

Το 2018 οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν κατά 1,5% και το κόστος κατασκευής κατά 0,6%, εξέλιξη που ενίσχυσε ελαφρά τα κίνητρα για την κατασκευή κτηρίων. Η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά κατοικίας στην Ελλάδα έφτασε τα €655 εκατ. το 2018, σημειώνοντας εντυπωσιακή αύξηση, κατά 270%, σε σχέση με

το 2016. Οι βασικές κατευθύνσεις σχετικά με τις επενδύσεις σε υποδομές και δίκτυα περιλαμβάνονται – μεταξύ άλλων – στην εθνική στρατηγική ανάπτυξης.

Η Στρατηγική για την Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας (Μάιος 2018) εντοπίζει γενικότερα τις κρίσιμες αναπτυξιακές παραμέτρους και περιλαμβάνει συγκεκριμένες κατευθύνσεις και δράσεις για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Το πεδίο Υποδομών και Δικτύων της εθνικής στρατηγικής για την ανάπτυξη εστιάζει στις υποδομές μεταφορών, στην ψηφιακή οικονομία, στις ενεργειακές υποδομές και στη διεθνή διάσταση των υποδομών, αλλά δεν συνιστά στην παρούσα μορφή ένα λεπτομερές στρατηγικό σχέδιο ανάπτυξης των Υποδομών της χώρας.

Η εγχώρια αγορά κατασκευής δημόσιων έργων διέρχεται τα τελευταία χρόνια μια περίοδο κατά την οποία ο αριθμός και ο προϋπολογισμός των δημοπρασιών δημοσίων έργων έχουν μειωθεί σημαντικά. Σύμφωνα με στοιχεία που έχει συγκεντρώσει και επεξεργαστεί ο Πανελλήνιος Σύνδεσμος Τεχνικών Εταιριών (ΣΑΤΕ), το πλήθος των δημόσιων έργων με προϋπολογισμό μεγαλύτερο από €2 εκατ. περιορίστηκε σημαντικά μετά το 2013.

Ιδιαίτερα προβληματική για τον κλάδο ήταν η περίοδος 2014-2017, όταν ο συνολικός προϋπολογισμός είχε περισσότερο από υποδιπλασιαστεί σε σχέση με τα επίπεδα της προηγούμενης περιόδου. Η κατάσταση φαίνεται ότι βελτιώθηκε το 2018, ωστόσο καθώς τα στοιχεία αναφέρονται σε προϋπολογισμούς και με δεδομένη τη χρονική διάρκεια για την ολοκλήρωση των έργων, δεν έχει εξαντληθεί στην τρέχουσα περίοδο η επίπτωση του μικρότερου αριθμού (και προϋπολογισμού) έργων, κάτι που δημιουργεί εξαιρετικές πιέσεις στις τεχνικές εταιρίες. Μια έκφανση αυτής της πίεσης που προκύπτει από τη σημαντική μείωση του αριθμού των νέων έργων είναι η επικράτηση οξύτατου ανταγωνισμού στις δημοπρατήσεις έργων, ο οποίος έχει οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του ποσοστού των εκπτώσεων στις δημοπρατήσεις δημόσιων έργων.

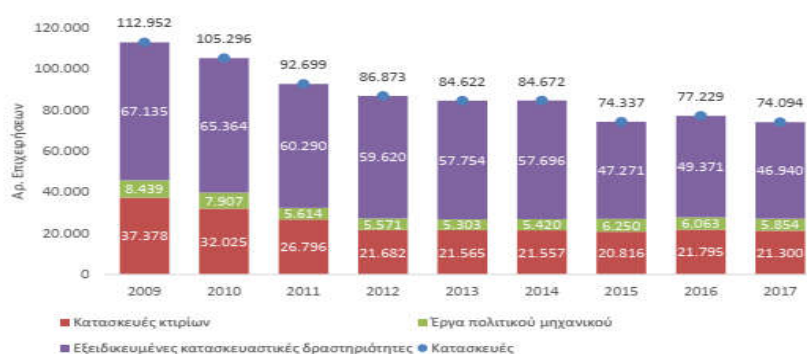
Το 2016 και το 2017 το μέσο ποσοστό έκπτωσης του τελικού ανάδοχου του έργου προσέγγισε ή ξεπέρασε το 60% σε σχέση με τον αρχικό προϋπολογισμό, όταν για παράδειγμα το 2012 το μέσο ποσοστό έκπτωσης ήταν 37%. Τέτοια ποσοστά έκπτωσης σημαίνουν είτε ότι τα έργα δημοπρατούνται ακόμα και κάτω του κόστους, είτε ότι ο αρχικός προϋπολογισμός του έργου δεν έχει σχέση με τις πραγματικές συνθήκες κόστους στα τεχνικά έργα. Οι ασυνήθιστα χαμηλές προσφορές και άλλες αδυναμίες του συστήματος παραγωγής δημόσιων έργων δημιουργούν συνθήκες αθέμιτου ανταγωνισμού και εκτοπισμού από την αγορά υγιών επιχειρήσεων. Επιπλέον, οδηγούν σε εμπλοκή σε δικαστικές διαδικασίες, κακή ποιότητα έργων, υπερβάσεις προϋπολογισμού, καθυστερήσεις ολοκλήρωσης και υψηλές δαπάνες συντήρησης και λειτουργίας των έργων στο μέλλον.

Από την αξιολόγηση των πυλώνων ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, συγκριτικά με άλλες χώρες, προκύπτει ότι η Ελλάδα παρουσιάζει υστέρηση και στον τομέα των Υποδομών. Επίσης, από την εξέταση των επιμέρους χαρακτηριστικών του κτιριακού δυναμικού της χώρας και ειδικότερα των κατοικιών αναδεικνύεται η επιτακτική ανάγκη για αποτελεσματική εφαρμογή της εθνικής πολιτικής για την ενεργειακή αναβάθμιση των κατοικιών και άλλων κτηρίων. Αν και είναι δύσκολο να προσδιοριστεί με σαφήνεια το κόστος των κατασκευών, δεδομένης της ποικιλίας και των διαφορετικών απαιτήσεων των τεχνικών έργων και κτηρίων που κατασκευάζονται σε διαφορετικές χώρες, έχει αναπτυχθεί ένας ευρωπαϊκός δείκτης κόστους κατασκευών, ο οποίος παρέχει τη δυνατότητα γρήγορης σύγκρισης του κόστους κατασκευής σε μια χώρα έναντι άλλων χωρών. Σε αυτή την κατάταξη η Ελλάδα ανήκει στην ομάδα ευρωπαϊκών χωρών με ενδιάμεσο προς χαμηλό κόστος κατασκευής έργων.

Η ανάπτυξη ενός κατασκευαστικού έργου στην Ελλάδα είναι κατά 35-40% (ή περισσότερο) φθηνότερη σε σύγκριση με αναπτυγμένες χώρες της Δυτικής Ευρώπης και περίπου στο ίδιο επίπεδο με την Τσεχία, την Πολωνία και την Κύπρο.

2.5 Αριθμός και Μέγεθος Επιχειρήσεων Κλάδου Κατασκευών

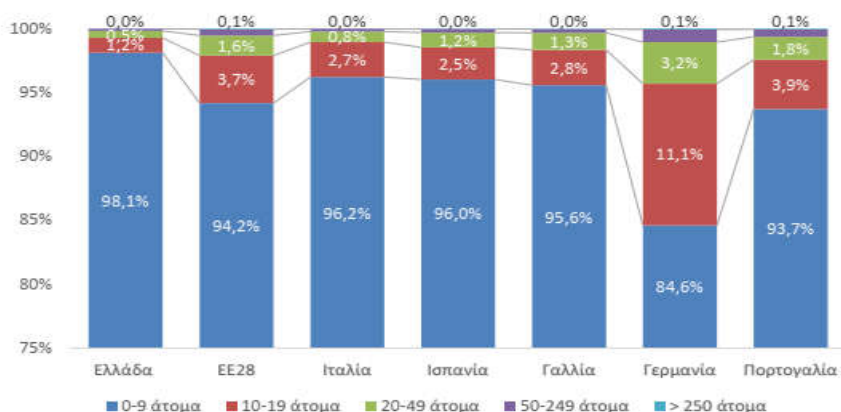
Στον κλάδο των Κατασκευών στην Ελλάδα δραστηριοποιήθηκαν το 2017 περίπου 74.100 επιχειρήσεις Διάγραμμα 2.2. Σχεδόν 2 στις 3 επιχειρήσεις δραστηριοποιήθηκαν στον τομέα των εξειδικευμένων κατασκευαστικών εργασιών, ενώ το 29% των επιχειρήσεων είχε ως κύριο αντικείμενο τις κατασκευές κτηρίων. Αρκετά μικρότερος είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων που εκτελούν έργα πολιτικού μηχανικού (8% του συνόλου).



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.2
Αριθμός επιχειρήσεων κλάδου Κατασκευών

Ο αριθμός των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Κατασκευές μειώθηκε κατά περίπου 39.000 μεταξύ 2009 και 2017. Η προσαρμογή στην οικονομική κρίση (του αριθμού) των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις κατασκευές κτηρίων και στα έργα πολιτικού μηχανικού πραγματοποιήθηκε ουσιαστικά μέχρι το 2012 – έκτοτε το πλήθος τους έχει μείνει σχετικά σταθερό. Αντίθετα, στον κλάδο των εξειδικευμένων κατασκευαστικών δραστηριοτήτων το πλήθος των επιχειρήσεων συνέχισε να περιορίζεται μέχρι και το 2017 – με μια εξαίρεση το 2016. Η συντριπτική πλειονότητα των επιχειρήσεων του κλάδου των Κατασκευών στην Ελλάδα (98,1% το 2016) είναι πολύ μικρές επιχειρήσεις (ατομικές επιχειρήσεις, αυτοαπασχολούμενοι – επιχειρήσεις με απασχόληση μικρότερη από 10 άτομα) Διάγραμμα 2.3. Παρόμοια είναι η εικόνα και σε άλλες χώρες, στις οποίες όμως φαίνεται ότι υπάρχει μεγαλύτερο πλήθος επιχειρήσεων που απασχολούν από 10 έως 19 άτομα.



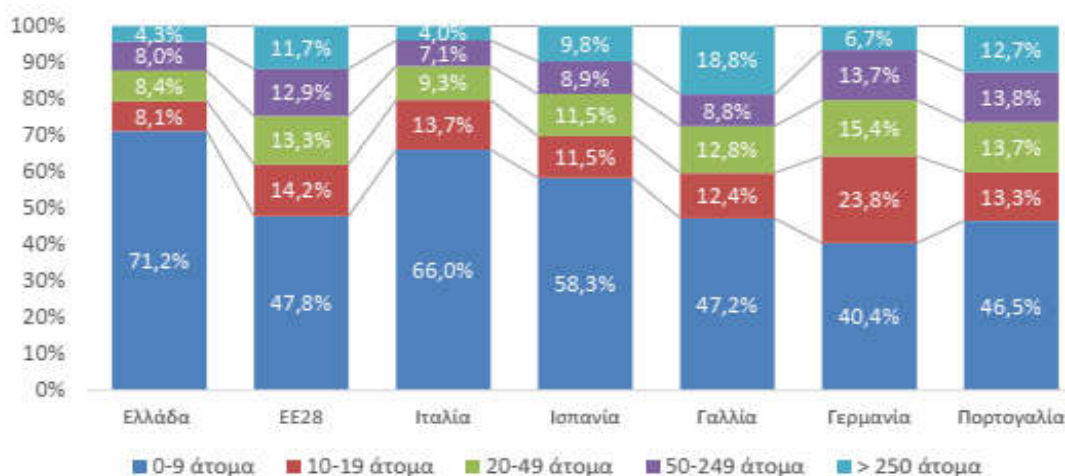
Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.3

Κατανομή αριθμού επιχειρήσεων με βάση το μέγεθος της απασχόλησης, 2016

Στις πολύ μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες απασχολούν λιγότερα από 10 άτομα, συγκεντρώνεται και η πλειονότητα των εργαζόμενων του κλάδου των Κατασκευών στην Ελλάδα (Διάγραμμα 2.4). Ειδικότερα, το 2016 σε αυτή την κατηγορία επιχειρήσεων απασχολήθηκε το 71,2% των εργαζόμενων στον κλάδο των Κατασκευών, ποσοστό που είναι αρκετά υψηλότερο από τον μέσο όρο στην ΕΕ28 (47,8%), αλλά και σε σύγκριση με άλλες χώρες. Το μικρό μέγεθος αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για τη συνεχή επαγγελματική κατάρτιση και την ανάπτυξη οργανωτικών και διαχειριστικών ικανοτήτων, ενώ μπορεί να συνδέεται και με υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Αποτελεί, ωστόσο, ένα εγγενές χαρακτηριστικό του κλάδου των Κατασκευών, ο οποίος έχει να αντιμετωπίσει τη (συχνά απρόβλεπτη) διακύμανση της

ζήτησης για κατασκευή ποικίλων έργων διαφορετικού βαθμού τεχνικών απαιτήσεων σε διαφορετικές περιοχές.



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.4

Κατανομή αριθμού εργαζόμενων με βάση το μέγεθος της απασχόλησης, 2016

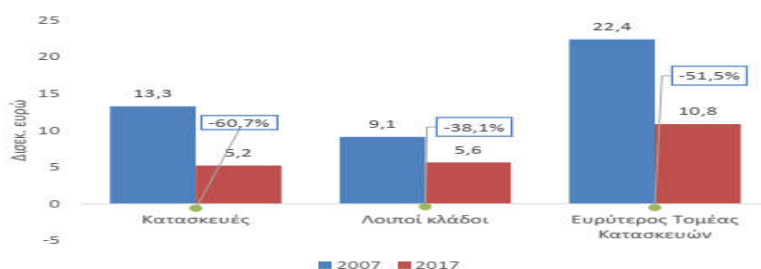
Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η ευελιξία των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντική – κύρια μέριμνα των επιχειρήσεων είναι η ελαχιστοποίηση του πάγιου κόστους (π.χ. αμοιβές μόνιμου προσωπικού), η οποία επιτυγχάνεται (και) με τη σύναψη υπεργολαβιών με μικρές επιχειρήσεις για συγκεκριμένες κατασκευαστικές εργασίες.

2.6 Προστιθέμενη Αξία

Η προστιθέμενη αξία (σε τιμές συντελεστών παραγωγής) είναι το ακαθάριστο εισόδημα από τις λειτουργικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων προσαρμοσμένο ως προς τις επιδοτήσεις και τους έμμεσους φόρους. Υπολογίζεται με την πρόσθεση του κύκλου εργασιών, άλλων λειτουργικών εσόδων και της μεταβολής των αποθεμάτων και την αφαίρεση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών και των άλλων φόρων στα προϊόντα και στην παραγωγή. Εναλλακτικά, υπολογίζεται ως άθροισμα του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος και του κόστους εργασίας.

Ο κατασκευαστικός κλάδος επηρεάστηκε δυσμενώς από την ύφεση της ελληνικής οικονομίας, καθώς η μείωση των εισοδημάτων, ο περιορισμός της χρηματοδότησης, η αύξηση της φορολογίας και η γενικευμένη αβεβαιότητα οδήγησαν σε δραματική πτώση των επενδύσεων και της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Είναι ενδεικτικό ότι η προστιθέμενη αξία⁴ του τομέα των Κατασκευών μειώθηκε την περίοδο 2007-2017 κατά 51% – από 22,4 δισ. το 2007 σε €10,8 δισ. το 2017 (Διάγραμμα 2.5).

Το μεγαλύτερο μέρος της πτώσης προήλθε από τον κλάδο των Κατασκευών, η προστιθέμενη αξία των οποίων υποχώρησε την ίδια περίοδο κατά 60,7% για να διαμορφωθεί το 2017 σε €5,2 δισ. Στους υπόλοιπους κλάδους του τομέα των Κατασκευών (Εξόρυξη, Βιομηχανία, Υπηρεσίες) καταγράφηκε – με διαφορετική ένταση στις επιμέρους δραστηριότητες – μικρότερη πτώση της προστιθέμενης αξίας (- 38,1%), καθώς η μείωση της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίστηκε, σε μικρό όμως βαθμό, από την άνοδο των εξαγωγών.



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.5

Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία τομέα Κατασκευών, 2007 και 2017

Η προστιθέμενη αξία του κλάδου των Κατασκευών παρουσίασε συνεχή και έντονη πτώση την περίοδο 2007-2015, με εξαίρεση το 2009 (Διάγραμμα 2.6). Η πορεία αυτή αντιστράφηκε το 2016, όταν η προστιθέμενη αξία του κλάδου αυξήθηκε κατά 24,3%, κυρίως λόγω της ενίσχυσης των έργων οδοποιίας (κατασκευή και αποπεράτωση μεγάλων οδικών αξόνων), χωρίς όμως να καταγράφονται στη συνέχεια κάποια σημάδια δυναμισμού, καθώς το 2017 η προστιθέμενη αξία του κλάδου σημείωσε οριακή άνοδο.

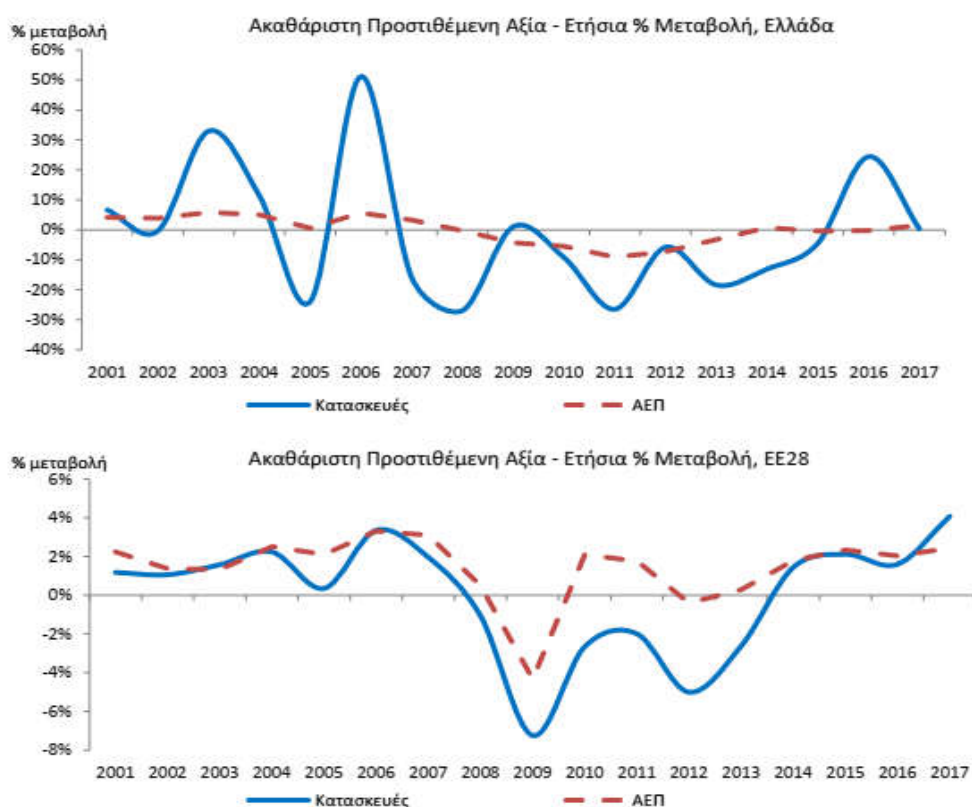


Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.6

Εξέλιξη και ετήσιες μεταβολές Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας κλάδου Κατασκευών, 2008- 2017

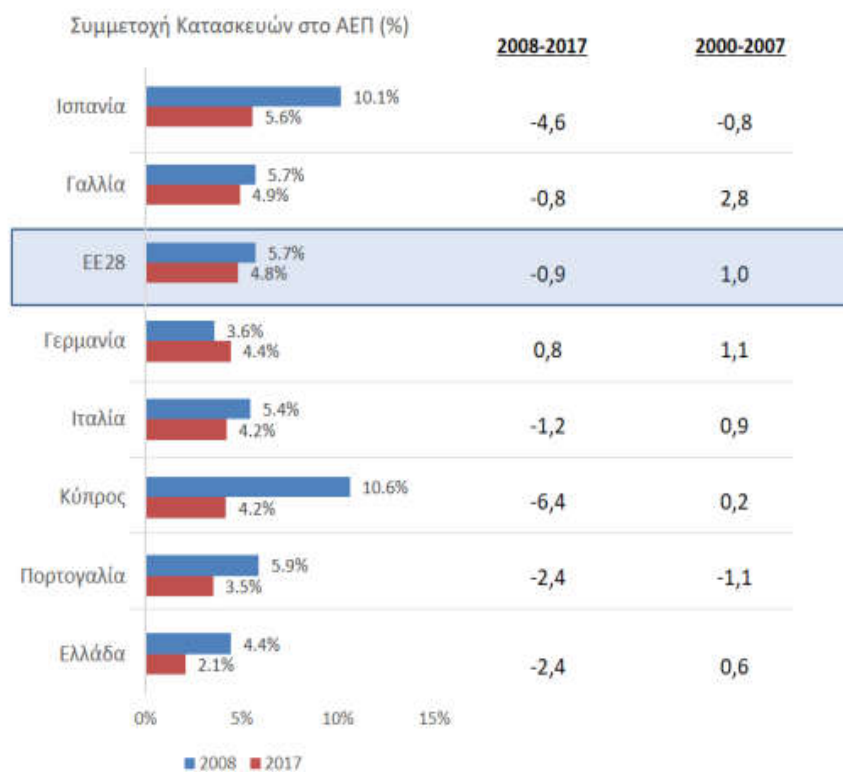
Αντιπαραβάλλοντας την πορεία του κλάδου των Κατασκευών με εκείνη της ελληνικής οικονομίας, παρατηρούμε ότι οι Κατασκευές στην Ελλάδα σημείωσαν πολύ εντονότερες αρνητικές (και θετικές) διακυμάνσεις σε σύγκριση με το σύνολο της οικονομίας (ΑΕΠ), ακόμα και στην περίοδο πριν την οικονομική κρίση (Διάγραμμα 2.7). Η υλοποίηση των ολυμπιακών έργων και ρυθμίσεις που επηρέασαν την αγορά κατοικίας (εισαγωγή ΦΠΑ στην οικοδομή για άδειες που εκδόθηκαν από το 2006 και μετά) είχαν σημαντική επίδραση στην κατασκευαστική δραστηριότητα και εξηγούν μέρος της παρατηρούμενης διακύμανσης. Οι μετέπειτα διακυμάνσεις ήταν όπως έχουμε αναφέρει αρνητικές, επηρεαζόμενες κατά περίπτωση θετικά από την επανεκκίνηση και ολοκλήρωση ορισμένων έργων κατασκευής μεγάλων οδικών αξόνων. Ο κλάδος των Κατασκευών στην ΕΕ28 συνολικά ακολουθεί πιο στενά τον οικονομικό κύκλο, αν και φαίνεται ότι η μεταβλητότητα στην κατασκευαστική δραστηριότητα είναι, όπως και στην Ελλάδα, μεγαλύτερη καθώς οι κατασκευές συνδέονται με τις επενδύσεις που είναι πιο ευμετάβλητες από τις υπόλοιπες συνιστώσες του ΑΕΠ.



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.7
Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή Ακαθάριστης Προστιθέμενης Αξίας κλάδου Κατασκευών και ΑΕΠ στην Ελλάδα και την ΕΕ28

Πριν από την κρίση (2008) το μερίδιο του κλάδου των Κατασκευών στο ΑΕΠ της Ελλάδας είχε διαμορφωθεί κοντά στον μέσο όρο της ΕΕ28, λίγο υψηλότερα από τη Γερμανία, αλλά χαμηλότερα από την Γαλλία, την Ιταλία και την Πορτογαλία και ακόμα περισσότερο από την Κύπρο και την Ισπανία (Διάγραμμα 2.8).



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Διάγραμμα 2.8

Συμμετοχή κλάδου Κατασκευών στο ΑΕΠ σε διάφορες χώρες

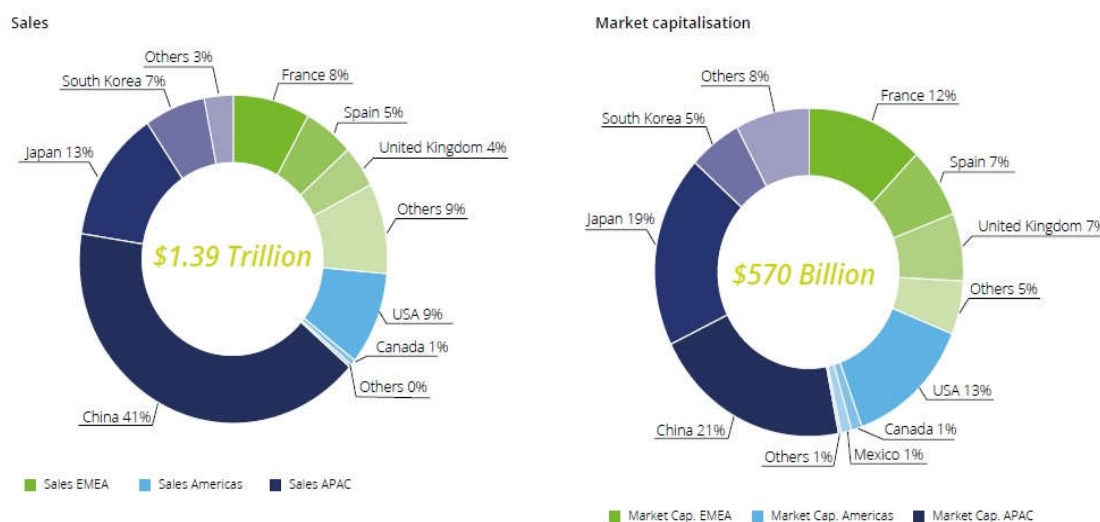
Ωστόσο, μέσα σε διάστημα μιας δεκαετίας οι Κατασκευές στην Ελλάδα υποχώρησαν σε βαθμό όπου πλέον (2017) σε όρους συμμετοχής στο ΑΕΠ βρίσκονται 2,7 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από τον μέσο όρο της ΕΕ28 και βέβαια στο χαμηλότερο επίπεδο μεταξύ των υπόλοιπων εξεταζόμενων χωρών. Μεγαλύτερης έκτασης υποχώρηση, σε όρους συμμετοχής στο ΑΕΠ, καταγράφεται την περίοδο 2008-2017 μόνο στην Κύπρο και την Ισπανία – όμως στις συγκεκριμένες χώρες είχε προηγηθεί μια πολύ πιο έντονη ανάπτυξη της κατασκευαστικής δραστηριότητας από τις αρχές της δεκαετίας του 2000. Η υποχώρηση στις υπόλοιπες χώρες, πλην της Πορτογαλίας, ήταν μικρότερη, αλλά σε κάθε περίπτωση αντανάκλα την ταχύτερη μείωση της προστιθέμενης αξίας του κλάδου των Κατασκευών σε σχέση με το ΑΕΠ σε κάθε χώρα.

2.7 Προβλέψεις

Παρά τις ενδείξεις ελαφράς επιβράδυνσης που καταγράφει η παγκόσμια οικονομία, ο κατασκευαστικός κλάδος συνεχίζει να αναπτύσσεται με μέτριο ρυθμό παρουσιάζοντας ωστόσο θετικές προοπτικές, σημειώνεται στην ετήσια έκθεση της Deloitte Global Powers of Construction (GPoC). Μάλιστα, το 2018, οι συνολικές πωλήσεις των 100 κορυφαίων κατασκευαστικών κολοσσών αυξήθηκαν κατά 10% – με τους 45 εξ αυτών να καταγράφουν διψήφια ποσοστά ανόδου. Οι κινεζικές εταιρείες εξακολουθούν να κυριαρχούν στην κατάταξη του Top 100 όσον αφορά τα έσοδα, ενώ παράλληλα άλλοι παίκτες της Ασίας, κυρίως από Ιαπωνία και Νότια Κορέα, μαζί με εταιρείες από τις ΗΠΑ, τη Γαλλία και την Ισπανία, έχουν σημαντική παρουσία στην κατάταξη.

Σύμφωνα με την έκθεση, η κυριαρχία των κινεζικών εταιρειών οφείλεται, κυρίως, στο μέγεθος της κινεζικής κατασκευαστικής αγοράς, καθώς οι διεθνείς πωλήσεις από τις ασιατικές εταιρείες είναι χαμηλότερες από άλλες κορυφαίες εταιρείες αναφορικά με το ποσοστό επί των συνολικών πωλήσεων.

Οι ευρωπαϊκές κατασκευαστικές εταιρείες έχουν την υψηλότερη δραστηριότητα σε διεθνή κλίμακα. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως οι πέντε μεγαλύτερες εταιρείες με πωλήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο εδρεύουν στην Ευρώπη.



Πηγή: Deloitte Global Powers of Construction

Διάγραμμα 2.9
Παγκόσμιες πωλήσεις

Ένα ακόμη αξιοσημείωτο εύρημα της έρευνας αποτελεί η ανομοιογένεια που καταγράφηκε στην οικονομική απόδοση των κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών το 2018. Ταυτόχρονα με την αύξηση των πωλήσεων και της κερδοφορίας, ανοδική τάση ακολούθησαν και οι δανειακές υποχρεώσεις. Παράλληλα, η απόδοση των εταιρειών αυτών στο χρηματιστήριο μειώθηκε.

Η παγκόσμια οικονομία αναμένεται να σημειώσει άνοδο κατά 2,5-3%, ετησίως, την περίοδο 2018-2022, ενώ ο κατασκευαστικός κλάδος, για την ίδια περίοδο, εκτιμάται ότι θα αυξήσει το μέγεθος της κερδοφορίας του σε ποσοστό 3,6%, ετησίως. Πρόσθετα πορίσματα της έκθεσης περιλαμβάνουν τους βασικούς οικονομικούς δείκτες των κατασκευαστικών εταιρειών και τις στρατηγικές που χρησιμοποιούν, για να διαφοροποιηθούν σε μία αγορά η οποία εξακολουθεί να είναι έντονα ανταγωνιστική:

Μεταξύ των 100 κορυφαίων εταιρειών, οι 74 σημείωσαν αύξηση στις πωλήσεις σε δολάρια ΗΠΑ, εκ των οποίων οι 45 παρουσιάζουν διψήφιες αυξήσεις. Από γεωγραφικής άποψης, οι μεγαλύτερες κατασκευαστικές εταιρείες έχουν έδρα στην Κίνα (41% των συνολικών εσόδων), την Ευρώπη (26%), την Ιαπωνία (13%), τις ΗΠΑ (9%) και τη Νότια Κορέα (7%).

Η συνολική χρηματιστηριακή αξία των 30 κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών στο τέλος του 2018 μειώθηκε κατά 8% σε σχέση με το 2017. Η πτώση αυτή προκλήθηκε από τις ασταθείς συνθήκες αγορών κατά τη διάρκεια του έτους και μία μείωση στο τέταρτο τρίμηνο. Αυτό εξηγείται από την πρόθεση των επενδυτών να αποφύγουν τα ρίσκα, λόγω φόβων για παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση και ανησυχίες σχετικά με τις εμπορικές αναταράξεις και την πολιτική αβεβαιότητα.

Πολλές εταιρείες του κατασκευαστικού κλάδου διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο των υπηρεσιών τους, για να επιτύχουν βιώσιμη ανάπτυξη και να αυξήσουν τα τυπικά στενά περιθώρια των κατασκευαστικών έργων. Οι μη κατασκευαστικές δραστηριότητες που εκτελούνται από τις κορυφαίες εταιρείες του κλάδου χαρακτηρίζονται από υψηλά λειτουργικά περιθώρια, ωστόσο η μεγαλύτερη διαφοροποίηση οδηγεί συνήθως σε υψηλότερο χρέος. Το 2018, οι 30 κορυφαίες εταιρείες κέρδισαν 21,7% των εσόδων τους από μη κατασκευαστικές δραστηριότητες.

Οι δυνατότητες ανάπτυξης στο εξωτερικό εξακολουθούν να αποτελούν στρατηγική επιταγή των κατασκευαστικών ομίλων. Το 21% επί των συνολικών εσόδων των κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών προέρχεται από δραστηριοποίησή τους εκτός της εγχώριας αγοράς, ενώ το εισόδημα από τη διεθνή παρουσία τους αντιπροσωπεύει το 36% των πωλήσεων.

Από γεωγραφικής άποψης, οι ευρωπαϊκές (57%) και αμερικανικές (24%) κατασκευαστικές εταιρείες σημειώνουν την υψηλότερη δραστηριότητα σε διεθνές επίπεδο. Ωστόσο, οι στρατηγικές διεθνοποίησης εισάγουν πρόσθετους κινδύνους,

λόγω των λειτουργικών δραστηριοτήτων τους, οι οποίοι δυνητικά μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τα παραδοσιακά στενά περιθώρια της κατασκευαστικής δραστηριότητας, καθώς και τη ρευστότητα της επιχείρησης.

Αξίζει να σημειωθεί όμως ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών που κατέγραψαν κερδοφορία, λόγω πωλήσεων σε διεθνείς αγορές, παρουσίασαν χαμηλότερα έσοδα από αυτές που επικεντρώθηκαν στις εγχώριες αγορές.

Πίνακας 2.1
Πωλήσεις 2018 ανά Χώρα

Country	Number of companies	Sales 2018 (\$ M)
CHINA	10	570,690
JAPAN	15	179,763
USA	12	127,121
FRANCE	3	113,293
SOUTH KOREA	7	91,998
SPAIN	7	74,795
UNITED KINGDOM	12	58,182
SWEDEN	4	34,215

Πηγή: Deloitte Global Powers of Construction

Η ίδια έκθεση κάνει αναφορά και στη διαμόρφωση νέων τάσεων στον κλάδο. Παρόλο που η κατασκευαστική θεωρείται τα τελευταία 30 χρόνια ως μία παραδοσιακή βιομηχανία με αρκετά χαμηλή κερδοφορία παραγωγικότητας, τα τελευταία χρόνια έχουν αναδυθεί αρκετές τάσεις, οι οποίες πρόκειται να διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της αγοράς:

Καινοτομία: Τα νέα υλικά, η τυποποίηση και η εφαρμογή ψηφιακών και προηγμένων τεχνολογιών, αποτελούν παράγοντες που θα λειτουργήσουν καταλυτικά στη βιομηχανία.

Ανταγωνιστικές δυναμικές και βελτίωση του περιθωρίου: Είναι απαραίτητο για τους επιχειρηματίες του κλάδου να είναι προετοιμασμένοι για τη διαχείριση των διαδικασιών και της λειτουργίας και να προχωρήσουν σε εκβιομηχάνιση της κατασκευαστικής δραστηριότητας, προκειμένου να επιβιώσουν σε ένα εξαιρετικά ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Διεθνοποίηση: Οι επιχειρήσεις που είναι σε θέση να προσαρμόσουν τα τοπικά επιχειρηματικά μοντέλα τους σε νέες αγορές και περιβάλλοντα προβλέπεται να είναι και αυτές που θα ηγηθούν έναντι του ανταγωνισμού.

Συμμόρφωση, ρύθμιση και διαφάνεια: Υπογραμμίζεται η επιτακτική ανάγκη για την ενίσχυση των πρακτικών συμμόρφωσης εντός του κλάδου, αναδιαμόρφωσης των συμβάσεων και της νομοθεσίας και αύξησης της διαφάνειας σε όλους τους τομείς.

Βιωσιμότητα: Η βιωσιμότητα καθίσταται απαίτηση και οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι σε θέση να επιφέρουν βελτιώσεις με οικονομικά αποδοτικό τρόπο.

Οι Κατασκευές είναι στρατηγικός τομέας για την ελληνική οικονομία. Η ικανότητα και η αποδοτικότητα του τομέα επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις δυνατότητες βελτίωσης της παραγωγικότητας της οικονομίας και της ποιότητας ζωής των πολιτών, μέσω της υλοποίησης των επενδύσεων σε έργα υποδομής, κατοικίες και άλλα κτήρια. Παρά το γεγονός ότι η επίπτωση της οικονομικής κρίσης στις Κατασκευές ήταν δραματική, με όποιο μέγεθος και αν αυτή μετρηθεί (π.χ. προστιθέμενη αξία, απασχόληση και επενδύσεις), η συμβολή του τομέα στα μεγέθη της ελληνικής οικονομίας και των περιφερειών της παραμένει υπολογίσιμη. Η ισχύς της πτώσης του κατασκευαστικού κλάδου στην Ελλάδα επιβεβαιώνεται και σε σύγκριση με την επενδυτική δραστηριότητα στην ΕΕ – σύγκριση που αναδεικνύει με έμφαση το επενδυτικό κενό που υπάρχει στην ελληνική οικονομία.

Η παρούσα κατάσταση στις Κατασκευές χαρακτηρίζεται από σχετική στασιμότητα σε ένα χαμηλό επίπεδο δραστηριότητας, ενώ οι προσδοκίες των κατασκευαστικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών δεν δίνουν κάποιο ισχυρό σήμα για ουσιαστική αλλαγή κατεύθυνσης στο αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα. Οι επιδόσεις και η ανταγωνιστικότητα του τομέα των Κατασκευών επηρεάζονται από πλήθος παραγόντων, οι περισσότεροι από τους οποίους βρίσκονται μακριά από τον έλεγχο των επιχειρήσεων. Η δραματική επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, τα υψηλά επιτόκια δανεισμού που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές επιχειρήσεις, ένα φορολογικό πλαίσιο που χαρακτηρίζεται από αστάθεια και υψηλούς φορολογικούς συντελεστές και ένα θεσμικό και διοικητικό σύστημα που επιτείνει τα παραπάνω προβλήματα (γραφειοκρατία, καθυστερήσεις στην απονομή δικαιοσύνης κ.ά.), δεν αποτελούν το καταλληλότερο περιβάλλον για επιχειρηματική αποδοτικότητα και ανάπτυξη. Οι δείκτες οικονομικού κλίματος και καταναλωτικής εμπιστοσύνης δεν δίνουν σαφή σήματα για αλλαγή κατεύθυνσης βραχυπρόθεσμα, ενώ οι προσδοκώμενοι ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας ενδέχεται να επηρεαστούν αρνητικά από αρκετούς παράγοντες.

Επιπλέον, υπάρχουν σημαντικά ζητήματα που αφορούν τα δημόσια έργα υποδομών, όπως η έλλειψη ενιαίου εθνικού στρατηγικού σχεδίου για τις Υποδομές, η

συρρίκνωση του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων (ΠΔΕ), προβληματικά σημεία στο σύστημα δημοπράτησης και ανάθεσης έργων, η στασιμότητα και ο φθίνων αριθμός δημόσιων έργων, οι ελλιπείς μηχανισμοί ελέγχου και επίβλεψης στα δημόσια έργα (κόστος, τεχνική αρτιότητα), η εστίαση των δημοπρατούμενων έργων στο κόστος κατασκευής και όχι στο κόστος συντήρησης και διαχείρισης, οι καθυστερήσεις πληρωμών και η έλλειψη ρευστότητας των επιχειρήσεων. Αλλά και ευρύτερα σε σχέση με το πλαίσιο λειτουργίας του, ο τομέας των Κατασκευών έχει να αντιμετωπίσει το πλήθος διαδικασιών για την ανέγερση κτηρίων (η πλατφόρμα e-άδειες που τέθηκε σε λειτουργία στα τέλη του 2018 αποτελεί θετική εξέλιξη), την υψηλή φορολογία των ακινήτων, την πολυνομία και πολυπλοκότητα του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου, την ύπαρξη πολλαπλών, συχνά επικαλυπτόμενων επιπέδων σχεδιασμού και μη αναγκαίων περιορισμών οι οποίοι αποθαρρύνουν την επιχειρηματικότητα, ζητήματα σχετικά με τον χωροταξικό και πολεοδομικό σχεδιασμό κ.ά.

Η ποιότητα των υποδομών αλλά και το κτιριακό απόθεμα της χώρας επιδέχεται σημαντικής αναβάθμισης σε αρκετούς τομείς. Για τον σκοπό αυτό μπορούν να χρησιμοποιηθούν εργαλεία και κίνητρα που κατά το παρελθόν οδήγησαν σε βελτίωση των υπηρεσιών, προσέλκυση επενδύσεων και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι δυναμικοί μοχλοί ανάπτυξης του τομέα των Κατασκευών στην Ελλάδα εντοπίζονται τόσο στο επίπεδο του σχεδιασμού, των κλαδικών πολιτικών και της ρύθμισης όσο και στο επίπεδο της επισήμανσης των τομέων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ανάκαμψη τον τομέα των Κατασκευών και να συμβάλουν στην επιτάχυνση των ρυθμών μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας. Έργα χρήσιμα για την ανάπτυξη και οικονομικά ανταποδοτικά δεν ανιχνεύονται ή αργούν να ανιχνευτούν εξαιτίας του «ρίσκου της χώρας» και αδυναμιών στον σχεδιασμό. Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι ένα επιτυχημένο πρόγραμμα Υποδομών στηρίζεται σε ένα εθνικό μακροχρόνιο στρατηγικό όραμα για τις Υποδομές, στο οποίο εντοπίζονται οι επενδύσεις που πρέπει να υλοποιηθούν και καθορίζεται η προτεραιότητά τους.

Άλλοι παράγοντες που λειτουργούν θετικά είναι η αποτελεσματική διαχείριση των απειλών διαφθοράς, η ανάπτυξη ξεκάθαρων κριτηρίων που κατευθύνουν την επιλογή των έργων και του τρόπου υλοποίησης, η ύπαρξη προβλέψιμου ρυθμιστικού πλαισίου για επενδύσεις, ο συντονισμός της πολιτικής υποδομών σε όλα τα επίπεδα διοίκησης και η ενσωμάτωση των απαιτούμενων διαδικασιών διαβούλευσης. Επιπλέον, εκτός από τις παρεμβάσεις στον στρατηγικό σχεδιασμό Υποδομών της χώρας μας, η ανάπτυξη του τομέα των Κατασκευών μπορεί να επωφεληθεί από την εφαρμογή κατάλληλης κλαδικής πολιτικής, η οποία σήμερα απουσιάζει.

2.8 Κατασκευαστικός Κλάδος και Οικονομική Κρίση

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε στις Η.Π.Α. το Σεπτέμβριο του 2008 επέφερε σοβαρό πλήγμα στις οικονομίες πολλών χωρών σε όλο τον πλανήτη και κάθε χώρα βιώνει την οικονομική κρίση με διαφορετικό τρόπο, σε διαφορετική έκταση και ένταση ανάλογα με τη δομή της οικονομικής της διάρθρωσης. Η χρηματοπιστωτική κρίση μετασηματίστηκε γρήγορα σε οικονομική κρίση, όταν οι τράπεζες στην προσπάθειά τους να διατηρήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια περιόρισαν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά μειώνοντας δραματικά την αγοραστική τους δύναμη και τον τζίρο στην αγορά. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε και την ελληνική οικονομία φέρνοντας στην επιφάνεια τις χρόνιες δομικές αδυναμίες της, την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Η οικονομική κρίση άλλαξε δραματικά τις συνθήκες της αγοράς μέσα στις οποίες ιδρύονται, δρουν και αναπτύσσονται οι επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να δέχονται έντονες πιέσεις να προσαρμοστούν στο νέο οικονομικό περιβάλλον. Συχνά αναγκάζονται να μειώσουν το κόστος, να επανεξετάσουν την εταιρική τους στρατηγική, τις επενδύσεις, να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση των δραστηριοτήτων τους, ακόμη και να προβούν σε μαζικές απολύσεις.

Ο κατασκευαστικός κλάδος, ο οποίος περιλαμβάνει την ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα, τα δημόσια έργα και τα συγχρηματοδοτούμενα έργα, αποτελεί έναν από τους δυναμικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας, με συμμετοχή γύρω στο 8% στο ΑΕΠ, ενώ οι άμεσοι και έμμεσοι απασχολούμενοι στην οικοδομή και στους εξαρτώμενους από αυτήν κλάδους ανέρχονται σε 400.000. Η κρίση έχει οδηγήσει σε σημαντικές απώλειες θέσεων εργασίας αλλά και μειώσεις ημερομισθίων σε αυτούς που εξακολουθούν να απασχολούνται. Με δεδομένη τη σημασία του τομέα των κατασκευών, γίνεται αντιληπτό πόσο σοβαρές θα είναι οι επιπτώσεις από τη συνεχιζόμενη κρίση στην κατάσταση της οικονομίας, στην απασχόληση και στην κοινωνική συνοχή. Είναι πλέον προφανές ότι ο κατασκευαστικός κόσμος της χώρας μας διέρχεται τη χειρότερη μεταπολεμική κρίση του.

Ο κλάδος των κατασκευών αποτέλεσε για χρόνια πυλώνα ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, προσφέροντας χιλιάδες θέσεις εργασίας, συμβάλλοντας στην ευημερία της ελληνικής βιομηχανίας και δημιουργώντας καίριες υποδομές στη χώρα. Η οικονομική κρίση, ωστόσο, επέφερε βαρύτατο πλήγμα, όπως δείχνουν και τα στοιχεία για την πορεία της συμβολής του κλάδου στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία και στις θέσεις απασχόλησης, από το 2006 έως το 2015. Σε επίπεδο οικοδομής, η διακοπή της χρηματοδότησης της κατοικίας και κατά συνέπεια η κατάρρευση της ζήτησης, οδήγησαν σε ουσιαστική διάλυση του κλάδου.

Ανάλογα απογοητευτική είναι και η εικόνα στον τομέα των υποδομών, με τη συρρίκνωση του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων και την ολοκλήρωση του μεγαλύτερου μέρους των ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών προγραμμάτων. Η εναλλακτική διέξοδος για τον κλάδο, που θα μπορούσαν να προσφέρουν οι προοπτικές ανάπτυξης της παραθεριστικής κατοικίας για ξένους και το silver economy, παρέμεινε κλειστή λόγω της ελληνικής πολυνομίας.

Ο κατασκευαστικός κλάδος, όπως τον ξέραμε, δεν υπάρχει πια. Σ' αυτό το τοπίο, οι κατασκευαστικοί όμιλοι, στον βαθμό που θα προσαρμοστούν στη νέα πραγματικότητα και θα αξιοποιήσουν τα συγκριτικά τους πλεονεκτήματα, μπορούν να κτίσουν νέες προοπτικές σε ένα διαφορετικό παραγωγικό μοντέλο προσφέροντας σημαντικά στην εθνική οικονομία.

2.9 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκε συνοπτικά η εικόνα του κατασκευαστικού κλάδου τόσο στην Ελλάδα όσο και στις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. Διαγράμματα που παρουσιάστηκαν στο παρόν κεφάλαιο δείχνουν την πορεία της χώρας μας αλλά και των άλλων χωρών πριν και μετά την οικονομική κρίση όσον αφορά τις κατασκευές. Αυτό που πρέπει να είναι ξεκάθαρο είναι η σημαντικότητα αυτού του κλάδου στην οικονομία κάθε κράτους και πώς οι κυβερνήσεις πρέπει να προάγουν τη δημιουργία τόσο δημόσιων έργων όσο και ιδιωτικών. Είναι χαρακτηριστικό ότι για κάθε ένα ευρώ που δαπανάται στις κατασκευές, προστίθεται 1,8 ευρώ στο ΑΕΠ της χώρας, με τα 0,4 ευρώ να καταλήγουν στο δημόσιο ταμείο. Αντίστοιχα, για κάθε 1 εκατ. ευρώ αξίας που παράγουν οι κατασκευές, δημιουργούνται 39 θέσεις εργασίας στην ευρύτερη οικονομία (13 εκ των οποίων αφορούν τον ίδιο τον κατασκευαστικό κλάδο).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

3.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα επιχειρηθεί η ανάλυση του Μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM), με βάση το οποίο θα πραγματοποιηθεί η ανάλυση των δεδομένων που θα ακολουθήσει. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι έχουν αναπτυχθεί δύο προσεγγίσεις για την πρόβλεψη της απόδοσης μίας επένδυσης, είτε με βάση τον κίνδυνό της, είτε με τη χρήση μιας μεταβλητής καθώς και ορισμένων μακροοικονομικών παραγόντων. Αυτές οι προσεγγίσεις αποτελούνται από το CAPM και τη θεωρία του Arbitrage, APT (Arbitrage Theory Pricing), την οποία πρωτοδιατύπωσε ο Ross το 1972. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι σε κάθε επιστημονικό κλάδο, κατά την περίοδο έντονης ερευνητικής κινητικότητας και προόδου, δημιουργούνται σημαντικά επιστημονικά επιτεύγματα, νέα αντικείμενα μελέτης και γεννιούνται νέα ερευνητικά ερωτήματα. Ένα από τα κυριότερα, είναι πόσο επηρεάζεται η προσδοκώμενη απόδοση μιας μετοχής ή μιας επένδυσης από τον κίνδυνο.

Σύμφωνα με τον Markowitz (1952), η προσδοκώμενη απόδοση και ο κίνδυνος βασίζονται στα ποσοστά συμμετοχής των χρηματιστηριακών προϊόντων που περιλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο. Θεωρεί πως ένας επενδυτής μπορεί να διαμορφώσει και να αναδομήσει το χαρτοφυλάκιο του όπως εκείνος επιθυμεί με την προσθαφαίρεση χρεογράφων, αναλόγως την επενδυτική πορεία που θέλει να ακολουθήσει. Η πορεία αυτή μπορεί να χαρακτηρίζεται είτε με υψηλό κίνδυνο και μεγαλύτερο προσδοκώμενο κέρδος, είτε με μικρότερο κίνδυνο και λιγότερα προσδοκώμενα κέρδη.

3.2 Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων

Ένα σπουδαίο πρόβλημα της σύγχρονης χρηματοοικονομικής είναι η ποσοτικοποίηση της σχέσης ανάμεσα στον κίνδυνο και αναμενόμενης απόδοσης ενός αξιογράφου. Στα μέσα τις δεκαετίας του 1960 τρεις οικονομολόγοι, ο William Sharpe (1964), ο Jack Lintner (1965) και ο Mossin (1966) έθεσαν τις βάσεις για την δημιουργία του μοντέλου αποτίμησης περιουσιακών κεφαλαίων (capital asset pricing model), που είναι παγκοσμίως γνωστό ως CAPM. Το μήνυμα του μοντέλου είναι «τρομακτικό» (startling) και συνάμα απλό. Σε μία ανταγωνιστική αγορά, η αναμενόμενη αντιστάθμιση κινδύνου ποικίλει σε άμεση αναλογία με το β . Το μοντέλο αυτό έχει παρουσιαστεί σε

ξεχωριστές μορφές συμπεριλαμβάνοντας διάφορους βαθμούς αυστηρότητας και μαθηματικής πολυπλοκότητας. Οι περισσότερο πολύπλοκες μορφές είναι περισσότερο αυστηρές και παρέχουν ένα πλαίσιο μέσα στο οποίο εναλλακτικά σύνολα υποθέσεων μπορούν να εξεταστούν. Όμως εξαιτίας της πολυπλοκότητας τους, δεν οδηγούν τόσο άμεσα όσο μερικές από τις πιο απλές μορφές της οικονομικής διαίσθησης πίσω στο μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών κεφαλαίων.

Εξαιτίας αυτού, πολλοί μελετητές προσεγγίζουν την παραγωγή του μοντέλου σε δυο διαφορετικά επίπεδα, μια απλή προσέγγιση και μια πιο αυστηρή. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να παρουσιαστεί η θεωρία του χαρτοφυλακίου, η οποία είναι τόσο σημαντική στην σωστή δημιουργία του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Η θεωρία του χαρτοφυλακίου περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές μπορούν να δημιουργήσουν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια τα οποία περιέχουν διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Η θεωρία αυτή παρουσιάστηκε από τον Harry Markowitz και υπήρξε η βάση πάνω στην οποία στηρίχθηκε το διάσημο *capm*. Το ποσό του κινδύνου των περιουσιακών κεφαλαίων ή των χρεογράφων που διακρατούνται στα πλαίσια ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να μετρηθεί από τον βαθμό στον οποίο συμβάλλουν στην διαμόρφωση του κινδύνου ολόκληρου του χαρτοφυλακίου. Η σχέση αυτή μετριέται από την συνδιακύμανση του περιουσιακού κεφαλαίου ή των αποδόσεων των χρεογράφων και των αποδόσεων του συνόλου της αγοράς. Το *capm* αναφέρει μια θεωρία για την σχέση μεταξύ του κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου και του απαιτούμενου ποσοστού αντιστάθμισης του κινδύνου αυτού.

Με βάση το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων, και δεδομένου τις υποθέσεις που θα αναφέραμε παραπάνω, αποδεικνύεται ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των αξιογράφων που βρίσκονται σε ένα χαρτοφυλάκιο, έχουν μια θετική γραμμική συνάρτηση με το ποσό του μη διαφοροποιήσιμου κινδύνου β , του χαρτοφυλακίου (δηλαδή για κάθε μονάδα αύξησης του β , υπάρχει μια ίδια αύξηση στην απόδοση). Επίσης μόνο το β , σύμφωνα με το *capm*, έχει την «αποκλειστικότητα» στην ερμηνεία των διαστρωματικών αποδόσεων των αξιογράφων. Τέλος είναι αξιοσημείωτο να αναφερθεί ότι μεγαλύτερος κίνδυνος πρέπει να συνδέεται με υψηλότερο επίπεδο απόδοσης.

Στην απλή μορφή του CAPM, η απόδοση μιας μετοχής i εκφράζεται ως:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Η σημασία των παραπάνω μεταβλητών είναι:

- $E(R_i)$: Αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i
- R_f : Είναι το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο της αγοράς (π.χ κρατικών ομολόγων)

- β_i : Αντιπροσωπεύει την τιμή που έχει ο μη διαφοροποιήσιμος (συστηματικός) κίνδυνος της μετοχής i που διακρατείται στα πλαίσια ενός χαρτοφυλακίου, ορίζεται από το CAPM, και είναι η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης της αναμενόμενης απόδοσης.
- $E(R_m)$: Είναι η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς που περιέχει όλα τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν στην οικονομία.

Ο συντελεστής β_i είναι η κλίση από την παλινδρόμηση

$$(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_i [R_m - R_f] + \epsilon_{it}$$

Σύμφωνα με το CAPM και την εκδοχή του Black (1972), η διαστρωματική σχέση μεταξύ αναμενόμενων αποδόσεων και κινδύνου:

$$E(R_i) = \gamma_0 + \gamma_1 \beta_i$$

Όπου: $\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$

Ο αριθμητής συμβολίζει την συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων της μετοχής i και των αποδόσεων της αγοράς. Ο παρανομαστής εκφράζει την διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

3.3 Υποθέσεις του CAPM

Είναι χρήσιμο να αναφερθούν οι αξιώσεις πάνω στις οποίες βασίζεται το CAPM. Μια πρώτη υπόθεση είναι η απουσία συναλλακτικών κοστών. Δεν υπάρχει κόστος αγοράς ή πώλησης οποιαδήποτε κεφαλαίου. Εάν υπήρχαν συναλλακτικά κόστη, η απόδοση από οποιοδήποτε κεφάλαιο θα ήταν μια συνάρτηση του κατά πόσο ναι ή όχι (whether or not) ο επενδυτής κατείχε το κεφάλαιο πριν την περίοδο απόφασης. Επομένως η εισαγωγή των συναλλακτικών κοστών στο μοντέλο προσθέτει ένα μεγάλο βαθμό πολυπλοκότητας. Μια δεύτερη υπόθεση πάνω στην οποία στηρίζεται το CAPM είναι και η παρακάτω: τα κεφάλαια είναι απείρως διαιρετά. Αυτό συνεπάγεται ότι οι επενδυτές μπορούν να πάρουν οποιαδήποτε θέση στην επένδυση, ανεξάρτητα του μεγέθους του πλούτου που κατέχουν. Μια τρίτη υπόθεση είναι και η απουσία του προσωπικού εισοδηματικού φόρου. Με βάση αυτό το άτομο είναι αδιάφορο για την μορφή στην οποία η επένδυση εισπράττεται. Μια άλλη αξίωση απαιτεί το άτομο να μην μπορεί να επηρεάσει την τιμή μιας μετοχής από την δραστηριότητα αγοράς και πώλησης. Η πέμπτη υπόθεση υπαγορεύει ότι οι επενδυτές αναμένονται να πάρουν αποφάσεις ατομικά σε όρους αναμενόμενων αξιών και τυπικών αποκλίσεων των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων τους. Μια άλλη υπόθεση επιτρέπει τις απεριόριστες βραχυχρόνιες πωλήσεις. Η έβδομη αξίωση φέρεται στον απεριόριστο δανεισμό με ακίνδυνο επιτόκιο. Ο επενδυτής μπορεί να δανείσει ή να δανειστεί οποιοδήποτε ποσό

κεφαλαίων που επιθυμεί σε ένα ποσοστό επιτοκίου ίσο με το αντίστοιχο των επενδύσεων χωρίς κίνδυνο (κρατικά ομόλογα). Η όγδοη και η ένατη υπόθεση ασχολούνται με την ομοιογένεια των προσδοκιών. Όλοι οι επενδυτές θεωρούνται να έχουν τις ίδιες ατομικές προσδοκίες. Η τελευταία υπόθεση επισημάνει ότι όλα τα κεφάλαια είναι κατάλληλα για πούλημα (marketable).

Όλα τα κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένου και του ανθρώπινου κεφαλαίου, μπορούν να πωληθούν και αγοραστούν στην αγορά. Είναι βέβαιο ότι ο μελετητής των υποθέσεων που βρίσκονται πίσω από το *carpm* μπορεί να χαρακτηρίσει αρκετές από αυτές μη πραγματοποιήσιμες. Είναι φανερό ότι αρκετές υποθέσεις δεν ευσταθούν στον πραγματικό κόσμο. Όμως όσο ο αναγνώστης προχωράει την μελέτη του πάνω στο *carpm* θα διαπιστώσει ότι παρόλο την παρουσία αυστηρών υποθέσεων και την απλότητα του μοντέλου, το *carpm* κάνει μια καλή δουλειά περιγράφοντας τιμές των κεφαλαιαγορών. Η αληθινή σημαντική ιδέα είναι ότι οι επενδυτές είναι ικανοποιημένοι επενδύοντας τα χρήματά τους σε ένα περιορισμένο αριθμό χαρτοφυλακίων (κρατικά ομόλογα και χαρτοφυλάκιο της αγοράς).

Εάν το μοντέλο ισχύει, δηλαδή επαληθεύεται, και οι χρηματαγορές είναι αποτελεσματικές, τότε οι αποδόσεις των μετοχών θα πρέπει κατά μέσο όρο να ακολουθούν την παραπάνω σχέση. Μόνιμες αποκλίσεις από την θετική γραμμικότητα θα αποτελούν παραβιάσεις της από κοινού υπόθεσης της εγκυρότητας του CAPM και EMH. Φυσικά, υπάρχουν μελέτες που αναιρούν την από κοινού υπόθεση, στην συνέχεια θα εξεταστούν αναλυτικά κάποιες από αυτές.

Η μελέτη των Black, Jensen και Scholes (1972) αποτέλεσε μια εκ των πρώτων εμπειρικών μελετών του CAPM. Χρησιμοποιώντας όλες τις μετοχές που διαπραγματευόταν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από το 1926 έως το 1965 σχημάτισε 10 χαρτοφυλάκια με διαφορετικούς υπολογισμούς του β . Οι μελετητές βρήκαν ότι τα στοιχεία είναι συνεπές με τις προβλέψεις του CAPM, έχοντας ως δεδομένο βέβαια ότι το CAPM είναι μια προσέγγιση στην πραγματικότητα όπως οποιοδήποτε άλλο μοντέλο. Οι Fama και MacBeth (1973) παρουσίασαν μια εμπειρική μελέτη για το CAPM. Στην μελέτη τους χρησιμοποίησαν μηνιαία στοιχεία απόδοσης των μετοχών που διαπραγματεύονται στον δείκτη NYSE (New York Stock Exchange) για την χρονική περίοδο 1926-1968.

Τα συμπεράσματα που κατέληξε η μελέτη των Fama και MacBeth έχει ως εξής: Με δεδομένο ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι αποτελεσματικό, οι μελετητές δεν μπόρεσαν να απορρίψουν την υπόθεση ότι οι μέσες αποδόσεις των εξεταζόμενων μετοχών απεικονίζουν τις προσπάθειες των επενδυτών, εκείνων που αποστρέφονται τον κίνδυνο, να διακρατήσουν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια. Επίσης, οι Fama και MacBeth υποστήριξαν την υπόθεση ότι ο επενδυτής πρέπει να υποθέσει ότι η σχέση

μεταξύ του κινδύνου ενός αξιογράφου που βρίσκεται στα πλαίσια ενός χαρτοφυλακίου και της αναμενόμενης απόδοσης είναι γραμμική, όπως συνεπάγεται από διμεταβλητό μοντέλο. Επιπρόσθετα, δεν μπόρεσαν να απορρίψουν την υπόθεση του διμεταβλητού μοντέλου το οποίο δεν αποτελεί μέτρηση του κινδύνου, επιπρόσθετα με τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, συστηματικά επιδρά στις μέσες αποδόσεις.

Τέλος, συμπέραναν ότι οι ιδιότητες του παρατηρούμενου δίκαιου παιχνιδιού (fair game) των συντελεστών και των καταλοίπων των παλινδρομήσεων κινδύνου-απόδοσης είναι συνεπής με την αποτελεσματική κεφαλαιαγορά. Τα αποτελέσματα των παραπάνω μελετών ήταν άκρως ενθαρρυντικά για το CAPM, το οποίο άρχισε να αποκτάει πολλούς υποστηρικτές τόσο στον ακαδημαϊκό χώρο όσο και στον επαγγελματικό. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων είδαν ότι το CAPM μπορεί να τους φανεί πολύτιμος οδηγός στην προσπάθεια τους να τιμολογήσουν τα αξιόγραφα.

3.4 Κριτικές για το CAPM

Όπως περιγράφεται και παραπάνω, κάποιες από τις υποθέσεις που στηρίζουν το CAPM είναι μη ρεαλιστικές. Θεωρούνται από πολλούς ειδήμονες δύσκολες να εφαρμοστούν σε ένα αληθινό κόσμο. Με βάση αυτές τις αντιρρήσεις που υπάρχουν για τις υποθέσεις εμφανίστηκαν στον οικονομικό χώρο διάφορες κριτικές του CAPM. Στην παρούσα εργασία θα αναφερθούν τρεις από τις πρώτες κριτικές, ημερολογιακά.

A) Η Κριτική του Roll (1977). Πολλές συζητήσεις σχετικά με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων έχουν επικεντρωθεί στα προβλήματα του αποκλεισμού των περιουσιακών στοιχείων (assets) από τα τεστ που γίνονται για το μοντέλο. Ο Roll (1977) υποστήριξε ότι: «ένα σωστό και ξεκάθαρο τεστ του μοντέλου δεν έχει εμφανιστεί- έως το 1977-». Η αιτία που ένα τέτοιο τεστ ήταν απίθανο να πραγματοποιηθεί ήταν γιατί έπρεπε να χρησιμοποιηθούν, στο τεστ, όλα τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν. Ο Roll ισχυρίζεται ότι τα συμπεράσματα σχετικά με την αξιοπιστία του μοντέλου είναι ευαίσθητα σε λανθασμένη προδιαγραφή του δείκτη του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

B) Η Κριτική του Stambaugh (1982). Η μελέτη αυτή κατασκεύασε ένα αριθμό από δείκτες αγοράς και βρήκε ότι παράγουν ταυτόσημα συμπεράσματα σχετικά με το CAPM. Εκτός από τις κοινές μετοχές οι δείκτες συμπεριέλαβαν ομολογίες, οικιστική ακίνητη περιουσία και διαρκή καταναλωτικά αγαθά, τα οποία είναι όλα κύρια συστατικά του συνολικού πλούτου. Η βάση για τα τεστ του Stambaugh ήταν η γνωστή από το μοντέλο του CAPM γραμμική σχέση μεταξύ αναμενόμενων αποδόσεων και συστηματικού κινδύνου. Δηλαδή για κάθε περιουσιακό στοιχείο i ισχύει:

$$E(R_i) = \gamma_1 + \gamma_2 \beta_i$$

Ο Stambaugh πραγματοποίησε διάφορα τεστ πάνω στην συγκεκριμένη σχέση χρησιμοποιώντας εναλλακτικά σύνολα περιουσιακών στοιχείων. Τα αποτελέσματα αυτών των τεστ συχνά διέφεραν από τα αποτελέσματα τα οποία λαμβάνουν οι μελετητές από ένα ευρύ σύνολο περιουσιακών κεφαλαίων τα οποία συμπεριλαμβάνουν ομολογίες και προνομιούχες μετοχές. Συμπερασματικά, βρέθηκε ότι ένα τεστ στο CAPM είναι περισσότερο ευαίσθητο στην επιλογή των περιουσιακών στοιχείων παρά στην σύνθεση του δείκτη της αγοράς.

Γ) Η Μελέτη του Levy (1982). Η μελέτη του Haim Levy το 1978 στο American Economic Review ήταν αρκετά ενδιαφέρουσα. Ο Levy πίστευε ότι δύο εκ των σχετιζόμενων ιδιοτήτων που συνεπάγονται από το CAPM αδυνατούν να επικρατήσουν στην αγορά. Οι ιδιότητες αυτές, σύμφωνα με τον Levy, αντικρούουν την «εμπειρία» της αγοράς όπως αυτή επαληθεύεται από όλη την εμπειρική έρευνα. Πρώτον, είναι αναγνωρισμένο ότι οι επενδυτές ακολουθούν διαφορετική, ο κάθε ένας, επενδυτική στρατηγική και δεν προσχωρούν αναγκαστικά στο ίδιο επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο. Δεύτερον, ο απλός επενδυτής συνήθως δεν διακρατεί πολλά επικίνδυνα κεφαλαιουχικά στοιχεία στο χαρτοφυλάκιο του. Αυτό άλλωστε έχει εξαχθεί και από αρκετές μελέτες, οι οποίες δείχνουν ότι ένας απλός επενδυτής προτιμά να αποφύγει την επένδυση σε επικίνδυνα κεφάλαια και να διακρατήσει στο χαρτοφυλάκιο του μετοχές που αποδίδουν σίγουρα κάποια χρήματα (μέρισμα). Η απλή παρουσίαση του μονομετεβλητού υποδείγματος τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων έχουν ωθήσει δυο προσεγγίσεις να βελτιώσουν τις προδιαγραφές του. Η πρώτη προσέγγιση στόχευε στην επανεξέταση της θεωρητικής βάσης των μοντέλων, δίνοντας έμφαση και σε άλλους παράγοντες.

Στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων με πολλαπλούς συντελεστές (Intertemporal CAPM, Merton –1973-). Είναι ένα υπόδειγμα που προσθέτει και άλλους παράγοντες εκτός από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η θεωρία αποτίμησης με εξισορροπητική αγοραπωλησία (Arbitrage Pricing Theory, APT, Ross-1976-). Είναι ένα υπόδειγμα που βασίζεται στον νόμο της μίας τιμής. Ο νόμος αυτός ορίζει ότι δύο αγαθά που είναι ταυτόσημα δεν μπορούν να πωληθούν σε διαφορετικές τιμές. Η APT υποθέτει ότι η απόδοση ενός αξιογράφου μπορεί να εκφραστεί ως μια γραμμική συνάρτηση ενός συνόλου κ δεικτών ή παραγόντων.

$$E(R_i) = R_f + \beta_1[E(R_{f1}) - R_f] + \beta_2[E(R_{f2}) - R_f] + \dots + \beta_k[E(R_{fk}) - R_f]$$

Οι πιθανοί παράγοντες μπορεί να είναι : α) μεταβολές στον πληθωρισμό, β) μεταβολές στο επιτόκιο, γ) μεταβολές στην βιομηχανική παραγωγή. Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων με κατανάλωση (Consumption CAPM).

Στο μοντέλο αυτό αντικαθιστούμε την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς στο CAPM με το ποσοστό αύξησης της κατά κεφαλήν συνολικής κατανάλωσης των επενδυτών. Η εμπειρική υποστήριξη για τα μοντέλα που βασίστηκαν στην κατανάλωση ήταν ασθενής. Αντίθετα τα μοντέλα γραμμικού συντελεστή και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων με πολλαπλούς συντελεστές (APT, Intertemporal CAPM) έχουν αποδειχθεί περισσότερο υποσχόμενα. Η δεύτερη προσέγγιση σκόπευε να δημιουργήσει εμπειρικά ωθούμενα μοντέλα τα οποία πρότειναν μερικούς παράγοντες που σχετίζονται με την επιχείρηση ως επεξηγήσεις των διαστρωματικών διαφορών των αναμενόμενων αποδόσεων.

Κάποιοι από αυτούς τους μεταβλητές είναι οι εξής: α) Το μέγεθος των επιχειρήσεων (Size, Banz-1981-), β) Ο λόγος κέρδη προς τιμή (Earnings to price, Basu-1983-), γ) Μόχλευση (Leverage, Bhandari,-1988-), δ) Ο λόγος λογιστική προς αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων (Book to Market equity, Rosenberg, Reidand και Lanstein,-1985-; Fama και French-1992-), ε) Ο λόγος ταμειακές ροές προς τιμή (Cash Flow to price, Chan, Hamao και Lakonishok-1991-), στ) Η ανάπτυξη των παρελθουσών πωλήσεων (Past sales growth, Lakonishok, Sheleifer και Vishny-1994-). Μετά την παρουσίαση όλων αυτών των μοντέλων που είναι σε θέση να εκτιμήσουν την αναμενόμενη απόδοση των αξιογράφων ο ερευνητής οφείλει να ανακαλύψει ποιο είναι το καλύτερο μοντέλο. Στην πράξη αυτό το ερώτημα διευθύνεται χρησιμοποιώντας μεθοδολογίες παλινδρόμησης όπως των διαστρωματικών παλινδρομήσεων (cross sectional regressions, CSR), την γενικευμένη μέθοδο των αποκλίσεων (generalized method of moments, GMM) και τις φαινομενικά ασυσχέτιστες παλινδρομήσεις (seemingly unrelated regressions, SUR).

Η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος είναι η CSR (αναπτύχθηκε από τους Fama και MacBeth – 1973-) στην οποία η αποδεκτή πρακτική είναι να ψάχνει κατά πόσο μια μεταβλητή (ή μεταβλητές) έχουν ερμηνευτική δύναμη πάνω στις διαστρωματικές αποδόσεις τις οποίες δεν μπορεί να ερμηνεύσει το β του CAPM. Επομένως στην πρόσφατη συζήτηση σχετικά με την εγκυρότητα του CAPM, το κύριο σημείο στο θέμα αυτό είναι κατά πόσο ή όχι τα β της αγοράς και οι μεταβλητές της επιχείρησης είναι σημαντικά τιμολογημένα σε στατιστικούς όρους. Όμως, λίγη προσοχή έχει δοθεί στο κατά πόσο ή όχι αυτοί οι παράγοντες είναι οικονομικά σημαντικοί στην εξήγηση των διαστρωματικών αποδόσεων των μετοχών.

3.5 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρήθηκε να δοθεί μία συνοπτική αλλά ουσιαστική παρουσίαση του Μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων. Αναλύσαμε το

μοντέλο CAPM, τις υποθέσεις αυτού, το υπόδειγμά του καθώς και κριτικές που έχει δεχθεί από την επιστημονική κοινότητα. Το υπόδειγμα του CAPM έχει αρκετές υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται. Στην παρούσα μελέτη μάς ενδιαφέρει η υπόθεση που σχετίζεται άμεσα με την υπόθεση αποτελεσματικότητας της αγοράς: Όλοι οι επενδυτές έχουν άμεση πληροφόρηση και χωρίς κόστος. Αυτή η υπόθεση μάς δείχνει στην ουσία τον ορισμό της αποτελεσματικότητας της αγοράς στην οποία βασίζεται το CAPM. Στο ερευνητικό μέρος της εργασίας εξετάζουμε αυτή την συγκεκριμένη υπόθεση (Diacogiannis, 1994; Elton et. al., 2003).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

4.1 Εισαγωγή

Στον παρόν κεφάλαιο θα μελετηθεί η πορεία πέντε μεγάλων εταιρειών της Ευρώπης, δύο χρόνια πριν και δύο χρόνια μετά την οικονομική κρίση, που έχουν την έδρα τους στις χώρες: Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Γερμανία και Σουηδία. Πρόκειται για τις μεγαλύτερες κατασκευαστικές εταιρείες της Ευρώπης με αναρίθμητα δημόσια έργα στο ενεργητικό τους. Στόχος είναι να μελετηθεί όχι μόνο η πορεία τους αλλά και το πώς διαχειρίστηκαν την οικονομική κρίση στον κλάδο των κατασκευών πέντε διαφορετικές ευρωπαϊκές χώρες.

4.2 Περιγραφή Εταιρειών και Δεδομένων

Η διαδικασία που ακολουθήθηκε στην ανάλυση βασίστηκε σε συγκεκριμένα βήματα. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρείες που μελετήθηκαν είναι οι ακόλουθες:

- **Ελλάδα:** Ελλάκτωρ
- **Ηνωμένο Βασίλειο:** Taylor Wimpey
- **Γαλλία:** Vinci
- **Γερμανία:** Bilfinger
- **Σουηδία:** Bygging Uddemann

Αρχικά, επιλέχθηκαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που προαναφέρθηκαν, για το έτος 2006 και το αντίστοιχο 2010. Ο λόγος που επιλέχθηκαν οι συγκεκριμένες χρονιές για την ανάλυση ήταν η όσο το δυνατόν καλύτερη και πιο αντιπροσωπευτική εικόνα του κλάδου δύο χρόνια πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και δύο χρόνια μετά την αρχή της. Παράλληλα, λήφθηκε υπ' όψιν και οι τιμές του σταθμισμένου δείκτη για τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημανθεί το γεγονός πως οι τιμές των μετοχών συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα του yahoo finance.

Προκειμένου να εφαρμοστεί το μοντέλο της αποτίμησης των κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM), έγινε μετατροπή των τιμών των μετοχών σε αποδόσεις σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Όπου:

R_t: Η απόδοση της μετοχής κατά τη χρονική στιγμή t

P_t: Η τιμή της μετοχής κατά την χρονική στιγμή t

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε παλινδρόμηση των αποδόσεων των τιμών των μετοχών με τις αποδόσεις του σταθμισμένου χρηματιστηριακού δείκτη. Έπειτα, παρατηρήθηκαν οι στατιστικές R² προκειμένου να εξεταστεί η σημαντικότητα του μοντέλου, το t-statistic για να ελεγχθεί η στατιστική σημαντικότητα, το risk free rate (ο σταθερός όρος).

Πριν μελετηθεί η ανάλυση των αποδόσεων είναι χρήσιμο να γίνει μία συνοπτική παρουσίαση των εταιρειών που επιλέχθηκαν. Χρήσιμες πληροφορίες γι αυτές και έργα που έχουν στο ενεργητικό τους, τις έχουν κατατάξει στις καλύτερες κατασκευαστικές της Ευρώπης και όχι άδικα. Γι αυτό το λόγο άλλωστε επιλέχθηκαν οι συγκεκριμένες εταιρείες να μελετηθούν πριν την οικονομική κρίση και μετά απ' αυτή. Ακολουθεί μία ιστορική αναδρομή των πέντε κατασκευαστικών εταιρειών που αναφέρθηκαν νωρίτερα.

Ελλάδα: Ελλάκτωρ

Ο Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ είναι ο μεγαλύτερος όμιλος υποδομών στην Ελλάδα κι ένας εκ των κορυφαίων στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, με διεθνή παρουσία και διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο δραστηριοτήτων που εστιάζει στους τομείς της κατασκευής, των παραχωρήσεων, του περιβάλλοντος, των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και της ανάπτυξης ακινήτων. Με δραστηριότητες σε 30 χώρες και σχεδόν 7.500 εργαζομένους και άμεσους συνεργάτες στην Ελλάδα και 5.500 στις δραστηριότητες στο εξωτερικό, ο Όμιλος καταγράφει κύκλο εργασιών €1,85 δισ. (2018).

Στα σημαντικότερα έργα που έχει αναλάβει περιλαμβάνονται:

- η γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου
- η Αττική Οδός
- το Ολυμπιακό Χωριό
- το Νέο Μουσείο Ακρόπολης
- το ΟΑΚΑ
- τους βιολογικούς καθαρισμούς Ψυττάλειας και Θεσσαλονίκης
- τον κυκλικό κόμβο Λεωφόρου Κηφισίας

Συνδυάζοντας τα 70 έτη εμπειρίας του με τις πλέον σύγχρονες τεχνολογίες, ο Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ δίνει ζωή σε έργα που συμβάλλουν στην ανάπτυξη και βελτιώνουν την ποιότητα της ζωής ανθρώπων σε όλο τον κόσμο. Είκοσι χρόνια μετά την τριπλή συγχώνευση της Ελληνικής Τεχνοδομικής, της ΑΚΤΩΡ και της ΤΕΒ, η οποία δημιούργησε την ΕΛΛΑΚΤΩΡ, ο Όμιλος, βασιζόμενος στις πλέον σύγχρονες αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, επαναπροσδιορίζεται, δίνει προτεραιότητα στη βελτίωση των λειτουργιών του, στην αναδιοργάνωση της κεφαλαιακής δομής και στην περαιτέρω αξιοποίηση συνεργειών, για να προσφέρει υψηλή προστιθέμενη αξία στους μετόχους, στους εργαζόμενους και στην ελληνική οικονομία. Ο Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ κατατάσσεται στην 83η θέση μεταξύ των 100 μεγαλύτερων κατασκευαστικών ομίλων παγκοσμίως (Global Powers of Construction 2018, Deloitte).

Ηνωμένο Βασίλειο: Taylor Wimpey

Η Taylor Wimpey plc (πρώην Taylor Woodrow plc) είναι μία από τις μεγαλύτερες βρετανικές εταιρείες οικοδόμησης κατοικιών. Είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου και αποτελεί συστατικό στοιχείο του δείκτη FTSE 100. Η επιχειρησιακή έδρα της στο Ηνωμένο Βασίλειο βρίσκεται στο High Wycombe .

Η εταιρεία δημιουργήθηκε από τη συγχώνευση των αντιπάλων Taylor Woodrow και George Wimpey στις 3 Ιουλίου 2007. Η Taylor Wimpey είναι ένας κατασκευαστής κατοικιών με επίκεντρο το Ηνωμένο Βασίλειο, ο οποίος έχει επίσης δραστηριότητες στην Ισπανία. Είναι ένας από τους μεγαλύτερους κατασκευαστές κατοικιών του Ηνωμένου Βασιλείου. Κάνουν πολύ περισσότερα από την οικοδόμηση σπιτιών - προσθέτουν κοινωνική, οικονομική και περιβαλλοντική αξία στις ευρύτερες κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιούνται. Είναι πρωτίστως μια τοπική επιχείρηση και ένας σημαντικός συντελεστής στις τοπικές κοινότητες.

Κατασκευάζουν ένα ευρύ φάσμα σπιτιών στο Ηνωμένο Βασίλειο, από διαμερίσματα έως σπίτια έξι υπνοδωματίων με τιμές που κυμαίνονται από κάτω από £ 70k έως πάνω από £ 3m. Ολοκλήρωσαν 14.822 νέες κατοικίες το 2018, εξαιρουμένων των κοινοπραξιών. Επιπλέον, χτίζουν οικονομικά προσιτή στέγαση σε ολόκληρο το Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο αντιπροσώπευε το 23% των συνολικά 2018 ολοκληρωμένων κατοικιών.

Γαλλία: Vinci

Η Vinci είναι γαλλική κατασκευαστική εταιρία, η μεγαλύτερη διεθνώς στον κλάδο της. Ιδρύθηκε το 1899 με την ονομασία Société Générale d'Enterprises (SGE),

το 2000 μετονομάστηκε σε Vinci. Απασχολεί πάνω από 179.000 άτομα και έχει τα περισσότερα έσοδα παγκοσμίως από κάθε άλλη κατασκευαστική εταιρεία. Στην Ελλάδα, μαζί με την θυγατρική της εταιρία Γέφυρα Α.Ε., κατασκεύασε την Γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου. Άλλα έργα της είναι το Κέντρο Ζωρζ Πομπιντού και το Σταντ ντε Φρανς.

Τα πρώτα μεγάλα έργα που κατασκεύασε ήταν το αποχετευτικό δίκτυο της Μασσαλίας, εργοστάσια παραγωγής ενέργειας και δίκτυα διανομής. Σήμερα, πέραν της κατασκευής μεγάλων έργων, δραστηριοποιείται στον τομέα των παραχωρήσεων (οδικά δίκτυα, parking, αεροδρόμια, γέφυρες κ.λπ.), στο χώρο του facilities management (διαχείριση έργων), στην ενέργεια και την πληροφορική με την κατασκευή υποδομών, βελτιστοποίηση συστημάτων, εξοπλισμό διανομής ηλεκτρικής ενέργειας και συστημάτων φωτεινών σηματοδοτών για εταιρείες και ΟΤΑ. Από τις δραστηριότητες αυτές συγκεντρώνει περίπου το 30% του κύκλου εργασιών της, ενώ ανάλογα έσοδα έχει και από τον τομέα των οδικών έργων στον οποίο εκτός της κατασκευής ασχολείται με τη συντήρηση, την εκμετάλλευση λατομείων και ανακύκλωσης των σχετικών υλικών, καθώς και με τη δημιουργία συστημάτων μείωσης του θορύβου.

Γερμανία: Bilfinger

Η Bilfinger είναι μια ισχυρή γερμανική εταιρεία που ιδρύθηκε το 1880, έχει την έδρα της στο Mannheim της Γερμανίας και σήμερα καλύπτει το 79% του κύκλου εργασιών της από το χώρο των κατασκευών με κύρια δραστηριοποίηση τον τομέα των υποδομών και των κτιριακών έργων. Τα υπόλοιπα έσοδα της εταιρείας προέρχονται από τον τομέα των υπηρεσιών (μονώσεις, ειδικές κατασκευές στη βιομηχανία, συντήρηση κτιριακών συγκροτημάτων, και facilities management στο χώρο του real estate), την ανάπτυξη και διαχείριση μεγάλης έκτασης ακινήτων, καθώς και από τον τομέα της επεξεργασίας υδάτων, υγρών αποβλήτων και απορριμμάτων.

Η Bilfinger είναι ο δείκτης Deutsche Börse SDAX, ο οποίος είναι ο κορυφαίος διεθνής πάροχος βιομηχανικών υπηρεσιών. Το χαρτοφυλάκιο καλύπτει ολόκληρη την αλυσίδα αξίας από τη διαβούλευση, τη μηχανική, την κατασκευή, τη συναρμολόγηση, τη συντήρηση, την επέκταση των εγκαταστάσεων καθώς και την ανακύκλωση και περιλαμβάνει επίσης περιβαλλοντικές τεχνολογίες και ψηφιακές εφαρμογές. Η Bilfinger, λόγω των πολυάριθμων εξαγορών και εκχωρήσεων, δεν είναι πλέον μια παραδοσιακή κατασκευαστική εταιρεία, αλλά ένας πάροχος υπηρεσιών για βιομηχανικές εγκαταστάσεις, σταθμούς ηλεκτροπαραγωγής και ακίνητα. Έτσι, κατά το οικονομικό έτος 2010, περίπου το 80% των εσόδων προήλθαν από υπηρεσίες και το υπόλοιπο 20% από τις κατασκευαστικές δραστηριότητες.

Μεγάλα έργα περιλάμβαναν τη γέφυρα Ludendorff στο Remagen που ολοκληρώθηκε το 1919, το Busch Memorial Stadium ολοκληρώθηκε το 1966, το Ολυμπιακό Στάδιο του Μονάχου ολοκληρώθηκε το 1972, η όπερα του Σίδνεϊ ολοκληρώθηκε το 1973, Ο Dresdner Bank Tower ολοκληρώθηκε το 1978, το φράγμα Oymarınar στην Τουρκία ολοκληρώθηκε το 1984, η εκροή Bang Na Expressway ολοκληρώθηκε το 2000, η γέφυρα Mý Thuậη στο Βιετνάμ ολοκληρώθηκε το 2000, Το κανάλι του Παναμά ολοκληρώθηκε το 2004, ολοκληρώθηκε η γέφυρα Svinesund μεταξύ Σουηδίας και Νορβηγίας το 2005, η επέκταση του κεντρικού νοσοκομείου του Gloucestershire ολοκληρώθηκε το 2005 και ολοκληρώθηκε το βόρειο τμήμα του σιδηροδρόμου μεγάλης ταχύτητας Νυρεμβέργη- 2006, η γέφυρα των GoldenEars κοντά στο Βανκούβερ στον Καναδά ολοκληρώθηκε το 2009, ολοκληρώθηκε το 2009 τα θεμέλια για το London Array , το Niederfinow Boat Lift στη Γερμανία ολοκληρώθηκε το 2014, Κάστρο Sonnenstein στην Πίρνα για το Α Το τετράγωνο 9 του ηλεκτροπαραγωγικού σταθμού του Μανχάιμ στη Γερμανία ολοκληρώθηκε το 2013, ολοκληρώθηκε το νέο δρομολόγιο του τραμ της Εδιμβούργου στη Σκωτία το 2014, το Βορρά - Η γειτονική γραμμή της Κολωνίας Stadtbahn στη Γερμανία ολοκληρώθηκε το 2015, το τμήμα Sedrun της σήραγγας βάσης Gotthard στην Ελβετία (μαζί με τους Frutiger AG , Implenia και Impresa Pizzarotti ως μέρος της κοινοπραξίας Transco) ολοκληρώθηκε το 2016 και το σταθμό Düsseldorf Stadtbahn από το σταθμό Düsseldorf-Bilk έως το σταθμό Wehrhahn του Ντίσελντορφ που ολοκληρώθηκε το 2016. Κατασκευή της υπόγειης σιδηροδρομικής γραμμής U5 μεταξύ της Αλεξάντερπλάτς και της Πύλης του Βρανδεμβούργου στο Βερολίνο (Γερμανία) που πρόκειται να ολοκληρωθεί το 2019. Η κατασκευή της υπόγειης σιδηροδρομικής γραμμής S21 μεταξύ του Hauptbahnhof του Βερολίνου και της κεντρικής γραμμής Βορρά-Νότου του Βερολίνου (Γερμανία) που πρόκειται να ολοκληρωθεί το 2024.

Σουηδία: Bygging Uddemann

Η παρακέντηση της Uddemann AB δημιουργήθηκε το 1980 με τη συγχώνευση των δύο σουηδικών εταιρειών AB Bygging και Uddemann Byggt teknik AB προκειμένου να αξιοποιηθούν οι μέγιστες δυναμικότητες από τις αμοιβαίες εμπειρίες. Η AB Bygging ιδρύθηκε το 1942 στη Στοκχόλμη της Σουηδίας και το 1944 η εταιρεία εφευρέθηκε τον υδραυλικό γρύλο ολίσθησης και ανέπτυξε την έννοια του κεντρικά ελεγχόμενου υδραυλικού ολισθητήρα. Μετά την ανάπτυξη στην εγχώρια αγορά, ο πρώτος εξοπλισμός ολίσθησης παραδόθηκε στο εξωτερικό το 1947. Η Uddemann Byggt teknik AB ιδρύθηκε το 1955 στη Στοκχόλμη. Κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας, ο

Uddemann αναγγέλθηκε στον κατασκευαστικό κλάδο για τον καλό σχεδιασμό και τον ποιοτικό εξοπλισμό για ειδικά σκαλωσιά και ξυλότυπους βαρέως τύπου. Ως εξέλιξη της δραστηριότητας, η Uddemann διέθεσε ολίσθηση και βαριά ανύψωση το 1965 με σχεδιασμό και τεχνική εξυπηρέτηση. Τέλος, το 1980, μετά από χρόνια έντονου ανταγωνισμού στην παγκόσμια αγορά, οι δύο εταιρείες συγχωνεύθηκαν στην Bygging-Uddemann AB και έκτοτε διατηρούσαν την ανεξαρτησία και την ακεραιότητά τους ως παγκόσμιος ηγέτης στον τομέα της ολίσθησης και της ανύψωσης.

Η Bygging-Uddemann είναι παγκόσμιος ηγέτης στην τεχνολογία ολίσθησης για την κατασκευή κατασκευών από σκυρόδεμα. Τα τελευταία 60 χρόνια έχουν δημιουργήσει έργα υψηλού προφίλ σε περισσότερες από 100 χώρες. Είναι επίσης ηγέτες στην κατασκευή δεξαμενών χάλυβα, την υδραυλική ανύψωση και τη μεταφορά βαρέων φορτίων. Με έδρα τη Σουηδία, η Bygging-Uddemann έχει συνδεδεμένες εταιρείες και συνεργάτες σε όλο τον κόσμο. Έχουν αναπτύξει συστήματα, μεθόδους και εξοπλισμό για πελάτες σε όλο τον κόσμο. Η Bygging-Uddemann έχει εκπροσώπους και τοπικά γραφεία σε περισσότερες από 20 χώρες και κάποια από τα πιο σημαντικά έργα της είναι:

- Γέφυρα του Βόσπορου – Κωνσταντινούπολη
- Multicell Silo - Μάλμο, Σουηδία
- Solar Tower - Σεβίλλη, Ισπανία
- Al Kharj Water Tower - Al Kharj, Σαουδική Αραβία
- CN Tower - Τορόντο του Καναδά
- Πύργοι νερού - Κουβέιτ
- Kaknästornet - Στοκχόλμη, Σουηδία
- Ο πύργος Skylon Niagara – Οντάριο, Καναδάς

Οι οικονομικοί πόροι καθώς και η τεχνική ικανότητα επιτρέπουν να συμμετέχουν ως προμηθευτής ή υπεργολάβος σε οποιοδήποτε έργο. Η εταιρεία έχει πολυετή εμπειρία συνεργασίας με εταιρίες κατασκευής έργων και σχεδιασμού, εργολάβους και κατασκευαστές χάλυβα, καθώς και με τα υπουργεία οικοδομών και άλλες δημόσιες αρχές κατασκευής. Η Bygging-Uddemann AB είναι η μητέρα της σχεδόν όλης της σύγχρονης τεχνολογίας ολίσθησης που υπάρχει σήμερα και εταιρείες σε περίπου 30 χώρες εργάζονται υπό την άδεια της Bygging-Uddemann για την ολίσθηση και τη βαριά τεχνολογία ανύψωσης / μεταφοράς.

4.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Σε αυτή την ενότητα θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της ανάλυσης. Συγκεκριμένα, πήραμε τις τιμές των μέτοχων που προαναφέρθηκαν για την χρονιά

2006 πριν την κρίση και για το 2010, μετά την κρίση. Οι τιμές μετατράπηκαν σε αποδόσεις και προχώρησα σε παλινδρόμηση των αποδόσεων των τιμών των μέτοχων με τις αποδόσεις του σταθμισμένου χρηματιστηριακού δείκτη. Στην συνέχεια ελέγχθηκαν οι στατιστικές R^2 για τη σημαντικότητα του μοντέλου, η t statistic για το αν είναι στατιστικά σημαντικό, το risk free rate (δλδ ο σταθερός όρος) και ο κίνδυνος (δλδ ο συντελεστής βήτα). Επίσης παρατηρήθηκε και το τυπικό σφάλμα.

Ελλάδα

α) Για το έτος 2006:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2006 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{CEFB} = 0.002 + 0.016 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(1.41) (0.97) - t_{values}

Είναι πρόπον να τονιστεί ότι το R^2 της παραπάνω παλινδρόμησης είναι πολύ μικρό (0,0036) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (258) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Επιπρόσθετα, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{\text{statistics}}$) το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2.

Για το έτος 2006 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,060674207
R Τετράγωνο	0,003681359
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,00021051
Τυπικό σφάλμα	0,023483257
Μέγεθος δείγματος	258

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την α	0,002074056	0,001467	1,414015	0,158572	-0,000814446	0,004962557	-0,00081445	0,004962557
Μεταβλητή Χ 1	0,016136991	0,016592	0,972579	0,331681	-0,016537115	0,048811097	-0,01653711	0,048811097

β) Για το έτος 2010:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2010 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{\text{CEFB}} = -0.002 + 0.103 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(-1.54) (0.66) - t_{values}

Επίσης και για το έτος 2010 το R^2 της παλινδρόμησης είναι πολύ μικρό (0,0017) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (252) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{\text{statistics}}$) το χαρακτηρίζει και εδώ ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2. Τέλος παρατηρείται το αρνητικό πρόσημο στο σταθερό όρο (-0.002) , γεγονός που κάνει το υπόδειγμα να μη θεωρείται χρήσιμο ως προς τα συμπεράσματά του.

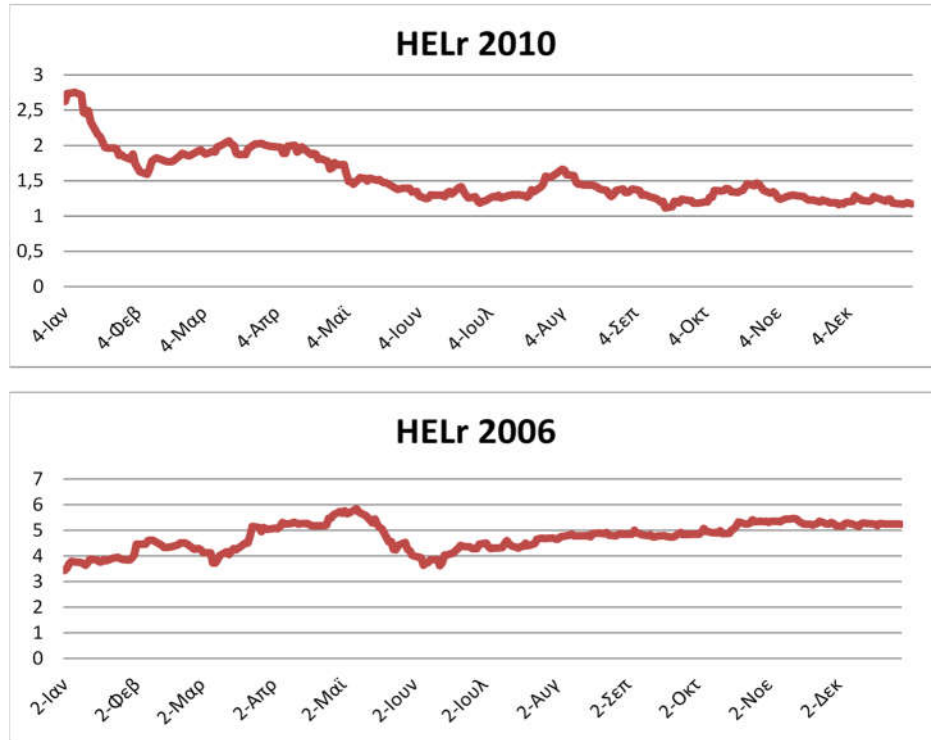
Για το έτος 2010 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,042040936
R Τετράγωνο	0,00176744
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,00222549
Τυπικό σφάλμα	0,028914783
Μέγεθος δείγματος	252

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	-0,002819855	0,0018225	-1,54724	0,12307	-0,006409274	0,00076956	-0,006409	0,000769564
Μεταβλητή Χ 1	0,103889525	0,1561512	0,665314	0,506463	-0,203649955	0,41142901	-0,20365	0,411429006

Ακολουθεί παρουσίαση διαγραμμάτων (Διάγραμμα 4.1) με την πορεία της μετοχής Ελλάκτωρ τα έτη 2006 και 2010.

Ελλάδα: Ελλάκτωρ



Διάγραμμα 4.1
Παρουσίαση Μετοχής Ελλάκτωρ για τα έτη 2006 και 2010

Ηνωμένο Βασίλειο

α) Για το έτος 2006:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2006 για την εταιρεία που έχει επιλεχθεί είναι:

$$\hat{R}_{CEFB} = 0.003 - 0.628 * (R_{market} - R_{free})$$

(0.82) (-0.81) - t_{values}

Το R^2 και εδώ είναι πολύ μικρό (0,0012) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος αρκετά μικρό (55) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Επιπρόσθετα, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{statistics}$) το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 και επίσης ο συντελεστής

beta (-0.628) εμφανίζεται με αρνητικό πρόσημο που υποδηλώνει τη μη χρησιμότητά του στην εξαγωγή συμπερασμάτων.

Για το 2006 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,111664342
R Τετράγωνο	0,012468925
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,006163736
Τυπικό σφάλμα	0,03395716
Μέγεθος δείγματος	55

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,003889445	0,004691	0,829171	0,410726	-0,00551903	0,01329792	-0,005519	0,01329792
Μεταβλητή X 1	-0,628026474	0,767717	-0,81804	0,416994	-2,167870824	0,91181788	-2,1678708	0,91181788

β) Για το έτος 2010:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2010 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{\text{CEFB}} = -0.002 - 1.627 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(-0.29) (-1.53) - t_{values}

Όπως και στο έτος 2006 έτσι και για το έτος 2010 το R² της παλινδρόμησης είναι και εδώ μικρό (0,044) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (52) που είναι ακόμα πιο μικρό, δε βοηθάει στην ερμηνεία. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος (t_{statistics}) το χαρακτηρίζει και εδώ ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 και με αρνητικό πρόσημο. Τέλος παρατηρείται το αρνητικό πρόσημο στο σταθερό όρο (-0.002) και στο συντελεστή beta (-1.627), γεγονός που κάνει το υπόδειγμα να μη θεωρείται χρήσιμο ως προς τα συμπεράσματά του.

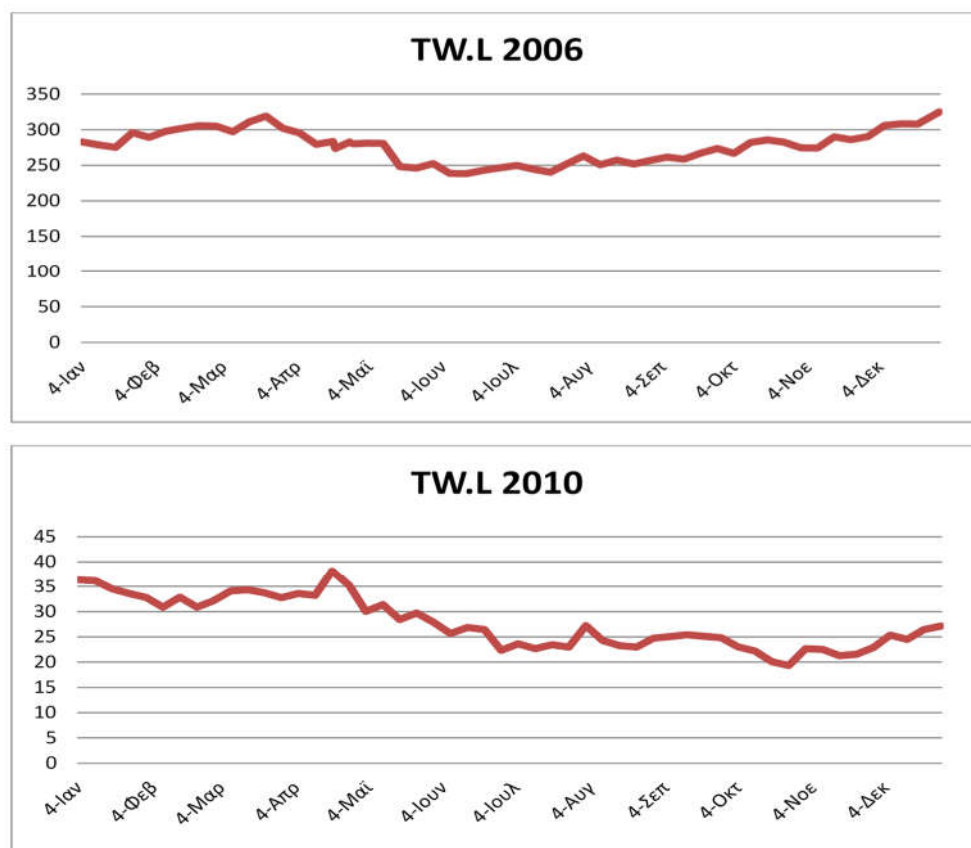
Για το 2010 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,211784004
R Τετράγωνο	0,044852464
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,025749514
Τυπικό σφάλμα	0,069743008
Μέγεθος δείγματος	52

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	-0,00282795	0,009673	-0,29236	0,771221	-0,022256408	0,0166005	-0,0222564	0,016600498
Μεταβλητή X 1	-1,627514	1,06214	-1,5323	0,131753	-3,760885178	0,50585718	-3,7608852	0,505857178

Ακολουθεί παρουσίαση διαγραμμάτων (Διάγραμμα 4.2) με την πορεία της μετοχής Taylor Wimpey τα έτη 2006 και 2010.

Ηνωμένο Βασίλειο: Taylor Wimpey



Διάγραμμα 4.2
Παρουσίαση Μετοχής Taylor Wimpey για τα έτη 2006 και 2010

Γαλλία

α) Για το έτος 2006:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2006 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{\text{CEFB}} = 0.001 + 0.002 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(1.63) (0.27) - t_{values}

Το R^2 εδώ είναι ακόμα πιο μικρό (0.0002), γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει πάρα πολύ μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος δεν είναι αρκετό (255). Επιπρόσθετα, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{\text{statistics}}$) το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 παρ' όλο που η πρώτη τιμή στατιστικού ελέγχου είναι αρκετά κοντά στο 2.

Για το έτος 2006 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,017243858
R Τετράγωνο	0,000297351
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,00365404
Τυπικό σφάλμα	0,015467191
Μέγεθος δείγματος	255

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,001585229	0,000972	1,631187	0,104095	-0,000328669	0,003499128	-0,0003287	0,00349913
Μεταβλητή X 1	0,002998136	0,010929	0,274321	0,784062	-0,018525845	0,024522116	-0,0185258	0,02452212

β) Για το έτος 2010:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2010 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{\text{CEFB}} = 0.0004 - 0.0007 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(0.43) (-0.04) - t_{values}

Όπως και στο έτος 2006 έτσι και για το έτος 2010 το R^2 της παλινδρόμησης είναι και εδώ υπερβολικά μικρό (0,000007) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή πάρα πολύ μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (257) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{statistics}$) το χαρακτηρίζει και εδώ ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 και με αρνητικό πρόσημο στη δεύτερη. Τέλος παρατηρείται το αρνητικό πρόσημο στο συντελεστή beta (-0.0007), γεγονός που κάνει το υπόδειγμα να μη θεωρείται χρήσιμο ως προς τα συμπεράσματά του.

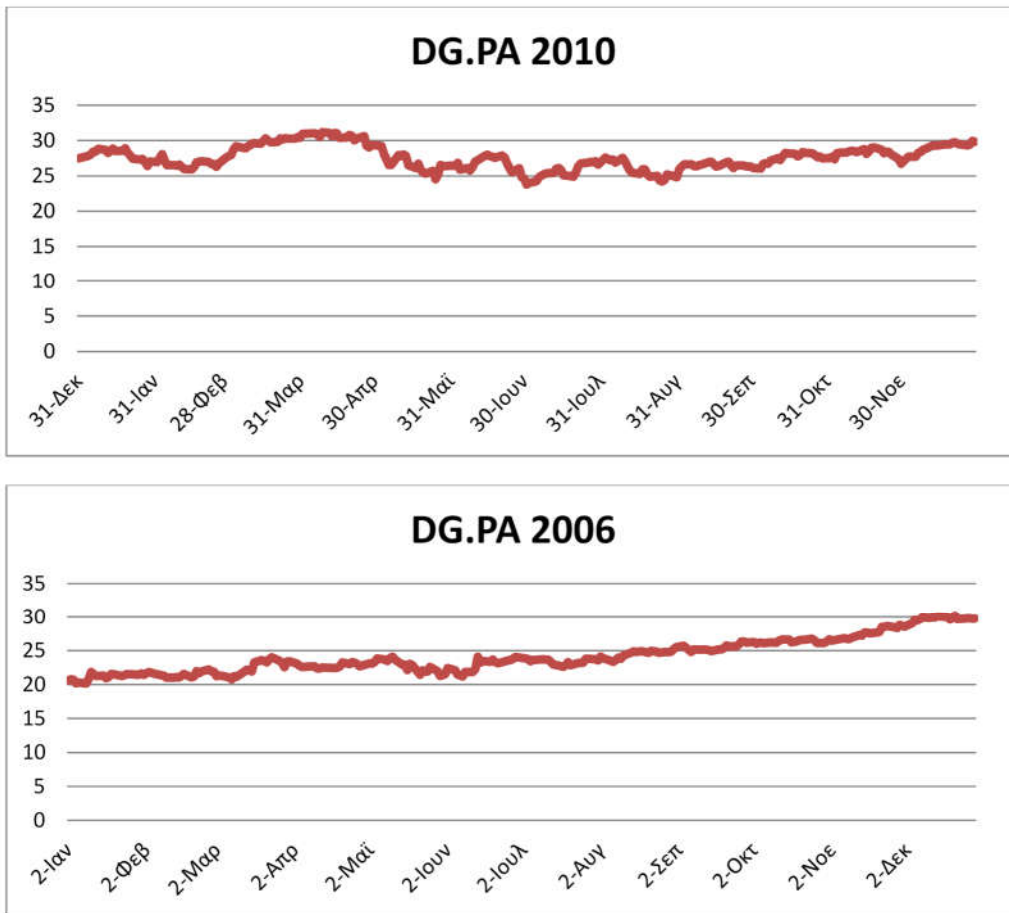
Για το έτος 2010 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,002777949
R Τετράγωνο	7,717E-06
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,00391382
Τυπικό σφάλμα	0,016336415
Μέγεθος δείγματος	257

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,000448589	0,001021	0,439522	0,660656	-0,001561348	0,00245853	-0,0015613	0,00245853
Μεταβλητή X 1	-0,00071362	0,016087	-0,04436	0,964652	-0,032393472	0,03096624	-0,0323935	0,03096624

Ακολουθεί παρουσίαση διαγραμμάτων (Διάγραμμα 4.3) με την πορεία της μετοχής Vinci τα έτη 2006 και 2010.

Γαλλία: Vinci



Διάγραμμα 4.3
Παρουσίαση Μετοχής Vinci για τα έτη 2006 και 2010

Γερμανία

α) Για το έτος 2006:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2006 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{\text{CEFB}} = 0.0012 + 0.135 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(1.007) (0.084) - t_{values}

Για το έτος 2006 στην παραπάνω παλινδρόμηση το R² και εδώ είναι πολύ μικρό (0.002) , γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα

και το μέγεθος του δείγματος (255) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Επιπρόσθετα, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{statistics}$) το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2. Σε όλες τις τιμές παρατηρείται θετικό πρόσημο.

Για το έτος 2006 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,05331283
R Τετράγωνο	0,00284226
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,00109908
Τυπικό σφάλμα	0,01993664
Μέγεθος δείγματος	255

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,00125984	0,00125	1,00753644	0,31464	-0,001202709	0,003722387	-0,001202709	0,003722387
Μεταβλητή Χ 1	0,1353792	0,15942	0,84920022	0,396573	-0,178579425	0,449337816	-0,178579425	0,449337816

β) Για το έτος 2010:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2010 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{CEFB} = 0.0008 + 0.4492 * (R_{market} - R_{free})$$

$$(0.64) \quad (4.06) - t_{values}$$

Όπως και στο έτος 2006 έτσι και για το έτος 2010 το R^2 της παλινδρόμησης είναι και εδώ μικρό (0.06), μεγαλύτερο βέβαια κατά λίγο, γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (254) δεν είναι αρκετό στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{statistics}$) το χαρακτηρίζει και ως στατιστικά μη σημαντικό (μικρότερο του 2), όχι όμως για το σταθερό όρο (4.06). Τέλος παρατηρείται ότι ο συντελεστής beta είναι αρκετά σημαντικός στατιστικά.

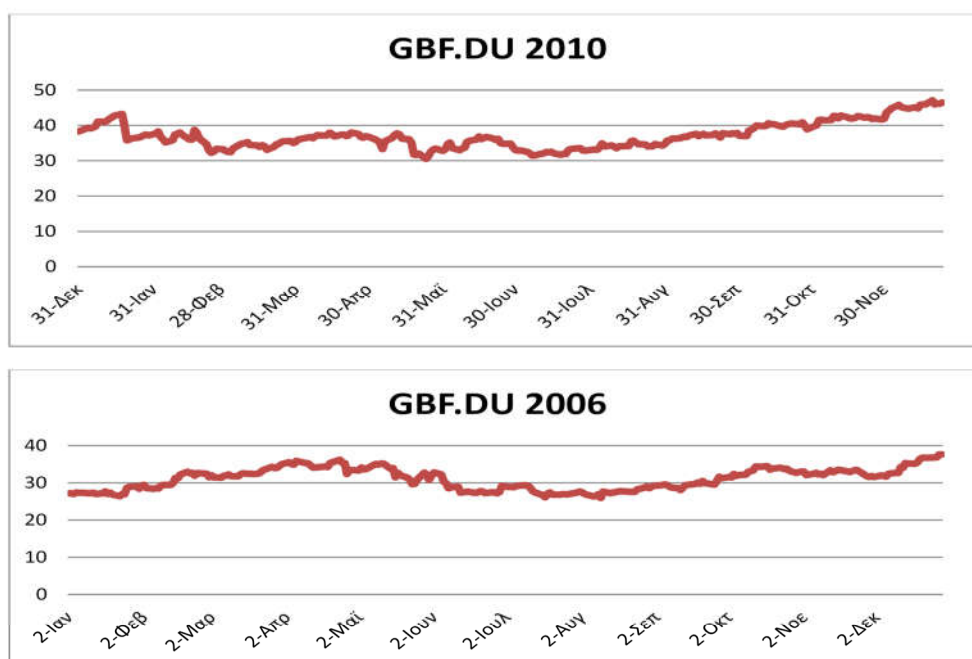
Για το έτος 2010 λήφθηκαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,24828764
R Τετράγωνο	0,06164675
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,05792313
Τυπικό σφάλμα	0,02049754
Μέγεθος δείγματος	254

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,0008346	0,001287	0,64862495	0,517171	-0,001699498	0,0033687	-0,0016995	0,0033687
Μεταβλητή Χ 1	0,44921147	0,110402	4,06885481	6,32E-05	0,231782447	0,66664048	0,23178245	0,66664048

Ακολουθεί παρουσίαση διαγραμμάτων (Διάγραμμα 4.3) με την πορεία της μετοχής Bilfinger τα έτη 2006 και 2010.

Γερμανία: Bilfinger



Διάγραμμα 4.4
Παρουσίαση Μετοχής Bilfinger για τα έτη 2006 και 2010

Σουηδία

α) Για το έτος 2006:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2006 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{CEFB} = -0.0019 - 0.0014 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(-0.48) (-0.03) - t_{values}

Στην παραπάνω παλινδρόμηση το R^2 είναι πολύ μικρό και με αρνητικό πρόσημο (-0.0038), γεγονός που υποδηλώνει ότι το υπόδειγμα έχει πάρα πολύ μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος δεν είναι αρκετό (260) παρ' όλο που είναι η μεγαλύτερη τιμή δείγματος απ' όλες τις μελετηθείσες μετοχές. Επιπρόσθετα, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{\text{statistics}}$) το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 και με αρνητικό πρόσημο. Αρνητικό πρόσημο παρατηρείται και στους συντελεστές (-0.0019) και (-0.0014), γεγονός που καθιστά το υπόδειγμα ασήμαντο για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Για το έτος 2006 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,002463357
R Τετράγωνο	6,06813E-06
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	-0,003869877
Τυπικό σφάλμα	0,063929679
Μέγεθος δείγματος	260

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	-0,001950323	0,003985	-0,48938	0,624989	-0,009798177	0,005897532	-0,009798	0,00589753
Μεταβλητή Χ 1	-0,001464023	0,037001	-0,03957	0,968469	-0,074325772	0,071397725	-0,074326	0,07139772

β) Για το έτος 2010:

Το CAPM μοντέλο του έτους 2010 για την εταιρεία που έχει επιλεγθεί είναι:

$$\hat{R}_{CEFB} = -0.002 + 0.021 * (R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$$

(-2.11) (1.05) - t_{values}

Όπως και στο έτος 2006 έτσι και για το έτος 2010 το R^2 της παλινδρόμησης είναι και εδώ υπερβολικά μικρό (0,0043) όχι όμως αρνητικό, βέβαια και εδώ το υπόδειγμα έχει πολύ μικρή ερμηνευτική ικανότητα και το μέγεθος του δείγματος (258) δε βοηθάει στην ερμηνεία. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος ($t_{statistics}$) το χαρακτηρίζει και εδώ ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς όπως φαίνεται και στις παρενθέσεις οι τιμές είναι μικρότερες του 2 και με αρνητικό πρόσημο στην πρώτη. Τέλος παρατηρείται το θετικό πρόσημο στο συντελεστή beta (+0.021), γεγονός που κάνει το υπόδειγμα να θεωρείται χρήσιμο ως προς τα συμπεράσματά του.

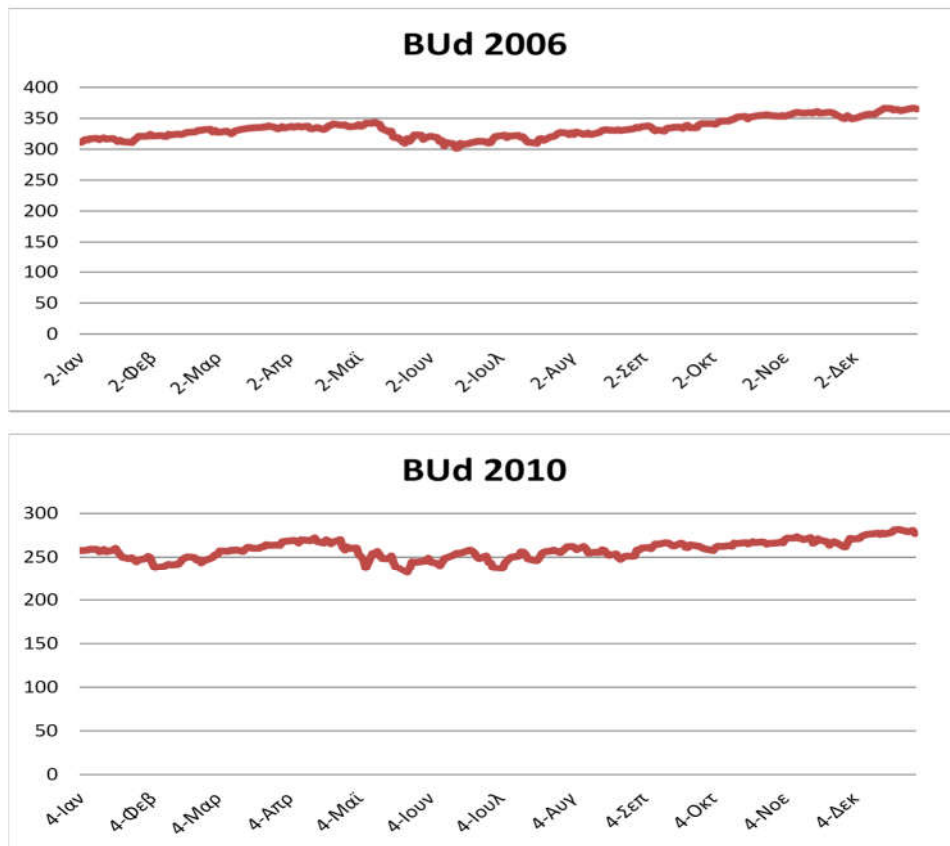
Για το έτος 2010 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>	
Πολλαπλό R	0,06576057
R Τετράγωνο	0,004324453
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,000435095
Τυπικό σφάλμα	0,020786253
Μέγεθος δείγματος	258

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95.0%	Υψηλότερο 95.0%
Τεταγμένη επί την αρχή	-0,002746536	0,0012961	-2,119062	0,035048	-0,00529893	-0,00019414	-0,0052989	-0,00019414
Μεταβλητή X 1	0,02158303	0,0204685	1,0544515	0,29267	-0,018725031	0,06189109	-0,018725	0,06189109

Ακολουθεί παρουσίαση διαγραμμάτων (Διάγραμμα 4.4) με την πορεία της μετοχής Bygging Uddemann τα έτη 2006 και 2010.

Σουηδία: Bygging Uddemann



Διάγραμμα 4.4
Παρουσίαση Μετοχής Bygging Uddemann για τα έτη 2006 και 2010

Συμπερασματικά, παρατηρείται σε όλα τα δεδομένα το R^2 να παρουσιάζει αρκετά μικρή τιμή, γεγονός που ερμηνεύεται ως μικρής ερμηνευτικής ικανότητας υπόδειγμα και το μέγεθος του δείγματος είναι μικρό ώστε να βοηθήσει στην ερμηνεία. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος το χαρακτηρίζει ως στατιστικά μη σημαντικό, καθώς και ο συντελεστής beta αφού και οι δύο είναι μικρότεροι του 2. Επίσης το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή beta υποδηλώνει την αρνητική συσχέτιση που υπάρχει.

Με την επιλογή του έτους του 2006, η εργασία εστιάζει στο να αποδοθεί η εικόνα των παραπάνω χωρών και των οικονομιών τους πριν ξεκινήσει η οικονομική κρίση και το ντόμινο αρνητικών εξελίξεων που αυτή έφερε, ενώ με την επιλογή του 2010, επιχειρήθηκε να εξεταστεί η αντίστοιχη εικόνα μετά τα πρώτα βαριά «κύματα» επιπτώσεων. Επιπρόσθετα, στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι επιχειρήθηκε η ανάλυσή της εργασίας να βασιστεί στο μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), του οποίου η εφαρμογή μπορεί να θεωρηθεί ότι δεν κρίθηκε με απόλυτη

στατιστική επιτυχία. Ένα άλλο βασικό στοιχείο είναι πως η πλειονότητα των τιμών t -statistic δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα. Επομένως, μπορεί να ειπωθεί πως το CAPM δεν μπορεί να εφαρμοστεί στην περίπτωση της συγκεκριμένης ανάλυσης, καθώς δεν μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα. Αυτό μπορεί να συμβαίνει διότι ενδεχομένως να χρειάζονται στην εφαρμογή του μοντέλου άλλα στοιχεία από τα ημερήσια που έχουν ληφθεί υπ' όψιν.

Παράλληλα, δεν πρέπει να αμελείται πως μία από τις βασικές υποθέσεις του συγκεκριμένου μοντέλου είναι ότι στον συντελεστή beta θεωρείται πως υπάρχει σταθερά και διαχρονικά η σχέση της συνδιακύμανσης με τη διακύμανση του χρηματιστηριακού δείκτη, κάτι το οποίο στο επίπεδο της πραγματικής οικονομίας είναι πολύ δύσκολο να υπάρξει. Ωστόσο, παρά την δύσκολη στατιστική εικόνα που υπάρχει δύνανται να προκύψουν σημαντικά συμπεράσματα από την εικόνα των μετοχών και την πορεία της απόδοσής τους καθώς και της τιμής κλεισίματός τους. Σύμφωνα με την εικόνα των διαγραμμάτων, διαφαίνεται ξεκάθαρα η διαφορά των πιο ισχυρών οικονομιών έναντι των υπολοίπων χωρών. Τέλος, αξιολογήθηκε πως η Billfiger (Γερμανία) και η Vinci (Γαλλία) κατάφεραν να κρατήσουν όσο το δυνατότερο πιο σταθερές τις επιδόσεις τους.

4.4 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό επιχειρήθηκε να πραγματοποιηθεί η ανάλυση των μετοχών των εταιρειών που είναι υπό εξέταση. Αρχικά, έλαβε χώρα η συνοπτική παρουσίαση των εταιρειών καθώς και τα έργα τους για τα οποία είναι γνωστές. Παρουσιάστηκαν διαγράμματα για τα έτη 2006 και 2010 με τις διακυμάνσεις των δεικτών, όπως επίσης και ο τρόπος που έγινε ο υπολογισμός της απόδοσής τους. Στη συνέχεια, παρουσιάστηκαν τόσο τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της κάθε μετοχής για τα έτη 2006 και 2010, . Κλείνοντας παρουσιάστηκαν τα συμπεράσματα της μελέτης των μετοχών και το ολιστικό συμπέρασμα της παρούσας εργασίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Αγιακλόγλου Ν. Χ., Οικονόμου Σ. Γ., (2004). Μέθοδοι προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα
- Βέττας, Ν., (2015), Η σημασία ανάπτυξης, τα εμπόδια και το μέλλον του κλάδου των κατασκευών, IOBE.
- Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.
- Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1999). Χρηματιστήριο Αξιών, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.
- Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.
- Γαλιάτσος Κ., (1994), Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα
- Θερίου, Ν. και Σπυρίδης, Θ., (2005), Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM) και η Υπόθεση Αποτελεσματικότητας της Αγοράς - Πρακτικά 18ου Πανελληνίου Συνεδρίου Στατιστικής, σ. 149-188, Ελληνικό Στατιστικό Ινστιτούτο
- Κιόχος, Π. Α., Παπανικολάου Γ. Δ., Κιόχος Α. Π., (2001) Χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων Αθηνών. Διεθνή χρηματιστήρια, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα
- Κοσκοσάς, Β. Ι. (2012), Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Αγορές – Τράπεζες και Προϊόντα, Εκδόσεις Σάκκουλας Α.Ε., Αθήνα.
- Παπαϊωάννου, Φ.Δ. (2002). Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές, Ιδιωτική Έκδοση.
- Ρήγας, Γ., Ρήγας, Ν., και Γολέμης, Π. (2008). Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Αγορές, σ. 166-181
- Σιαφάκας, Γ. Α. (1996). Τί είναι χρηματιστήριο αξιών, τί πρέπει να γνωρίζουμε, Εκδόσεις Κ. & Π. Σπίλιας, Α.Ε.Β.Ε, Αθήνα.
- Φίλιππας, Δ. Ν. (1999), Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα.

Ξένη

- Berk J., (1997), Necessary conditions for the CAPM, Journal of Economic Theory, 73, p.245-257.
- Bhandari L., (1988), Debt/Equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence, Journal of Finance, 43, p.507-528.
- Black F., (1993), Beta and return, Journal of Portfolio Management, 20, p.8-18.
- Black F., (1972), Capital market equilibrium with restricted borrowing, Journal of Business, 45, p.444-455.
- Black F., Jensen M., Scholes M., (1972), The capital asset pricing model: some empirical tests, Studies in the theory of capital markets, Praeger.
- Deloitte, (2018). GPoC 2017 Global powers of construction, Madrid.
- Journal of Financial Economics, 33(1), pp.3-56.
- Political Economy, 81(3), pp.607-636.
- Ferguson, N. (2011), Η Εξέλιξη του Χρήματος- Μία Οικονομική Ιστορία του Κόσμου, Εκδόσεις Αλεξάνδρεια, Αθήνα.
- Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange 2008-2010, American Journal of Economics, Finance and Management Vol. 1, No. 3, 2015, pp. 184-189
- Markowitz, H., (1952). Portfolio Selection. Journal of Finance, 7(1), pp.77–91.
- Markowitz, H., (1959). Portfolio selection: efficient diversification of investments. Basil Blackwall, New York.

Διαδίκτυο

- <https://finance.yahoo.com/quote/EGL.LS/history?p=EGL.LS&.tsrc=fin-srch>
- <https://finance.yahoo.com/quote/AST.MI/history?p=AST.MI&.tsrc=fin-srch>
- <https://finance.yahoo.com/quote/DG.PA/history?p=DG.PA&.tsrc=fin-srch>
- <https://finance.yahoo.com/quote/B5A.BE/history?p=B5A.BE&.tsrc=fin-srch>

- <https://www.investopedia.com/articles/06/capm.asp>
- <https://www.fxcm.com/gr/indices/>
- <https://capital.com/el/chrematisteriakos-deiktes-orismos>
- <https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%92%CE%B9%CE%BA%CE%B9%CF%80%CE%B1%CE%AF%CE%B4%CE%B5%CE%B9%CE%B1:%CE%91%CE%B3%CE%BF%CF%81%CE%AC>
- <https://www.euretirio.com/agora/>
- <https://www.euretirio.com/apotelesmatiki-agora/>
- <https://www.bankofgreece.gr/>
- <https://capital.com/el/chrematisterio-orismos>
- <https://www.euro2day.gr/news/economy/article/1686142/iove-agkathia-sthn-anakampsh-toykataskeyastikoy-k.html>
- <https://www.investopedia.com/terms/b/berlin-stock-exchange-ber-.b.asp>
- <http://germanstockexchange.com/>
- <https://www.investopedia.com/terms/d/dax.asp>
- <https://www.in.gr/2019/01/19/economy/diethnis-oikonomia/germania-alli-opsi-toukataskeyastikou-mpoum/>
- https://www.economistas.gr/epiheiriseis/12623_ellines-kataskeyastes-brikan-katafygio-stingermania
- <http://www.bankingnews.gr/index.php?id=418083>
- <http://www.bankingnews.gr/index.php?id=423624>
- <https://www.businessnews.gr/el/kosmos/deloitte-anakamptei-o-kataskeyastikos-klados-stineyropi.html>
- <https://www.euro2day.gr/news/economy/article/1696533/elstat.html>
- <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- <https://www.myaccountingcourse.com/accounting-dictionary/diversified-portfolio>
- <https://www.investopedia.com/terms/m/modernportfoliotheory.asp>
- <https://ift.world/booklets/2-2-capital-market-line/>