



Πανεπιστήμιο Πειραιώς  
Τμήμα Ψηφιακών Συστημάτων  
ΠΜΣ Τεχνοοικονομική Διοίκηση και Ασφάλεια Ψηφιακών Συστημάτων  
**Κατεύθυνση**  
**Τεχνοοικονομική Διοίκηση Ψηφιακών Συστημάτων**

«Συγκριτική μελέτη για τις επιδόσεις των εισηγμένων Οικογενειακών εταιριών στο Χ.Α.Α. με τις μη-οικογενειακές εταιρίες»

**ΕΚΠΟΝΗΤΗΣ**  
**Βενέτης Χ. Γεώργιος**  
ΑΜ: ΜΤΕ1233

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**  
**Αρτίκης Π. Γεώργιος**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ**  
**ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2014**



«Συγκριτική μελέτη για τις επιδόσεις των εισηγμένων Οικογενειακών εταιριών στο Χ.Α.Α. με τις μη-οικογενειακές εταιρίες»

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ  
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2014**



## Ευχαριστίες

Δεν ξέρουμε πραγματικά, αν η διπλωματική εργασία παρουσιάζει την τελική εικόνα της αντίληψης ενός μεταπτυχιακού σπουδαστή, είναι σίγουρα όμως μία από τις λίγες ευκαιρίες που του δίνονται για να ασχοληθεί με την ευρεία έννοια, με κάποιο θέμα, το οποίο δεν του προσφέρεται σαν δεδομένο.

Η διπλωματική αυτή εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο της υποχρέωσης μου, ως φοιτητή του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στην Τεχνοοικονομική Διοίκηση Ψηφιακών Συστημάτων, του τμήματος Ψηφιακών Συστημάτων, στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών.

Οφείλω να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Γεώργιο Αρτίκη για την αμέριστη υποστήριξή του και την εμπιστοσύνη που μου έδειξε κατά τη συγγραφή της παρούσας εργασίας καθώς και τον κ. Παναγιώτη Αρτίκη για την πολύτιμη την βοήθειά του καθ' όλη την διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Βενέτης Γεώργιος

# Περιεχόμενα

<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>3</b>
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ .....	6
1.2 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ .....	6
<b>2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	<b>7</b>
2.1 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	7
2.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ.....	9
2.3 ΆΛΛΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ.....	16
2.4 ΚΥΡΙΟΣ ΙΔΙΟΚΤΗΤΗΣ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ .....	17
2.5 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	17
<b>3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b> .....	<b>19</b>
3.1 ICB CLASSIFICATION STRUCTURE .....	22
<b>4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ</b> .....	<b>28</b>
4.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	28
4.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΔΕΙΚΤΗ .....	30
4.3 ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ VS ΜΗ-ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ .....	66
<b>5 .ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>72</b>
<b>6.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>76</b>
<b>7.ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	<b>81</b>
7.1 Παράρτημα 1 – Εισηγμένες Εταιρίες .....	81
7.2 Παράρτημα 2 – Εταιρίες Δείγματος.....	88
7.3 Παράρτημα 3 – Εταιρίες εκτός Δείγματος .....	93
7.4 Παράρτημα 4 – Ταξινόμηση εταιριών του Δείγματος με βάση το ICB Classification.....	95
7.5 Παράρτημα 5 – Ταξινόμηση εταιριών του Δείγματος με βάση το ιδιοκτησιακό και διαχειριστικό καθεστώς.....	103



## 1. Εισαγωγή

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις θεωρούνται παγκοσμίως ότι είναι η σπονδυλική στήλη της οικονομίας. Εκτός από το μεγάλο τους αριθμό, συμβάλλουν σε μεγάλο βαθμό στο Εθνικό Προϊόν κάθε χώρας και απασχολούν ένα σημαντικό ποσοστό των εργαζομένων. Στις περισσότερες δυτικές οικονομίες οι οικογενειακές επιχειρήσεις ξεπερνούν το 80% του συνόλου των επιχειρήσεων, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 60%. Εκτιμάται ότι παράγουν περισσότερο από το 40% του εκάστοτε Εθνικού Προϊόντος και απασχολούν περισσότερο από το 35% των εργαζομένων. Αν και θεωρούνται η παλαιότερη οργανωμένη μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας, δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός ορισμός γι' αυτές. Οι διάφοροι ορισμοί που χρησιμοποιούνται εστιάζουν σε ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά τους για να τις διαχωρίσουν από τις υπόλοιπες, όπως για παράδειγμα η ιδιοκτησία, η διοίκηση και η διαδοχή της επιχείρησης.

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και μπορούν να έχουν οποιαδήποτε νομική μορφή. Ορίζονται ανεξάρτητα από το μέγεθός τους (οι περισσότερες είναι πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις) με την προϋπόθεση η ιδιοκτησία και η διοίκηση της επιχείρησης, κυρίως να ανήκουν και να ασκούνται από τα μέλη μιας οικογένειας.

Η οικογενειακή επιχείρηση, ανάλογα με τον τρόπο που διαχειρίζεται την αλληλοκάλυψη των κοινωνικών συστημάτων που συνυπάρχουν (οικογένεια, ιδιοκτησιακό καθεστώς και επιχείρηση) υπερτερεί και μειονεκτεί σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς και η διοίκηση είναι κοινές συνισταμένες σε όλες τις επιχειρήσεις. Το στοιχείο «οικογένεια» παρουσιάζεται μόνο στις οικογενειακές επιχειρήσεις και είναι αυτό που τις διαφοροποιεί από άλλες μη οικογενειακές επιχειρήσεις, αφού προστίθεται στον επιχειρηματικό και ο συναισθηματικός παράγοντας.

Μέσα από αυτό το μοντέλο διαφαίνεται ότι ο παράγοντας «οικογένεια» είναι αρκετά σημαντικός και σε πολλές περιπτώσεις διεισδύει και επηρεάζει τόσο την διοίκηση της επιχείρησης όσο και το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Το στοιχείο της οικογένειας έχει τη δυναμική να δημιουργήσει προστριβές, προκλήσεις αλλά και ευκαιρίες.

Οι πιο επιτυχημένες οικογενειακές επιχειρήσεις είναι αυτές που καταφέρνουν μια καλή ισορροπία ανάμεσα στα τρία αυτά στοιχεία. Δημιουργούν σχέσεις και συνθήκες αλληλοϋποστήριξης, ανταλλάσσουν εμπειρίες και απόψεις και επικοινωνούν γρήγορα και αποτελεσματικά, για τη λήψη ορθών αποφάσεων, κάτι



που προσδίδει βεβαιότητα στις κινήσεις και σιγουριά για το μέλλον της επιχείρησης.

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν ειδικά προβλήματα και οι κίνδυνοι που διαχειρίζονται είναι διαφοροποιημένοι από αυτούς που διαχειρίζονται οι μη οικογενειακές. Ταυτόχρονα όμως, έχουν και μοναδικά ποιοτικά χαρακτηριστικά που μπορούν να τις βοηθήσουν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα αυτά και να διαχειριστούν αποτελεσματικά τους ανάλογους κινδύνους.

Ο μακροπρόθεσμος επιχειρηματικός ορίζοντας είναι χαρακτηριστικό των οικογενειακών επιχειρήσεων. Η φιλοσοφία των οικογενειακών αξιών που συχνά καθορίζουν την ταυτότητά τους και συνδέονται με μακροπρόθεσμους στόχους, συμβάλλει στην αποφυγή βεβιασμένων αντιδράσεων. Το γεγονός ότι μια οικογενειακή επιχείρηση περνά σαν «κληρονομιά» από γενεά σε γενεά, ενισχύει τον μακροπρόθεσμο στρατηγικό σχεδιασμό.

Η δομή μιας οικογενειακής επιχείρησης και η διοικητική της ιεραρχία είναι συνήθως λιγότερο σύνθετη και περισσότερο ευέλικτη συγκριτικά με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Ο σχεδιασμός μπορεί να μεταβληθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα, καθώς δεν απαιτείται η έγκριση των μετόχων προκειμένου να ληφθούν κρίσιμες αποφάσεις. Αυτό σημαίνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις μπορούν να αντιδράσουν γρηγορότερα σε σχέση με τον ανταγωνισμό, καθώς και να προβλέψουν και να διαχειριστούν το αβέβαιο εξωτερικό περιβάλλον πιο αποτελεσματικά.

Η οικογένεια ως ιδιοκτήτης της επιχείρησης, δείχνει υψηλότερη αφοσίωση στο να δει τις δραστηριότητες της να αναπτύσσονται, να ευημερήσει και να μεταφερθεί στις επόμενες γενεές. Ως αποτέλεσμα, πολλά μέλη της οικογένειας ταυτίζονται με την εταιρεία και είναι συνήθως πρόθυμα να εργαστούν σκληρότερα και να επανεπενδύσουν μέρος των κερδών τους στην επιχείρηση, ώστε να μπορεί να αναπτυχθεί σε βάθος χρόνου.

Οι οικογένειες στις επιχειρήσεις θέτουν ως προτεραιότητα το πέρασμα συσσωρευμένης γνώσης, εμπειρίας και δεξιοτήτων στις επόμενες γενεές. Πολλά μέλη της οικογένειας είναι αφοσιωμένα στην οικογενειακή τους επιχείρηση από πολύ μικρή ηλικία. Αυτό αυξάνει το επίπεδο της δέσμευσης και τους παρέχει τα απαραίτητα εργαλεία για να ηγηθούν της οικογενειακής επιχείρησης τους.

Πολλοί υπάλληλοι οικογενειακών επιχειρήσεων παραμένουν «πιστοί» στην επιχείρηση για πολλά χρόνια, καθώς νιώθουν μέρος μιας ευρύτερης οικογένειας που τους προσφέρει σταθερότητα και αναγνώριση. Η φήμη και το όνομα των επιχειρήσεων Οι οικογενειακές επιχειρήσεις «χτίζουν» ισχυρές πελατειακές σχέσεις. Οι πελάτες τους συχνά παραμένουν πιστοί για μεγάλα χρονικά διαστήματα, λόγω

του «ανθρώπινου προσώπου» της επιχείρησης και της αφοσίωσης, τόσο των μελών της οικογένειας όσο και των υπαλλήλων αυτών συνδέεται με τα προϊόντα ή/και τις υπηρεσίες τους, γι' αυτό και προσπαθούν πάντα να αυξήσουν την ποιότητα της παραγωγής τους και να διατηρήσουν μια σχέση με τους εταίρους τους, είτε αυτοί είναι πελάτες, προμηθευτές, εργαζόμενοι ή ακόμα και η τοπική τους κοινότητα.

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τις ίδιες επιχειρησιακές προκλήσεις όπως οι άλλες επιχειρήσεις, που κυρίως εστιάζονται στα πιο κάτω:

- Έλεγχος κόστους
- Αύξηση και διατήρηση της κερδοφορίας τους
- Διαχείριση των ταμειακών ροών
- Χρηματοδότηση μέσω δανεισμού ή ιδίων κεφαλαίων
- Ανταγωνιστικότητα και επίδοση στην αγορά
- Φορολογικός σχεδιασμός και βελτιστοποίηση φορολογικής δομής.

Το θέμα της διαδοχής είναι μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων: το μέλλον της επιχείρησης θα πρέπει να ανατίθεται σε μέλη της οικογένειας ή σε τρίτους; Πολλές οικογενειακές επιχειρήσεις προβληματίζονται για τα έξοδα που συνεπάγονται με τη μεταβίβαση της ιδιοκτησίας και της διοίκησης στις νεότερες γενεές. Οι οικογένειες συχνά υιοθετούν διαφορετικά διαρθρωτικά μοντέλα, όπως οι συνεργασίες, οι οποίες μπορούν να παρέχουν βοήθεια σε θέματα διαδοχής και λειτουργικής απόδοσης. Σοβαρές προκλήσεις είναι επίσης η δυσκολία προσέλκυσης και διατήρησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού (περιλαμβανομένων και ταλαντούχων εκτελεστικών στελεχών εκτός της οικογενειακής ομάδας) και η επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης της επένδυσης για τους ιδιοκτήτες. Επιπρόσθετα, κάθε οικογενειακή επιχείρηση έχει τη δική της ιδιοκτησιακή δομή, γεγονός που προσθέτει ένα επιπλέον στοιχείο πολυπλοκότητας.

Η αντιμετώπιση των ιδιαίτερων αυτών προκλήσεων γίνεται δυνητικά κάτω από συναισθηματική επιρροή αλλά και οικογενειακή υποκειμενικότητα. Η συνύπαρξη συναισθήματος και επιχειρηματικής σκέψης δημιουργεί μηχανισμούς λήψης αποφάσεων που είναι μοναδικοί και που δεν εντάσσονται σε κατηγορίες ή δεν συνάδουν απόλυτα με επιστημονικές μεθοδολογίες λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων.

## 1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Η παρούσα διπλωματική εργασία, βασιζόμενη στην έρευνα του Σουηδού Carl Orelund (2007) για τις οικογενειακές σουηδικές επιχειρήσεις, αποβλέπει στη σύγκριση της επίδοσης των οικογενειακών με τις μη οικογενειακές εταιρίες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το δείγμα αποτελείται από 200 εταιρίες, οι οποίες μελετώνται για τα έτη 2008 και 2011.

## 1.2 Διάρθρωση της διπλωματικής

Η διπλωματική εργασία αποτελείται από πέντε κεφάλαια, τα οποία αναλύονται παρακάτω:

Στο 1ο Κεφάλαιο, παρουσιάζεται ο αντικειμενικός σκοπός, καθώς και η διάρθρωση της διπλωματικής εργασίας

Στο 2ο Κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της διπλωματικής εργασίας, κάνοντας ανασκόπηση στη διαθέσιμη βιβλιογραφία.

Στο 3ο Κεφάλαιο αναλύεται το ερευνητικό πλαίσιο της παρούσας μελέτης και καθώς και οι μεταβλητές – εταιρικά χαρακτηριστικά – οι οποίες διερευνώνται.

Στο 4ο Κεφάλαιο συγκεντρώνονται τα εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν από την έρευνα και εξάγονται τα συμπεράσματά της.

Στο 5ο Κεφάλαιο ανακεφαλαιώνεται η διπλωματική εργασία, παρέχοντας μια ολοκληρωμένη εικόνα της έρευνας και παρουσιάζοντας τα συμπεράσματα. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την κατάθεση προτάσεων προς μελλοντική έρευνα και περαιτέρω μελέτη.

## 2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

### 2.1 Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων

Ο όρος ιδιοκτησιακή δομή έχει θεσπιστεί από τους καθηγητές Michael C. Jensen και William H. Meckling. Η φράση αυτή υιοθετήθηκε για να περιγράψει τις ιδιοκτησιακές αξιώσεις που έχουν οι επιχειρηματικοί φορείς, όπως είναι οι μέτοχοι, οι εταίροι κλπ. Ο όρος αυτός δεν πρέπει να συγχέεται με τον όρο της κεφαλαιακής δομής<sup>1</sup>. Οι μετέχοντες στην ιδιοκτησιακή δομή διακρίνονται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς. Εσωτερικοί ιδιοκτήτες είναι τα διευθυντικά στελέχη. Εξωτερικοί είναι όλοι οι επενδυτές που δεν έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση.

Οι Berle και Means (1932) αναφέρουν ότι, μια τυπική εταιρία χαρακτηρίζεται από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου της. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία ανήκει σε πολλούς μικρούς μετόχους, ενώ ο Διευθύνων Σύμβουλος (Chief Executive Officer - CEO) έχει στα χέρια του τον έλεγχο της εταιρίας. Ο διαχωρισμός αυτός αναδύει το επονομαζόμενο φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων (conflict of interests), μεταξύ του Διευθύνοντα Συμβούλου και των μετόχων.

Αυτή η αντίληψη περί του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μιας εταιρίας επικράτησε για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, έρευνες από την τελευταία δεκαπενταετία ήρθαν για να την ανατρέψουν. Στην πραγματικότητα, κοιτώντας την ιδιοκτησιακή δομή εταιριών ανά τον κόσμο διαπιστώνεται ότι, οι περισσότερες από αυτές ανήκουν σε μεγάλους μετόχους, οι οποίοι σε πολλές περιπτώσεις είναι αρκετά ισχυροί ώστε να ελέγχουν τις αποφάσεις της εταιρίας. Αυτοί οι μέτοχοι αναφέρονται συχνά ως μέτοχοι που ελέγχουν τη διοίκηση (controlling shareholders).

Μια μεγάλη μερίδα των μετόχων που ελέγχουν τη διοίκηση είναι οικογένειες. Οι μέτοχοι αυτοί μπορεί, για παράδειγμα, να είναι οι ιδρυτές της εταιρίας, οι κληρονόμοι τους ή ιδιώτες επενδυτές. Επιπλέον, οι οικογένειες, για τον έλεγχο της εταιρίας, χρησιμοποιούν συχνά μετοχές οι οποίες έχουν αυξημένη αναλογία ψήφων σε σχέση με τις απλές (dual-class shares) και πυραμίδες. Επιπροσθέτως, ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι συνήθως μέλος της οικογένειας. Στην Ελλάδα και συγκεκριμένα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το φαινόμενο αυτό είναι αρκετά σύνηθες, όπως θα φανεί στη συνέχεια της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Ωστόσο, δεν υφίστανται προνομιούχες μετοχές στις ελληνικές εταιρίες, ενώ κάθε

---

<sup>1</sup> Ως κεφαλαιακή δομή νοούνται ο καταμερισμός ιδίων και ξένων κεφαλαίων στο παθητικό μιας επιχείρησης

μετοχή ισοδυναμεί με μία ψήφο.

Αντίθετα, λοιπόν, από την εικόνα που περιγράφουν οι Berle και Means (1932), πολλές σύγχρονες επιχειρήσεις ελέγχονται από τους ιδιοκτήτες τους, με τη μορφή οικογενειών. Αντί της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στο Διευθύνοντα Σύμβουλο και στους μετόχους, υπάρχει πλέον η σύγκρουση μεταξύ των μετόχων που ελέγχουν τη διοίκηση της εταιρίας και των μικρών μετόχων (M. Burkart et al, 2003).

Οι περισσότερες έρευνες στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν επικεντρωθεί σε αγγλοσαξονικά δεδομένα. Κατά συνέπεια, υπάρχει ανάγκη να εξεταστούν ευρωπαϊκά δεδομένα, όπου το θεσμικό και το πολιτικό περιβάλλον είναι αρκετά διαφορετικό. Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει ελληνικές εταιρίες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η εκτίμηση της επίδρασης της διοίκησης μιας εταιρίας από μία οικογένεια είναι εύλογο να ξεκινήσει από την αναζήτηση των επιδόσεων αυτής (της εταιρίας). Το κύριο πρόβλημα, το οποίο εμφανίζεται κατά την εκτίμηση αυτή, είναι η ενδογένεια των μεταβλητών που λαμβάνονται υπόψη. Το βασικό θέμα είναι ότι, η επίδοση της εταιρίας πιθανόν να επηρεάζει τη διάρθρωση της ιδιοκτησιακής δομής και όχι αντίστροφα. Στις συνηθισμένες παλινδρομήσεις, υπάρχουν δυσκολίες στον καθορισμό των σχέσεων αιτιότητας (causality). Ένας τρόπος αντιμετώπισής τους είναι με τη χρήση βοηθητικών μεταβλητών (instrumental variables). Οι δύο πιο συνηθισμένες τέτοιες μεταβλητές είναι ο δείκτης Tobin's Q, ο οποίος βασίζεται στην τρέχουσα αξία (market value) της εταιρίας και η απόδοση ενεργητικού (Return-On-Assets), η οποία αποτελεί ένα λογιστικό μέτρο.

Το πόσο συμμετέχει κάποιος στην ιδιοκτησιακή δομή μιας επιχείρησης εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής σε αυτήν. Ο μέτοχος που κατέχει πάνω από το 20% των μετοχών της επιχείρησης, θεωρείται ότι συγκεντρώνει σε μεγάλο βαθμό την ιδιοκτησία. Σε μελέτη που έγινε από τους Enriques και Volpin (2007), διαπιστώθηκε ότι μόνο το 20% των είκοσι μεγαλύτερων εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ιταλία και το 50% στη Γερμανία δεν έχουν κάποιο μεγαλομέτοχο. Για τις ΗΠΑ το ίδιο ποσοστό ανέρχεται στο 80%, ενώ για το Ηνωμένο Βασίλειο το 100%.

Ένα άλλο ενδεικτικό μέτρο της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας είναι το μερίδιο της συνολικής κεφαλαιοποίησης της Κεφαλαιαγοράς, που ελέγχεται από τις δέκα πλουσιότερες οικογένειες. Ο αριθμός αυτός ανέρχεται στο 29% για τη

Γαλλία, στο 21% για τη Γερμανία και μόλις στο 6% για το Ηνωμένο Βασίλειο<sup>2</sup>. Επίσης, σε μια άλλη μελέτη που έγινε από τους Grant και Kirchmaier (2005), παρατίθεται μια διαφορετική κατάταξη των ιδιοκτησιακών δομών. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτήν, υπάρχουν τρεις κατηγορίες για την ιδιοκτησιακή δομή: 1. νομικός έλεγχος, 2. ουσιαστικός έλεγχος και 3. ευρέως διασπαρμένη ιδιοκτησιακή δομή. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι επιχειρήσεις όπου ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το 50% των ψήφων στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Στη δεύτερη κατηγορία ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων κατέχουν το απαιτούμενο, από την εκάστοτε εθνική νομοθεσία, ποσοστό πέρα από το οποίο πρέπει να υποβάλουν δημόσια προσφορά για την αγορά όλων των υπόλοιπων μετοχών. Τέλος, στην τρίτη κατηγορία ανήκουν οι επιχειρήσεις όπου δεν υπάρχει ένας μέτοχος ή μια ομάδα μετόχων με ποσοστό μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης κατηγορίας.

Εντύπωση προκαλεί το πόρισμα της συγκεκριμένης έρευνας ότι στις κορυφαίες 100 Επιχειρήσεις στις 4 από τις 5 σημαντικές οικονομίες της Ευρώπης (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία) η πλειοψηφία των Επιχειρήσεων εντάσσεται στην κατηγορία «νομικός έλεγχος», με τις ιταλικές Επιχειρήσεις να φτάνουν το 64,8%. Αντίθετα, στο Ηνωμένο Βασίλειο μόλις το 5% των Επιχειρήσεων έχουν τόσο υψηλά συγκεντρωμένη ιδιοκτησιακή δομή (Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων και Προστασία των Επενδυτών, Dual, 2008).

## 2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση ιδιοκτησιακής δομής

Από πολλούς μελετητές έχει χαρακτηριστεί αντιφατική η σχέση μεταξύ της ισχύς των μετόχων και της εταιρικής απόδοσης. Σε μελέτη που έγινε από τους Morck et al. (1988), σε 371 επιχειρήσεις, υπάρχουν αποδείξεις για μια μη μονότονη σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας και επίδοσης. Ο χρησιμοποιούμενος δείκτης πρώτα αυξάνει, μετά μειώνεται και τελικά αυξάνει ελαφρά καθώς η συμμετοχή των ιδιοκτητών στο συμβούλιο αυξάνει. Αντίθετα, ο δείκτης αυτός είναι χαμηλότερος όταν ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι μέλος της οικογένειας που ίδρυσε την επιχείρηση. Δηλαδή, όταν το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από το διοικητικό συμβούλιο είναι μικρό, βελτιώνεται η επίδοση.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινήθηκαν και οι McConnell και Servaes (1990). Και σε αυτούς προέκυψε από τη μελέτη τους μία μη γραμμική σχέση ανάμεσα στον εσωτερικό μερισματούχο και στην αξία της επιχείρησης.

---

<sup>2</sup> Πηγή: [www.morax.gr](http://www.morax.gr)

Φτάνοντας σε μελέτη του 2007, οι Schmid και Zimmermann χρησιμοποιώντας ένα ταυτόχρονο σύστημα εξομοιώσεων σε ένα δείγμα 145 ελβετικών επιχειρήσεων, είχαν σαν αποτέλεσμα να προκύψει μία θετική σχέση ανάμεσα στο ποσό της ιδιοκτησίας και της απόδοσης της επιχείρησης.

Ακόμα, σε έρευνα του ο Stiglitz (1985) υποστήριξε ότι για να διασφαλίσει μια επιχείρηση ότι ακολουθούνται στρατηγικές μεγιστοποίησης της αξίας της, πρέπει η ιδιοκτησία να συγκεντρώνεται σε λίγους. Αντίθετα ο Denis et all (1997) απέδειξε ότι τα υψηλόβαθμα στελέχη είναι περισσότερο ευαίσθητα στη φτώχη επίδοση σε εταιρίες που έχουν εξωτερικούς blockholders σε σχέση με αυτούς που δεν έχουν.

Επίσης, στο κλασικό έργο «Η Σύγχρονη Επιχείρηση και η Ιδιωτική Περιουσία», βρίσκει τις ρίζες της η πηγή της ιδιοκτησιακής δομής όσον αφορά τις ΗΠΑ, των Adolf Berle, Καθηγητή Νομικής, και Gardiner Means, Οικονομολόγου. Οι Berle και Means ερεύνησαν την ανερχόμενη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης στη σύγχρονη επιχείρηση και επισήμαναν την εμφάνιση των στελεχών οι οποίοι έχουν το λειτουργικό έλεγχο αλλά ελάχιστο ή και καθόλου μερίδιο ιδιοκτησίας. Ακόμα αναφέρθηκαν στην μεγάλη διασπορά των μετοχών μιας επιχείρησης σε έναν αριθμό ατόμων που όλο αυξάνεται αλλά δεν είναι σε θέση να ασκήσουν έλεγχο στην επιχείρηση και στις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους λόγω της διασποράς τους, του αριθμού τους και γενικά των μικρών συμφερόντων τους. Στη σύγχρονη Αμερικανική Επιχείρηση αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο, έχει σαν κατάληξη μια πρόκληση στα συμφέροντα των μετόχων. Οι Berle και Means, χαρακτήρισαν την «εταιρική διακυβέρνηση» ως ένα κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης: πώς θα είχαν την ικανότητα τα στελέχη μιας εταιρείας, ως αντιπρόσωποι των μετόχων, να παροτρυνθούν να διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων-εντολέων τους. Ορισμένοι ακαδημαϊκοί έχουν αντίθετη γνώμη με τους Berle και Means όσον αφορά τα κράτη εκτός των ΗΠΑ. Έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η διασπορά των μετοχών μια Εταιρίας είναι φαινόμενο Αμερικάνικο και Βρετανικό. Στην Ευρώπη, τη Λατινική Αμερική και την Ιαπωνία ένας μεγάλος αριθμός εταιριών διοικείται από άτομα που έχουν στην κατοχή τους αρκετά μεγάλα μερίδια μετοχών. Με αποτέλεσμα στην Ευρώπη να υπάρχει αυξημένη συγκέντρωση δικαιωμάτων ψήφου σε σχέση με τις ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο. Το αποτέλεσμα αυτού του συμβάν είναι ότι σημαντικό πρόβλημα της διακυβέρνησης της επιχείρησης στα συγκεκριμένα κράτη είναι η προστασία των μετοχών μειοψηφίας από την εκμετάλλευση των προαναφερόμενων ομάδων-μεγαλομετόχων. Για παράδειγμα, σύμφωνα με έρευνες, στην Αμερική οι μισοί από τους πολίτες είναι κάτοχοι άμεσα ή έμμεσα

μετοχών κάποιας εταιρίας ενώ στη Γερμανία το ποσοστό ανέρχεται μόλις στο 20 %, ενώ στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι ακόμα μικρότερο και φτάνει μόλις στο 11,7%.

Σύμφωνα με τους Καθηγητές Machael C. Jensen και William H. Meckling ο όρος «Ιδιοκτησιακή Δομή» υποδηλώνει τις ποσότητες των ιδιοκτησιακών αξιώσεων που έχουν στην κατοχή τους οι επιχειρηματικοί φορείς-ιδιοκτήτες, για παράδειγμα, μέτοχοι, εταίροι κ.λπ. Αυτοί χωρίζονται στους εσωτερικούς (shares), διευθυντικά στελέχη (το μάνατζμεντ) και τους εξωτερικούς (outsiders)-επενδυτές, που δεν έχουν άμεσο ρόλο .

Οι Jensen και Officer (1986), υποστήριξαν ότι η μεγάλη συγκέντρωση στην ιδιοκτησιακή διάρθρωση της επιχείρησης, βελτιώνει τον έλεγχο της διοίκησης και με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται και η αξία της. Από την άλλη πλευρά, μια επιχείρηση με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, όπου ένας μόνο μεγαλομέτοχος ασκεί τον εταιρικό έλεγχο, έχει τον κίνδυνο να αποκλίνει από τον βασικό της στόχο της, εξ' αιτίας της ύπαρξης προσωπικών συμφερόντων.

Το Ελληνικό οικονομικό περιβάλλον αντικατοπτρίζει ένα οικονομικό σύστημα με τα εξής κύρια χαρακτηριστικά: πρόσφατα αρκετά φιλελευθεροποιημένο, το οποίο εξακολουθεί να είναι περισσότερο βασισμένο στις Τράπεζες, περιλαμβάνοντας μια σχετικά μικρή Κεφαλαιαγορά, στην οποία η έννοια της προστασίας των επενδυτών και γενικότερα της εταιρικής διακυβέρνησης δεν έχει μακρά ιστορία. Από αυτή την οπτική, σύμφωνα με τους Karopoulos και Lazaretou (2006), η ελληνική περίπτωση παρέχει μοναδικές πληροφορίες. Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά είναι κυριαρχούμενη από τις οικογενειακού ελέγχου Επιχειρήσεις. Όπως είναι γνωστό, στον επονομαζόμενο «οικογενειακό καπιταλισμό» το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αναφέρεται στις συγκρουσιακές σχέσεις μεταξύ των ισχυρών μεγαλομετόχων και των μετόχων που ανήκουν στην αδύναμη μειοψηφία.

Η έκθεση του διεθνούς οίκου αξιολόγησης χρηματοπιστωτικών μέσων Standard and Poor's (2005) σημειώνει ότι η δεκαετής περίοδος από το 1992 έως το 2002 χαρακτηρίζεται από έναν αριθμό ανεπαρκείων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, με πιο αξιοσημείωτη την έλλειψη κατάλληλης κουλτούρας προστασίας επενδυτών και γενικότερα εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανάγκη για αναδιάρθρωση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα έγινε ακόμη πιο προφανής ύστερα από τη χρηματιστηριακή κρίση του 1999, η οποία είχε καταστροφικές συνέπειες για το Χρηματιστήριο Αθηνών. Τιμές καθοδηγούμενες από φήμες, συνδυασμένες με καταχρήσεις της αγοράς, δημόσιες εγγραφές εταιρειών με απαρχαιωμένες δομές εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με ένα αδύναμο και γερασμένο



ρυθμιστικό πλαίσιο, δημιούργησαν αρνητικά αποτελέσματα στους επενδυτές, οι οποίοι συχνά δεν ήταν ενημερωμένοι για την πραγματική κατάσταση των εταιριών στις οποίες επένδυαν. Σύμφωνα πάντα με την έκθεση της Standard and Poor's, η απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά ήταν η σημαντικότερη αρνητική μακροπρόθεσμη συνέπεια, αφού από το 2000 και έπειτα υπήρξε μια έξοδος κεφαλαίων που μέχρι το 2003 είχε φτάσει στο μέγεθος των 34,9 δισ. ευρώ. Βασικό μέλημα για την αντιμετώπιση της απώλειας της εμπιστοσύνης από τις ελληνικές αρχές ήταν και εξακολουθεί να είναι η αναθεώρηση του ρυθμιστικού και νομικού πλαισίου της Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να παρέχεται η καλύτερη προστασία στους επενδυτές (Ιδιοκτησιακή Δομή Επιχειρήσεων και Προστασία των Επενδυτών, Moraх,2008).

Σύμφωνα με έρευνα της PricewaterhouseCoopers το 2006 για την Ελλάδα, ισχύουν τα ακόλουθα:

- Το 42% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης.
- Το 26% αναμένει αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς τα επόμενα 5 χρόνια.
- Το 6% αναμένει πώληση της επιχείρησης σε άλλη εταιρεία.
- Το 29% έχει υπολογίσει στις αποφάσεις του τις φορολογικές επιβαρύνσεις σε περίπτωση γονικής παροχής, δωρεάς, κληρονομιάς ή πώλησης της επιχείρησης.
- Το 23% σκέφτεται τη διάσπαση της εταιρείας ανά κλάδο κύριας Δραστηριότητας.
- Το 27% επιθυμεί το διαχωρισμό των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.
- Το 18% σκέφτεται να διαχωρίσει τα επενδυτικά αγαθά της επιχείρησης.
- Το 57% θεωρεί ότι υπάρχουν επαρκεί περιουσιακά στοιχεία για να διανεμηθούν στα μέλη της οικογένειας, καθώς και στα εμπλεκόμενα και μη μέλη της επιχείρησης.

Οι Anderson και Reeb (2008) μελετούν ένα δείγμα 500 εταιριών του οίκου αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Standard & Poor, για τα έτη 1992 έως 1999. Χρησιμοποιώντας τόσο την απόδοση ενεργητικού όσο και το δείκτη Tobin's Q ως μέτρα της επίδοσης των εταιριών, συγκρίνουν τις οικογενειακές με τις μη οικογενειακές εταιρίες. Αντίθετα με την εντύπωση που επικρατεί ότι, η διοίκηση από μία οικογένεια είναι επιζήμια για την εταιρία, διαπιστώνουν υψηλότερη επίδοση στις οικογενειακές επιχειρήσεις έναντι των μη οικογενειακών, ανεξάρτητα

από την ηλικία που έχουν. Στην περίπτωση όπου η παρουσία της οικογενείας – ιδρυτή είναι συνεχής, οι εταιρίες παρουσιάζουν καλύτερη λογιστική και τρέχουσα επίδοση από τις μη οικογενειακές. Τα αποτελέσματα αυτά είναι ανεξάρτητα από την ύπαρξη άλλων μετόχων ή το διαχωρισμό των δικαιωμάτων της ιδιοκτήτριας οικογενείας από αυτούς που ελέγχουν την εταιρία. Περαιτέρω ανάλυση αναδεικνύει τη θετική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στο γεγονός ότι, ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι μέλος της οικογενείας (ιδρυτής ή κληρονόμος) και την επίδοση της εταιρίας, σε αντίθεση με τις περιπτώσεις όπου προέρχεται από το εξωτερικό περιβάλλον. Αυτό οφείλεται στις πολύτιμες γνώσεις σχετικά με την εταιρία τις οποίες διαθέτουν τα μέλη της οικογενείας και στην αντίληψη για τον εαυτό τους ως σωστοί διαχειριστές των εταιρικών υποθέσεων (stewards). Επιπροσθέτως, οι Anderson και Reeb ανακαλύπτουν μη γραμμική σχέση ανάμεσα στην επίδοση της εταιρίας και στην οικογενειακή διοίκηση. Σύμφωνα με αυτήν, όταν η εταιρία διοικείται από μία οικογένεια, η επίδοσή της αρχικά αυξάνεται, ενώ στην πορεία μειώνεται. Αυτό αποτελεί πρόβλημα για μία εταιρία με χαμηλές επιδόσεις και υψηλά ποσοστά ιδιοκτησίας, καθώς δεν είναι εύκολο να απαλλαγθεί από παγιωμένους ιδιοκτήτες. Ωστόσο, το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν είναι ότι, σε καλά οργανωμένες αγορές, η οικογενειακή διοίκηση μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost) και δεν οδηγεί σε σημαντικές απώλειες αποτελεσματικότητας (efficiency) κατά τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων.

Ο Andrian Cadbury (2001) τονίζει ότι, πολλά μέλη της οικογενείας ταυτίζονται με την εταιρία και είναι, συνήθως, πρόθυμα να εργαστούν σκληρότερα και να επανεπενδύσουν μέρος των κερδών στην επιχείρησή τους, ώστε αυτή να μπορέσει να αναπτυχθεί σε βάθος χρόνου. Η οικογένεια, ως ιδιοκτήτης, δείχνει υψηλότερη αφοσίωση και δεσμεύεται να λάβει εκείνες τις αποφάσεις για την εταιρία, οι οποίες θα οδηγήσουν στην ευημερία της, αλλά και στη μεταβίβασή της στις επόμενες γενιές. Σύμφωνα με αυτό είναι και ο Carlo Favero και οι λοιποί (2006), οι οποίοι μελετούν την επίδοση των εισηγμένων ιταλικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998 – 2003. Υποστηρίζουν ότι, ο τρόπος με τον οποίο διοικούνται οι εταιρίες με διάσπαρτη δομή στην εταιρική ιδιοκτησία δεν είναι εύκολο να ελεγχθεί, σε αντίθεση με τις οικογενειακές εταιρίες. Παράλληλα, επισημαίνουν ότι, μολονότι οι οικογένειες έχουν τη δυνατότητα να εκμεταλλευτούν τους εταιρικούς πόρους προς όφελός τους, καθώς κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο εξουσίας, αυτό δε συμβαίνει όταν η ενέργειά τους αυτή είναι πιθανό να αποβεί ζημιογόνα για την εταιρία και κατ' επέκταση για τους ιδίους. Ο Favero και οι λοιποί καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, οι οικογένειες αποφεύγουν τη «διοικητική μυωπία» (managerial myopia) δημιουργώντας μεγαλύτερο επενδυτικό ορίζοντα, έχοντας λάβει υπόψη τους άλλους μετόχους. Επιδιώκουν, δηλαδή, τη μεγιστοποίηση της αξίας μακροπρόθεσμα, ώστε να μεταβιβαστεί η εταιρία στην επόμενη γενιά.

Αποδεικνύουν ότι, οι ιταλικές εταιρίες εμφανίζουν μεγαλύτερες επιδόσεις ανεξάρτητα από την ηλικία τους (είτε διοικούνται από την οικογένεια ιδρυτή είτε από τους κληρονόμους).

Σε ένα ακόμη άρθρο, ο Ronald C. Anderson και οι λοιποί (2003) διερευνούν την επίδραση της οικογενειακής διοίκησης στο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 252 εταιριών από τη βάση δεδομένων της Lehman Brothers και του οίκου Standard & Poor εντοπίζουν ότι, οι εταιρίες που διοικούνται από μία οικογένεια έχουν χαμηλότερο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, οι επενδυτές θεωρούν την οικογενειακή δομή ως εγγύηση των συμφερόντων τους. Ωστόσο, το κόστος χρηματοδότησης από το εξωτερικό περιβάλλον είναι υψηλότερο στις περιπτώσεις όπου μέλος της οικογένειας κατέχει τη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου, και συγκεκριμένα ένας κληρονόμος, από αυτές όπου η θέση ανήκει σε κάποιον από το εξωτερικό περιβάλλον (Ωστόσο, το κόστος παραμένει χαμηλότερο από αυτό των μη οικογενειακών επιχειρήσεων και στις δύο περιπτώσεις). Το στοιχείο αυτό αποτελεί ένδειξη υποβάθμισης των επιδόσεων της εταιρίας από τον κληρονόμο – Διευθύνοντα Σύμβουλο, καθώς ίσως απέκτησε τη θέση λόγω οικογενειακών δεσμών και όχι προσωπικών ικανοτήτων. Αντίθετα, ο ιδρυτής – Διευθύνων Σύμβουλος δημιουργεί προστιθέμενη αξία στην εταιρία.

Οι David Sraer και David Thesmar (2009) εκπόνησαν μία μελέτη για την επίδοση και τη συμπεριφορά των οικογενειακών επιχειρήσεων, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Γαλλικό Χρηματιστήριο. Το δείγμα τους αποτελείται από στοιχεία 1.000 εταιριών για τη χρονική περίοδο 1994 έως 2000. Λαμβάνοντας υπόψη τη λογιστική κερδοφορία υποστηρίζουν ότι, οι οικογενειακές εταιρίες υπερτερούν σημαντικά των μη οικογενειακών. Αυτό, σύμφωνα με τους ερευνητές, οφείλεται σε δύο λόγους: (1) στους επαγγελματίες Διευθύνοντες Συμβούλους, οι οποίοι πληρώνουν χαμηλότερα επιτόκια για το δανεισμό της εταιρίας και έχουν την τάση να λειτουργούν σε χαμηλότερες αναλογίες κεφαλαίου ανά εργαζόμενο και (2) στους κληρονόμους Διευθύνοντες Συμβούλους, οι οποίοι παρέχουν στους εργαζομένους μακροπρόθεσμα ασφαλιστικά συμβόλαια, επιτυγχάνοντας χαμηλότερους μισθούς για περισσότερα προσόντα και συνεπώς μεγαλύτερη παραγωγικότητα εργασίας. Επιπλέον, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, οι μεγάλες εξαγορές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από οικογενειακές εταιρίες με επαγγελματία Διευθύνοντα Σύμβουλο, καταστρέφουν λιγότερο την αξία των μετόχων μακροπρόθεσμα, σε σύγκριση με αυτές που πραγματοποιήθηκαν από μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Όπως υποστηρίζει και ο Benjamin Mauray (2006), ο ενεργός οικογενειακός έλεγχος (active family control) μιας εταιρίας, στην οποία η οικογένεια κατέχει τουλάχιστον δύο από τις υψηλόβαθμες θέσεις, αυξάνει έντονα την κερδοφορία της, ενώ ο

παθητικός έλεγχος από την οικογένεια (passive family control) έχει ως αποτέλεσμα ποσοστά κέρδους συγκρίσιμα με αυτά των μη οικογενειακών επιχειρήσεων.

### 2.2.2 Κόστος Οικογενειακής Διοίκησης

Οι Randall Morck, David Strangeland και Bernard Yeung (2000) υποστηρίζουν ότι, στις χώρες όπου ο πλούτος των δισεκατομμυριούχων διαδόχων είναι μεγαλύτερος σε σχέση με το Α.Ε.Π., παρουσιάζεται χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης σε σύγκριση με άλλες χώρες που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Αυτό οφείλεται στις εύπορες οικογένειες, οι οποίες έχουν παγιωθεί και ακολουθούν κερδοσκοπικές πολιτικές εις βάρος των μικρομετόχων και των επενδύσεων για περαιτέρω έρευνα και ανάπτυξη. Επιπλέον, εκτός από την εδραιωμένη κακοδιαχείριση, ασκείται ισχυρή παρασκηνακή πίεση (lobbying power) μέσω των πυραμίδων, δημιουργώντας εμπόδια στην κινητικότητα των κεφαλαίων. Με σκοπό να επιβεβαιώσουν την παραπάνω θεωρία, ο Morck και οι λοιποί εξετάζουν ένα σύνολο επιχειρήσεων από τον Καναδά, καθώς εκεί εμφανίζονται τόσο από-δισεκατομμύρια-ελεγχόμενες όσο και ευρέως διαδεδομένες εταιρίες. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους αποδεικνύουν ότι, οι εταιρίες που διοικούνται από οικογένειες, και μάλιστα από κληρονόμους, εκδηλώνουν χαμηλότερη λογιστική απόδοση και δεν επενδύουν σε τεχνολογικές καινοτομίες, συγκριτικά με άλλες εταιρίες της ίδιας ηλικίας και του ίδιου μεγέθους.

Με βάση μία μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology), ο Pérez-González (2006) μελετάει το πώς οι κληρονόμοι ως Διευθύνοντες Σύμβουλοι επηρεάζουν την επίδοσή των οικογενειακών εταιριών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Η έρευνά του αποκαλύπτει ότι, οι οικογενειακές εταιρίες οι οποίες έχουν ως Διευθύνοντα Σύμβουλο μέλος της οικογένειας παρουσιάζουν μειωμένη απόδοση ενεργητικού (ROA) κατά 14 τοις εκατό και χαμηλότερη τιμή του δείκτη Tobin's Q κατά 16 τοις εκατό, σε διάστημα τριών χρόνων από τη μέρα που ο διάδοχος αναλαμβάνει τα καθήκοντά του, σε σχέση με τις (οικογενειακές) εταιρίες που προσλαμβάνουν στη θέση αυτή άτομα από το εξωτερικό περιβάλλον. Επιπροσθέτως, το 45 τοις εκατό αυτών των εταιριών παρουσιάζουν μεγαλύτερες μειώσεις (25%), όταν ο κληρονόμος – Διευθύνων Σύμβουλος δεν έχει αποφοιτήσει από ένα καλό πανεπιστήμιο. Το κόστος αυτό του νεποτισμού (nepotism) είναι μεγάλο και είναι πιθανό να επιβαρύνει τους μικρομετόχους.

Οι David Hillier και Patrick McColgan (2004) μελετούν 683 εταιρίες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, για την περίοδο 1992 έως 1998. Από την έρευνά τους προκύπτει ότι, οι πιθανότητες ο Διευθύνων Σύμβουλος, ο οποίος είναι μέλος της οικογενείας, να εκδιωχθεί από τη θέση του είναι πολύ μικρές, γεγονός που πολλές φορές οδηγεί σε κακές επιδόσεις για την εταιρία. Επιπλέον, οι

τιμές των μετοχών αντιδρούν θετικά στην είδηση της παραίτησης του εν λόγω Διευθύνοντα Συμβούλου και αντικατάστασής του από ένα μη συγγενικό πρόσωπο, με παράλληλη αύξηση στη λειτουργική επίδοση, στις πωλήσεις και στην απόδοση των εργαζομένων της εταιρίας. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται ως ανικανότητα των Διευθυνόντων Συμβούλων της οικογενείας να εκμεταλλευτούν τις υπάρχουσες επιχειρηματικές ευκαιρίες.

### 2.3 Άλλες Επιπτώσεις της Οικογενειακής Διοίκησης

Οι Belen Villalonga και Raphael Amit (2005) ερευνούν τα στοιχεία 500 εταιριών, οι οποίες, σύμφωνα με την ετήσια κατάταξη του περιοδικού Fortune, είναι οι καλύτερες των Ηνωμένων Πολιτειών, για την περίοδο 1994 έως 2000. Διαπιστώνουν λοιπόν ότι, η οικογενειακή διοίκηση δημιουργεί αξία για όλους τους μετόχους μόνο στην περίπτωση όπου ο ιδρυτής της εταιρίας είναι ενεργός, ως Διευθύνων Σύμβουλος ή Πρόεδρος. Ωστόσο, στις εταιρίες όπου οι κληρονόμοι κατέχουν τη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου, οι μέτοχοι μειοψηφίας βρίσκονται σε δυσμενέστερη θέση από τους μετόχους μειοψηφίας των μη οικογενειακών επιχειρήσεων. Αυτό ισχύει ακόμη και αν ο ιδρυτής είναι ο Πρόεδρος της εταιρίας. Όταν δεν παρεμβάλλονται μηχανισμοί βελτιστοποίησης ελέγχου, όπως μετοχές με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, πυραμίδες, αμοιβαίες συμμετοχές (crossholdings), ή συμφωνίες ψήφου, οι ιδρυτές δημιουργούν τη μεγαλύτερη δυνατή αξία. Από την άλλη, οι κληρονόμοι – Διευθύνοντες Σύμβουλοι καταστρέφουν την αξία της εταιρίας. Οι Villalonga και Amit διαπιστώνουν επίσης ότι, η αρνητική επίδραση στην επίδοση των εταιριών οφείλεται στους απογόνους δεύτερης γενιάς. Αντίθετα, η συνεισφορά των απογόνων τρίτης γενιάς στο δείκτη Tobin's Q είναι θετική και σημαντική, και οδηγεί σε μία μη μονοτονική συσχέτιση της γενιάς με την αξία της εταιρίας.

Ο Fahlenbrach (2006) εξετάζει ένα δείγμα 2.327 μεγάλων εταιριών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο των Ηνωμένων Πολιτειών για τη δεκαετία 1992 – 2002, από τις οποίες οι 361 διοικούνται από τους ιδρυτές τους. Αυτό που διαπιστώνει είναι ότι, μία επενδυτική στρατηγική σταθμισμένη με βάση την αξία (value-weighted investment strategy), την οποία ακολούθησαν οι εταιρίες με ιδρυτή – Διευθύνοντα Σύμβουλο, απέφερε ασυνήθιστη ετήσια απόδοση της τάξης του 10,7 τοις εκατό περισσότερο από ένα μοντέλο αναφοράς τεσσάρων παραγόντων - αντίστοιχα, οι ισοσταθμισμένες (equal-weighted) επενδυτικές στρατηγικές απέφεραν μεγαλύτερη ετήσια απόδοση κατά 8,3 τοις εκατό. Αναλύοντας περαιτέρω τα αποτελέσματα της έρευνάς του, ο Fahlenbrach διαπιστώνει ότι, οι ιδρυτές επενδύουν κατά 22 τοις εκατό περισσότερο στην έρευνα και ανάπτυξη, δαπανούν 38 τοις εκατό

περισσότερα κεφάλαια για πάγια στοιχεία ενεργητικού (κεφαλαιουχικές δαπάνες) και παράλληλα η αγορά δεν αντιδρά αρνητικά σε ανακοινώσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων για συγχωνεύσεις και εξαγορές, γεγονός που αναδεικνύει την ορθότητα των διοικητικών αποφάσεων.

## 2.4 Κύριος Ιδιοκτήτης και Διευθύνων Σύμβουλος

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας στον τομέα αυτό επικεντρώνεται στις επιπτώσεις των στελεχών διοίκησης στην επίδοση της εταιρίας. Για παράδειγμα, ο Adams και οι λοιποί (2003) μελετούν τον αντίκτυπο που έχουν οι ιδρυτές – Διευθύνοντες Σύμβουλοι στην εταιρία, ο Fahlenbrach (2006) ερευνά την επίδραση τόσο των ιδρυτών όσο και των διαδόχων στη θέση αυτή, παρομοίως και οι Villalonga και Amit (2006), ενώ ο Pérez-González (2006) διερευνά τις επιπτώσεις των κληρονόμων ως Διευθύνοντες Σύμβουλοι στην εταιρική επίδοση. Επιπροσθέτως, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, οι Anderson και Reeb (2003) διαπιστώνουν ότι, ανάλογα με το ποιός βρίσκεται στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου, επηρεάζονται οι εταιρικές επιδόσεις. Συνεπώς, ένας σημαντικός παράγοντας, ο οποίος χρειάζεται να ληφθεί υπόψη, είναι ο έλεγχος της θέσης του Διευθύνοντα Συμβούλου από την οικογένεια ή από μη συγγενείς. Ο διοικητής της εταιρίας αναλαμβάνει τη λήψη των αποφάσεων και τη λειτουργία της σε καθημερινή βάση. Στην περίπτωση όπου ο ιδιοκτήτης και ο διαχειριστής της εταιρίας είναι το ίδιο πρόσωπο, το άτομο αυτό έχει σχεδόν τον πλήρη έλεγχο της και καλύπτεται από επιδιώξεις επιχειρηματικών εξαγορών. Με άλλα λόγια, η θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου αυξάνει την κυριαρχία του κύριου μετόχου, η οποία πρέπει να επηρεάζει, με κάποιο τρόπο, την επίδοση της εταιρίας.

## 2.5 Ιδιοκτησιακή δομή των εισηγμένων επιχειρήσεων

Συνήθως, οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο χαρακτηρίζονται από πολυμετοχική σύνθεση και ιδιοκτησία. Όταν υπάρχει πολυμετοχική ιδιοκτησία, τότε υπάρχει και διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, αφού καθίσταται απαιτητό η ύπαρξη πολλών προσώπων στη διοίκηση και διαχείριση της επιχείρησης, με σκοπό την επίτευξη της μεγαλύτερης αποδοτικότητας της. Όμως, ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου σε αρκετές περιπτώσεις αναδύει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλά από τα στελέχη μιας επιχείρησης μερικές φορές τείνουν να ενεργούν για το δικό τους όφελος και όχι να υπηρετούν τα συμφέροντα της επιχείρησης.

Πολλοί είναι οι οικονομολόγοι που υποστηρίζουν ότι οι σύγχρονες επιχειρήσεις θα πρέπει να στελεχώνονται με πρόσωπα που είτε έχουν μικρό μέρος ιδιοκτησίας ή και καθόλου. Ακόμα, υποστηρίζουν ότι πρέπει να υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών σε μεγάλο αριθμό προσώπων, τα οποία θα έχουν μικρά συμφέροντα και δε θα μπορούν να ασκήσουν έλεγχο στην επιχείρηση λόγω της θέσης τους. Αμερικανοί οικονομολόγοι σε έρευνες τους θεώρησαν την «εταιρική διακυβέρνηση» ως ένα κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα το πρόβλημα είναι ότι πώς θα μπορούσαν τα στελέχη μιας εταιρείας, ως αντιπρόσωποι των μετόχων, να παρακινηθούν να διοικήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με βάση την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων – εντολέων τους.

Η μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το επίπεδο διασποράς της ιδιοκτησίας στις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες (2001) διαπιστώνει ικανή διασπορά όταν το μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών κατανέμεται σε μεγάλο αριθμό μετόχων, ενώ παράλληλα υπάρχει περιορισμένη συγκέντρωση μετοχών σε πρόσωπα που συμμετέχουν με υψηλό ποσοστό στο κεφάλαιο. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται, κατά βάση, στις ανεπτυγμένες Κεφαλαιαγορές και μπορεί να αποδοθεί στη διάδοση της μετοχικής ιδέας στις αγορές αυτές και στις ανεπτυγμένες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούνται και εξασφαλίζουν το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση. Η σύγχρονη βιβλιογραφία παρουσιάζει δύο κυρίως προσεγγίσεις αναφορικά με τη μελέτη της ιδιοκτησιακής δομής των Επιχειρήσεων. Η μία προσέγγιση εστιάζει στη μέτρηση της διασποράς των μετοχών μιας Επιχείρησης, χωρίς να ορίζει άμεσα μια Επιχείρηση ως ευρέως διασπαρμένη ή όχι, ενώ η δεύτερη προσέγγιση χαρακτηρίζει τις Επιχειρήσεις ως ευρέως διασπαρμένες ή όχι λαμβάνοντας υπόψη την παρουσία ή μη κάποιου μεγαλομετόχου. Η διασπορά των μετοχών, σύμφωνα με τους Καπόπουλος και Λαζαρετου (2006), μετριέται ως το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχεται από επενδυτές με μερίδιο μετοχών χαμηλότερο του 1-5%.

Η προσέγγιση των La Porta et al. (1999), την οποία ακολουθούν και οι Spanos et al. (2005), χωρίζει τις Επιχειρήσεις σε ευρέως διασπαρμένες και σε αυτές που έχουν κάποιον «κυρίαρχο-απόλυτο ιδιοκτήτη». Συγκεκριμένα, ορίζει ως ευρέως διασπαρμένες Επιχειρήσεις εκείνες στις οποίες δεν υπάρχει κάποιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο που να κατέχει το 10% ή το 20% των δικαιωμάτων ψηφοφορίας. Σε αντίθετη περίπτωση, οι Επιχειρήσεις αυτές θεωρείται ότι έχουν κυρίαρχο μέτοχο ή «απόλυτο ιδιοκτήτη». Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι στην παρούσα εργασία, σε περίπτωση που τα μέλη μιας οικογένειας κατέχουν μετοχικά μερίδια χαμηλότερα του 10% ή του 20%, αλλά αθροιστικά υπερβαίνουν το 10% ή το 20%, τότε θεωρείται ότι υπάρχει κυρίαρχος ιδιοκτήτης.

### 3. Μεθοδολογία

Η παρούσα εργασία αποβλέπει στη σύγκριση της επίδοσης των οικογενειακών με τις μη οικογενειακές εταιρίες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Σε πρώτο στάδιο, οι εταιρίες του δείγματος, διαχωρίζονται σε ομάδες ανάλογα με την ιδιοκτησιακή δομή τους. Ο καθορισμός των διαφόρων ιδιοκτησιακών δομών επιτυγχάνεται μέσω μιας μεταβλητής, ήτοι των δικαιωμάτων ελέγχου της ιδιοκτησίας των μετόχων. Συγκεκριμένα, εάν ο μεγαλύτερος μέτοχος κατέχει άμεσα και έμμεσα το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των δικαιωμάτων ελέγχου ή περισσότερο, τότε συνεπάγεται ότι, αυτός έχει τον έλεγχο της επιχείρησης. Ειδικότερα, εάν το άθροισμα των ποσοστών ιδιοκτησίας των μελών της ίδιας οικογένειας είναι μεγαλύτερο από το 25 τοις εκατό, τότε θεωρείται ότι η οικογένεια ελέγχει την εταιρία, η οποία κατ' επέκταση χαρακτηρίζεται ως οικογενειακή. Εφόσον δεν υπάρχει μέτοχος, ο οποίος να κατέχει τουλάχιστον το 25 τοις εκατό του μετοχικού της κεφαλαίου, η εταιρία θεωρείται ότι εμφανίζει διασκορπισμένη δομή στην εταιρική ιδιοκτησία και ότι διοικείται από επαγγελματία.

Στις περιπτώσεις των αλυσίδων ελέγχου, όπου η εταιρία Α ελέγχεται από μια εταιρία Β, η Α χαρακτηρίζεται ως οικογενειακή ή μη ανάλογα με τον κύριο μέτοχο της Β. Συγκεκριμένα, αν η Β είναι μία ελληνική επιχείρηση μη εισηγμένη στο χρηματιστήριο και κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του 25 τοις εκατό των μετοχών της Α, τότε η Α είναι οικογενειακή. Αντίθετα, εφόσον η Β είναι εταιρία του εξωτερικού ή του Ελληνικού Δημοσίου, η Α λαμβάνεται υπόψη ως μη οικογενειακή. Στην περίπτωση όπου η εταιρία Α ελέγχεται μέσω πυραμίδας, δηλαδή από κάποια εισηγμένη ελληνική εταιρία Β, με ποσοστό τουλάχιστον 25 τοις εκατό, οι κύριοι μέτοχοι αναζητούνται στη Β και ακολουθείται η ίδια διαδικασία. Οι εισηγμένες με βασικό μέτοχο μία Χρηματοοικονομική εταιρία (ή Τράπεζα, ή Ασφαλιστική, ή Ακίνητης Περιουσίας) δε συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα, για λόγους που αναλύονται στην επόμενη υπό-ενότητα. Οι πιθανές επιπτώσεις της ιδιοκτησίας μέσω πυραμίδας δε λαμβάνονται ρητά υπόψη στην παρούσα εργασία. Αυτό έχει ως πιθανό αποτέλεσμα τον υποτιμημένο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο της εταιρίας.

Η επιλογή για το κατώφλι του 25 τοις εκατό των μετοχών βασίστηκε σε διεθνή βιβλιογραφία. Σύμφωνα με το La Porta και τους λοιπούς (1999), το ποσοστό του είκοσι τοις εκατό (20%) των δικαιωμάτων ελέγχου είναι αρκετό, ώστε κάποιος να ελέγχει αποτελεσματικά μία εταιρία. Επιπλέον, ο Morck και οι λοιποί (2000), ακολουθώντας την καναδική νομοθεσία περί εταιρικής διακυβέρνησης, χρησιμοποιούν το κατώφλι του 20 τοις εκατό για τον προσδιορισμό του βασικού



μετόχου. Σε αυτή την εργασία χρησιμοποιείται ένα αυστηρότερο κατώφλι, αυτό του 25 τοις εκατό, όπως συμβαίνει και στη μελέτη των Conqvist και Nilsson (2003). Αυτοί υποστηρίζουν ότι, εκείνος που κατέχει τουλάχιστον το 25 τοις εκατό των μετοχών μιας εταιρίας, μπορεί να ελέγχει σημαντικά τις αποφάσεις που λαμβάνονται στο εσωτερικό της. Επιπροσθέτως, η Σουηδική Φορολογική Αρχή, όπως ο Carl Oreland (2007) υποστηρίζει στην έρευνά του, βασίζεται στο κατώφλι του 25 τοις εκατό για τον προσδιορισμό των κύριων μετόχων των επιχειρήσεων. Ωστόσο, δεν υπάρχει ομοφωνία στη βιβλιογραφία σχετικά με την καταλληλότερη τιμή του κατωφλίου αυτού, αν και οι περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούν μια τιμή ανάμεσα στο 20 και στο 30 τοις εκατό.

Ακολουθώντας την πρόταση του Oreland (2007), έχει επιλεγθεί να μη διαχωριστούν οι ιδρυτές από τους κληρονόμους τους, δεδομένου ότι, σε πολλές περιπτώσεις είναι δύσκολη η απόφαση για το αν η εταιρία ελέγχεται από τον ιδρυτή της ή κάποιον διάδοχο. Συχνό φαινόμενο αποτελεί η συνύπαρξη των ιδρυτών με τους κληρονόμους στις εταιρίες του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και, επομένως, η ιδιοκτησία τους συμπεριλαμβάνεται συνολικά στα δεδομένα.

Ανακεφαλαιώνοντας, οι εταιρίες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με την κατανομή των δικαιωμάτων ελέγχου στο εσωτερικό της: (1) εταιρίες που διοικούνται από την οικογένεια – ιδρυτή, (2) οικογενειακές εταιρίες που διοικούνται από επαγγελματία και (3) εταιρίες με διασκορπισμένη δομή ιδιοκτησίας ή αλλιώς μη οικογενειακές εταιρίες.

Σε μια προσπάθεια κατανόησης των διαφορετικών μοτίβων ιδιοκτησίας και διοίκησης, αλλά και των συγκρούσεων συμφερόντων που αναδύονται λόγω της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance), παρουσιάζεται στη συνέχεια το θεωρητικό μοντέλο του Burkart και των λοιπών (2003), στο οποίο βασίζεται και το πλαίσιο της έρευνας αυτής. Σύμφωνα με αυτό, ο ιδρυτής μιας εταιρίας αναζητά το διάδοχό του στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου, καθώς ο ίδιος νιώθει αδύναμος να διοικήσει, πλέον, την εταιρία. Κατ' αρχάς, υποθέτεται ότι δεν υπάρχει διαθέσιμη επιχείρηση, η οποία να μπορεί να αγοράσει εξολοκλήρου την επιχείρησή του, καθώς εάν υπήρχε, η πώληση θα πραγματοποιούταν χωρίς δεύτερη σκέψη. Απόντος ενός τέτοιου αγοραστή, ο ιδρυτής λαμβάνει μία απόφαση, μεταξύ τριών επιλογών, με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, που μέχρι πρότινος κατείχε πλήρως. (1) Του δίνεται η δυνατότητα να πουλήσει όλες τις μετοχές του στο χρηματιστήριο, δημιουργώντας μία μη οικογενειακή επιχείρηση, η οποία θα διοικείται από επαγγελματία. (2) Μπορεί να προσλάβει έναν επαγγελματία στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου, παραμένοντας ο ίδιος ως μεγαλομέτοχος, ώστε να τον ελέγχει. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση. (3) Μπορεί επίσης να διατηρήσει την οικογενειακή φύση της εταιρίας,

κρατώντας τη διευθυντική του θέση ως ένας, ωστόσο, λιγότερο ικανός Διευθύνων Σύμβουλος ή μεταβιβάζοντάς τη σε μέλος της οικογενείας, το οποίο, συνήθως, δε διαθέτει τα προσόντα του επαγγελματία. Επιπλέον, ο Burkart και οι λοιποί (2003) υποστηρίζουν στη μελέτη τους ότι, τόσο η νομοθεσία, όσο και ο έλεγχος των ενεργειών του Διευθύνοντα Συμβούλου, συμβάλλουν στη μείωση της απαλλοτρίωσης του πλούτου των μετόχων.

Μέσω, λοιπόν, του προηγούμενου θεωρητικού μοντέλου, επεξηγείται η ύπαρξη των οικογενειακών εταιριών σε μεγάλο ποσοστό και η συνεχής μεταβίβασή τους από γενιά σε γενιά, σε χώρες με αναποτελεσματική νομική προστασία των μετόχων. Η οικογένεια επιτυγχάνει την εσωτερική του κόστους λόγω κατάχρησης των εταιρικών κεφαλαίων, ωστόσο είναι επιρρεπής σε κόστη λόγω κακοδιαχείρισης, καθώς επικρατεί η πεποίθηση ότι, οι κληρονόμοι είναι κατώτεροι των επαγγελματιών, ή ακόμη και των ιδρυτών, όσο αφορά στη διοίκηση της εταιρίας (Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003; Morck, 2000). Αυτό αποτελεί και τη βασική υπόθεση της παρούσας μελέτης. Ακολουθώντας τον Orelan (2007), αυτό που υποστηρίζεται είναι ότι, οι οικογενειακές εταιρίες σχετίζονται κυρίως με το κόστος λόγω κακοδιαχείρισης, ενώ οι μη οικογενειακές με το κόστος του ιδιωτικού οφέλους από τον έλεγχο αυτών. Υποθέτοντας ότι, το κόστος των διαφορετικών ιδιοκτησιακών δομών βρίσκεται πάνω κάτω στα ίδια επίπεδα, οι οικογενειακές και μη εταιρίες θα πρέπει να λειτουργούν με την ίδια επίδοση. Επιπροσθέτως, οι οικογενειακές εταιρίες, στις οποίες η θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου κατέχεται από μέλος της οικογενείας, αναμένεται να εμφανίζουν χειρότερη επίδοση, καθώς οι κληρονόμοι είναι υπαίτιοι για την ύπαρξη υψηλού κόστους κακοδιαχείρισης.

Οι οικογένειες, και ειδικότερα οι κληρονόμοι, αποκτούν μεγάλη δύναμη και εδραιώνονται όταν ελέγχουν τη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου. Το γεγονός αυτό αυξάνει το κόστος κακοδιαχείρισης.

Παρακάτω παρατίθενται οι μεταβλητές που εξετάζει η παρούσα εργασία. Η μεταβλητή Tobin's Q αποτελεί μία προσέγγιση της συμβολής του ανθρώπινου κεφαλαίου και των ευκαιριών ανάπτυξης, ήτοι των άυλων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, στην αγοραία αξία της. Χρησιμοποιείται, δηλαδή, ως μέτρο αξιολόγησης της επίδοσης (performance) της διοίκησης της εταιρίας, καθώς εμπεριέχει τον κίνδυνο των προσωπικών συμφερόντων όσων ελέγχουν την εταιρία και το πιθανό κόστος λόγω κακοδιαχείρισής της.

- total dept/total capital
- net working capit/current assets
- net profit margin
- long term capit/assets
- gross profit margin

- fixed assets turnover
- equity/fixed assets
- current turnover assets
- current ratio
- assets turnover
- Net Income
- ROA
- ROE
- Sales per employee
- Sales/Assets
- Tobin's Q
- Total debt/Equity
- Leverage

### 3.1 ICB Classification Structure

Από το 2008 έχει τεθεί σε εφαρμογή η νέα δομή του μοντέλου κλαδικής κατάταξης των εταιριών FTSE Dow Jones Industry Classification Benchmark (ICB)10, το οποίο διευκολύνει τη σύγκριση των εταιριών και υιοθετήθηκε από Χρηματιστήριο Αθηνών το 2006.

Η ταξινόμηση κατά ICB επιτρέπει τη σύγκριση των εταιριών σε τέσσερα επίπεδα κατάταξης.

Ο πρωταρχικός σκοπός της ICB είναι να παράσχει μια υπηρεσία στους επενδυτές και άλλους ενδιαφερόμενους ομαδοποιώντας τις εταιρίες, σε ομοιογενείς υποτομείς. Επίσης, από τις 20 Μαρτίου 2006 αλλάζει η ελληνική ονομασία των παρακάτω κλάδων:

- Από «Ολοκληρωμένες Λύσεις Πετρελαίου» σε «Καθετοποιημένες Εταιρίες Πετρελαίου & Φυσικού Αερίου»
- Από «Χρηματοδοτικές Μισθώσεις» σε «Χρηματοδοτικές Μισθώσεις & Διαφοροποιημένες Συμμετοχές»

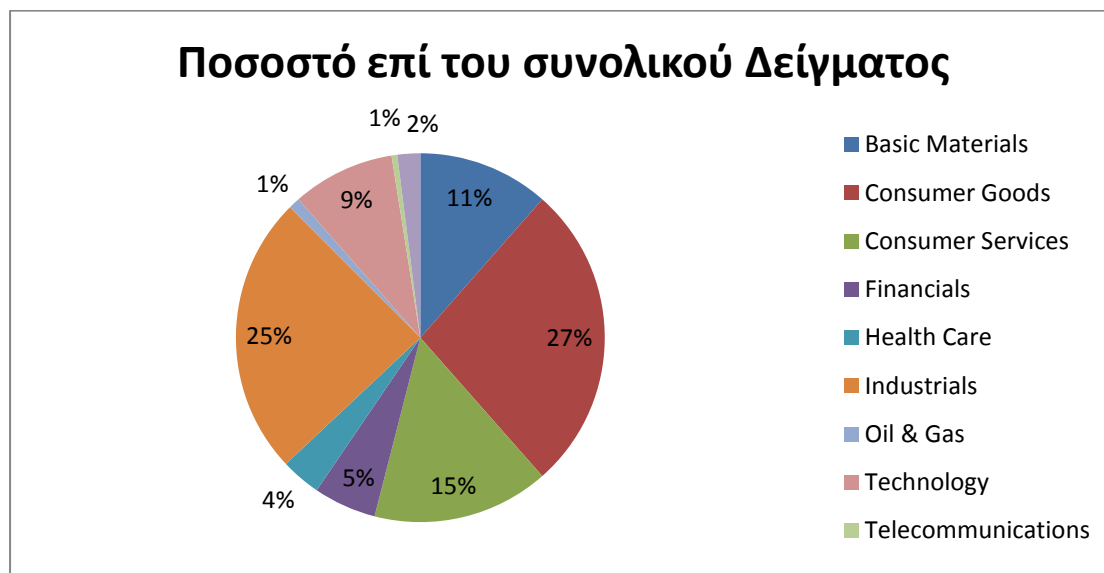
Συνέπεια των παραπάνω αλλαγών στην ταξινόμηση των εταιριών, πραγματοποιήθηκαν αλλαγές στην σύνθεση των κλαδικών δεικτών FTSE/Χ.Α. ώστε

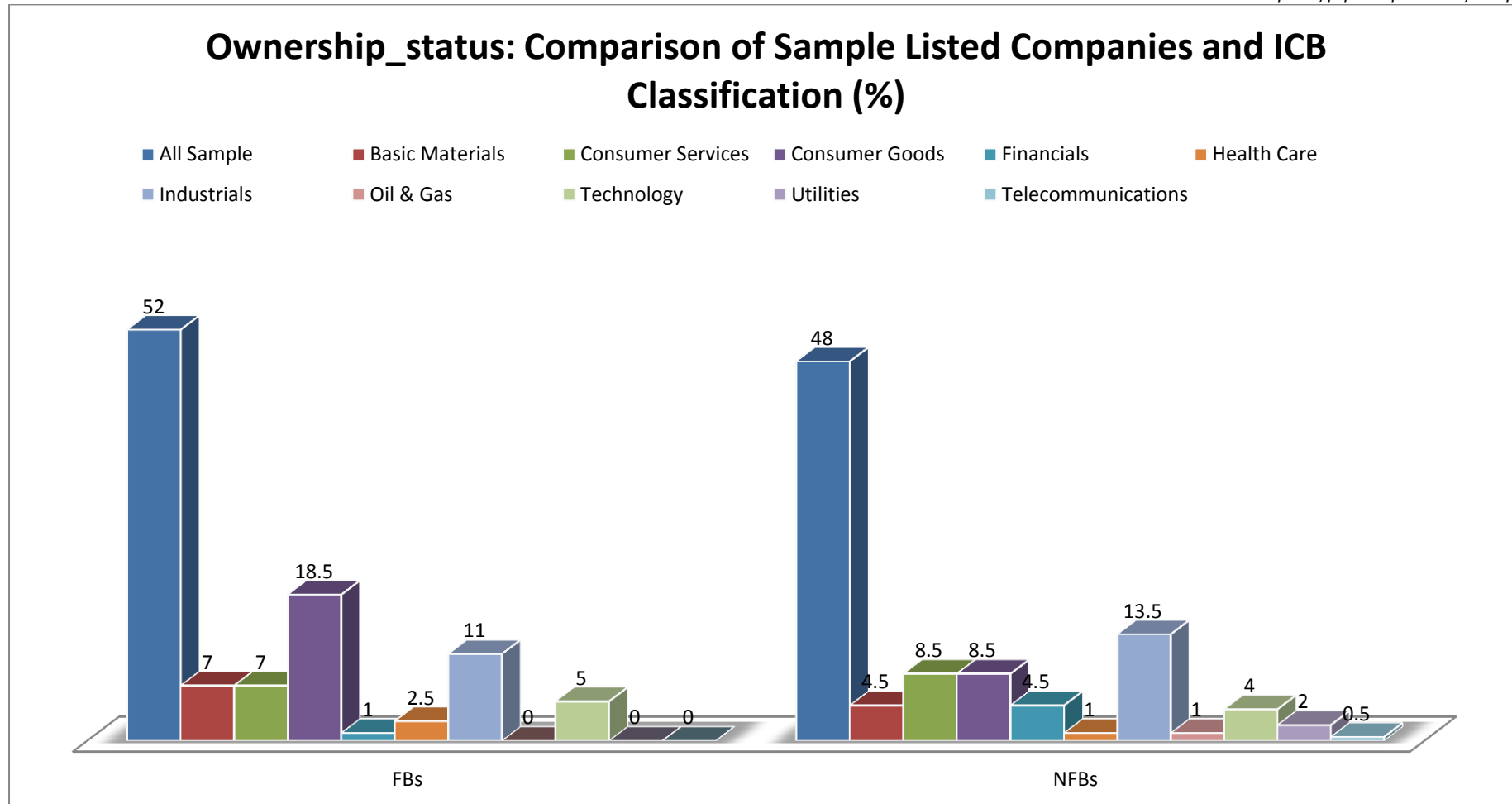
αυτοί να είναι συμβατοί με την αναθεωρημένη ταξινόμηση των εταιριών στους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας του μοντέλου ICB.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι βασικοί τομείς της οικονομικής δραστηριότητας σύμφωνα με την ταξινόμηση κατά ICB, στην οποία έχουν ταξινομηθεί η εταιρίες του δείγματος που αναλύθηκαν.

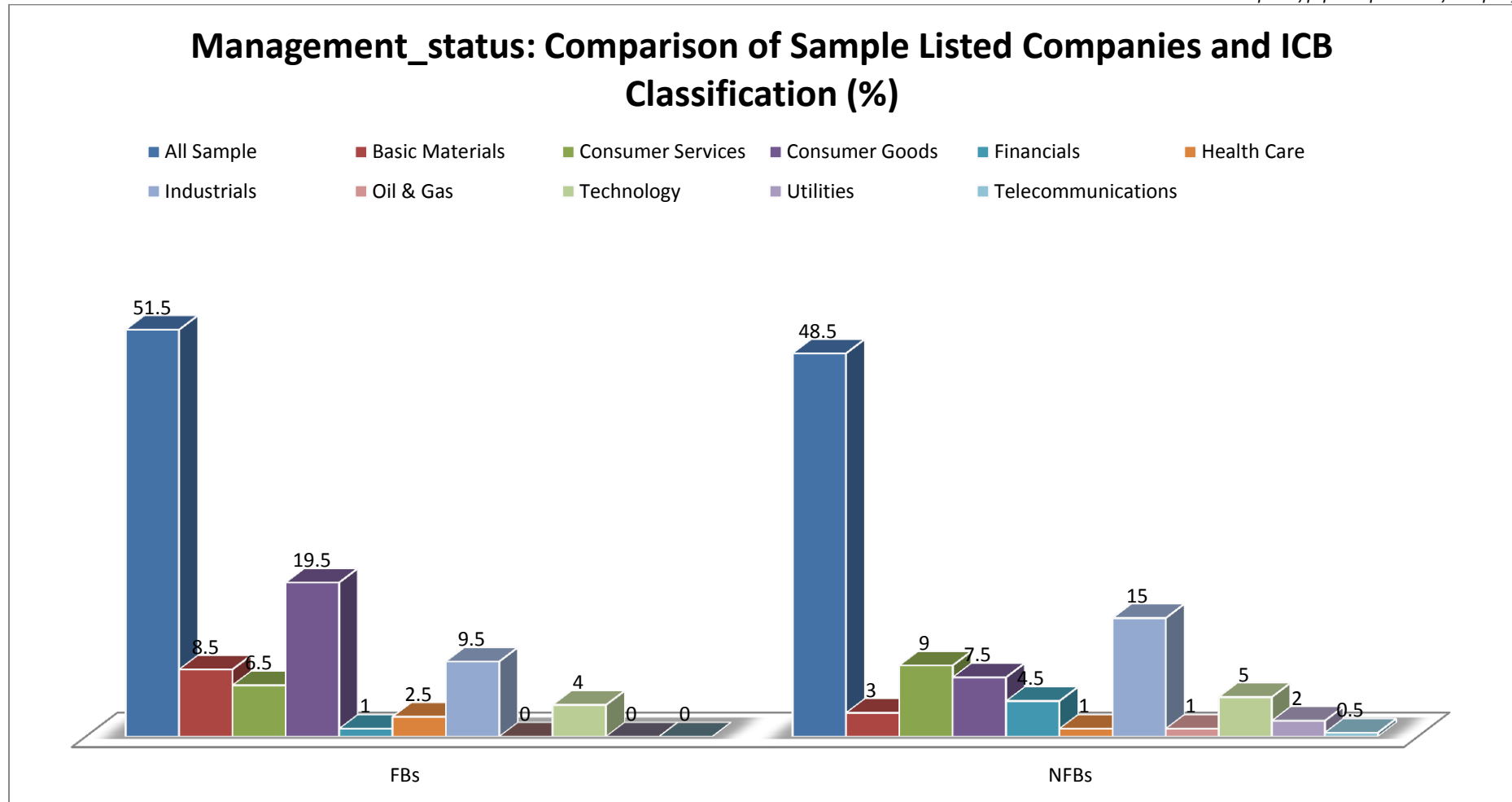
icb_classification	Ποσοστό επί του συνολικού Δείγματος	Percent	Cum.
Basic Materials	23	11.50	11.50
Consumer Goods	54	27.00	38.50
Consumer Services	31	15.50	54.00
Financials	11	5.50	59.50
Health Care	7	3.50	63.00
Industrials	49	24.50	87.50
Oil & Gas	2	1.00	88.50
Technology	18	9.00	97.50
Telecommunications	1	0.50	98.00
Utilities	4	2.00	100.00
<b>Total</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα:





Το παραπάνω γράφημα απεικονίζει το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων εταιριών του δείγματος, το οποίο είναι ταξινομημένο σύμφωνα με τη κατάταξη ICB.



Το παραπάνω γράφημα απεικονίζει το διοικητικό καθεστώς των εισηγμένων εταιριών του δείγματος, το οποίο είναι ταξινομημένο σύμφωνα με τη κατάταξη ICB.

Οι παρακάτω πίνακες αποτυπώνουν τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των εταιριών όπου το ιδιοκτησιακό καθεστώς καθώς και το διοικητικό

καθεστώς εκφράζεται ως ποσοστό επί του συνόλου του δείγματος των εισηγμένων εταιριών.

Ownership	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management	Fraction of Sample Listed Companies (%)
FBs	52	FBs	51,5
NFBs	48	NFBs	48,5

Ownership "Basic Materials"	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management "Basic Materials"	Fraction of Sample Listed Companies (%)
FBs	7	FBs	8,5
NFBs	4,5	NFBs	3

Ownership "Consumer Goods"	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management "Consumer Goods"	Fraction of Sample Listed Companies (%)
FBs	18,5	FBs	19,5
NFBs	8,5	NFBs	7,5

Ownership "Consumer Services"	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management "Consumer Services"	Fraction of Sample Listed Companies (%)
FBs	7	FBs	6,5
NFBs	8,5	NFBs	9

Ownership "Financials"	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management "Financials"	Fraction of Sample Listed Companies (%)
FBs	1	FBs	1
NFBs	4,5	NFBs	4,5

Ownership "Health Care"	Fraction of Sample Listed Companies (%)	Management "Health Care"	Fraction of Sample Listed Companies (%)

<b>FBs</b>	2,5	<b>FBs</b>	2,5
<b>NFBs</b>	1	<b>NFBs</b>	1

<b>Ownership "Industrials"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>	<b>Management "Industrials"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>
<b>FBs</b>	11	<b>FBs</b>	9,5
<b>NFBs</b>	13,5	<b>NFBs</b>	15

<b>Ownership "Oil &amp; Gas"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>	<b>Management "Oil &amp; Gas"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>
<b>FBs</b>	0	<b>FBs</b>	0
<b>NFBs</b>	1	<b>NFBs</b>	1

<b>Ownership "Technology"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>	<b>Management "Technology"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>
<b>FBs</b>	5	<b>FBs</b>	4
<b>NFBs</b>	4	<b>NFBs</b>	5

<b>Ownership "Utilities"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>	<b>Management "Utilities"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>
<b>FBs</b>	0	<b>FBs</b>	0
<b>NFBs</b>	2	<b>NFBs</b>	2

<b>Ownership "Telecommunications"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>	<b>Management "Telecommunications"</b>	<b>Fraction of Sample Listed Companies (%)</b>
<b>FBs</b>	0	<b>FBs</b>	0
<b>NFBs</b>	0,5	<b>NFBs</b>	0,5



## 4.Εμπειρικά Δεδομένα

### 4.1 Συγκεντρωτικά αποτελέσματα στατιστικής ανάλυσης

Έχοντας αναλύσει τη μεθοδολογία στην οποία βασίζεται η παρούσα μελέτη, καθώς και το δείγμα των εταιριών που συμμετέχουν, στην ενότητα που ακολουθεί παραθέτονται τα αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν.

Οι δύο παρακάτω πίνακες , συγκεντρωτικά παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης, που το δείγμα υποβλήθηκε για τα έτη 2008 και 2011.

Η στατιστική ανάλυση περιλαμβάνει την ανάλυση των 18 δεικτών για το σύνολο του δείγματος, όπως αυτό ταξινομήθηκε σε οικογενειακές (FBs) και μη οικογενειακές (NFBs) επιχειρήσεις.

<b><u>INDICATORS</u></b>	<b><u>2008</u></b>		<b>FBS</b>	<b>Difference</b>	<b>Significance</b>
	<b><u>N</u></b>	<b><u>Means</u></b>			
		<b>NFBs</b>			
total dept/total capital	200	0,3213	0,3332	0,3230	0,0001
net working capital/current assets	200	0,1221	-0,2042	-0,1446	0,0058
net profit margin	200	-0,0095	0,1397	-0,1002	0,1059
long term capit/assets	200	0,5940	0,6357	-0,0218	0,2441
gross profit margin	191	1,2298	1,0218	0,0135	0,3166
fixed assets turnover	200	2,1671	2,7012	-0,2412	0,0005
equity/fixed assets	200	1,5091	1,2560	-0,1057	0,4310
current turnover assets	200	1,6317	1,5897	-0,1265	0,6330
current ratio	200	1,4689	2,9675	-0,1593	0,3110
assets turnover	200	0,8244	0,7596	-0,1068	0,0000
Net Income	198	24,6876	-1,7343	-4,2699	0,0040
ROA	200	0,0329	0,0567	-3,9760	0,0001
ROE	194	-1,5562	0,3647	-7,4612	0,0004
Sales per employee	185	0,9843	0,2643	-0,0156	0,5250
Sales/Assets	200	1,0104	0,6709	-0,1168	0,0595
Tobin's Q	195	0,7225	0,7493	0,0103	0,8149
Total debt/Equity	193	1,3134	0,8125	0,0868	0,0429
leverage	195	0,3157	0,3501	0,0329	0,0011

<b><u>INDICATORS</u></b>	<b><u>2011</u></b>				
	<b><u>N</u></b>	<b><u>Means</u></b>		<b><u>Difference</u></b>	<b><u>Significance</u></b>
		<b><u>NFBs</u></b>	<b><u>FBS</u></b>		
total dept/total capital	200	0,3655	0,4175	0,3230	0,0014
net working capital/current assets	200	-0,1007	-0,6767	-0,1446	0,0001
net profit margin	200	-0,0737	-0,1812	-0,1002	0,0217
long term capit/assets	200	0,5664	0,4663	-0,0218	0,0057
gross profit margin	188	1,6837	1,4290	0,0135	0,2061
fixed assets turnover	200	1,5107	1,9004	-0,2412	0,0207
equity/fixed assets	200	2,1116	-9,3135	-0,1057	0,0003
current turnover assets	200	1,5151	1,8819	-0,1265	0,4475
current ratio	200	1,3878	3,2455	-0,1593	0,8623
assets turnover	200	0,6611	0,6611	-0,1068	0,1258
Net Income	198	-0,7362	-4,9419	-4,2699	0,1841
ROA	195	-5,8410	-5,1996	-3,9760	0,0010
ROE	178	-19,3822	-20,5078	-7,4612	0,0000
Sales per employee	197	0,7636	0,1467	-0,0156	0,3360
Sales/Assets	200	0,8786	0,5468	-0,1168	0,0000
Tobin's Q	200	0,7202	0,7468	0,0103	0,3052
Total debt/Equity	198	3,1227	2,1539	0,0868	0,1274
leverage	200	0,3557	0,4016	0,0329	0,0005

## 4.2 Αποτελέσματα στατιστικής ανάλυσης δείγματος ανά δείκτη

- **(total dept)/(total capital)**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη  $\frac{total\ dept}{total\ capital}$  για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

total_dept_total_capital2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,3104	0,1401	0,2790	0,0196	0,4512
<b>Consumer Goods</b>	0,3826	0,1815	0,3977	0,0329	0,4743
<b>Consumer Services</b>	0,3094	0,2296	0,2800	0,0527	0,7422
<b>Financials</b>	0,3098	0,1414	0,3588	0,0200	0,4564
<b>Health Care</b>	0,3712	0,1861	0,4236	0,0346	0,5014
<b>Industrials</b>	0,3248	0,1811	0,3358	0,0328	0,5575
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,0481	0,0680	0,0481	0,0046	1,4142
<b>Technology</b>	0,3318	0,1673	0,3853	0,0280	0,5042
<b>Telecommunications</b>	0,6007	-	0,6007	-	-
<b>Utilities</b>	0,1683	0,1316	0,1589	0,0173	0,7819

Οι επιχειρήσεις μπορούν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους, είτε μέσω δανεισμού είτε με ίδια κεφάλαια. Ο λόγος του χρέους προς το κεφάλαιο μας δίνει μια ιδέα της οικονομικής δομής μιας επιχείρησης, ή πώς να χρηματοδοτεί τις εργασίες της, μαζί με κάποια εικόνα για την οικονομική της ισχύ. Αυτό σημαίνει ότι εάν μια εταιρεία με τον δείκτη αυτό, σε σύγκριση με το γενικό ή μέσο όρο του κλάδου, τότε η εταιρία αυτή παρουσιάζει μικρή οικονομική δύναμη, επειδή το κόστος αυτών των χρεών μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς την εταιρεία και να αυξήσει τον κίνδυνο αδυναμίας αποπληρωμής.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των πετρελαιοειδών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

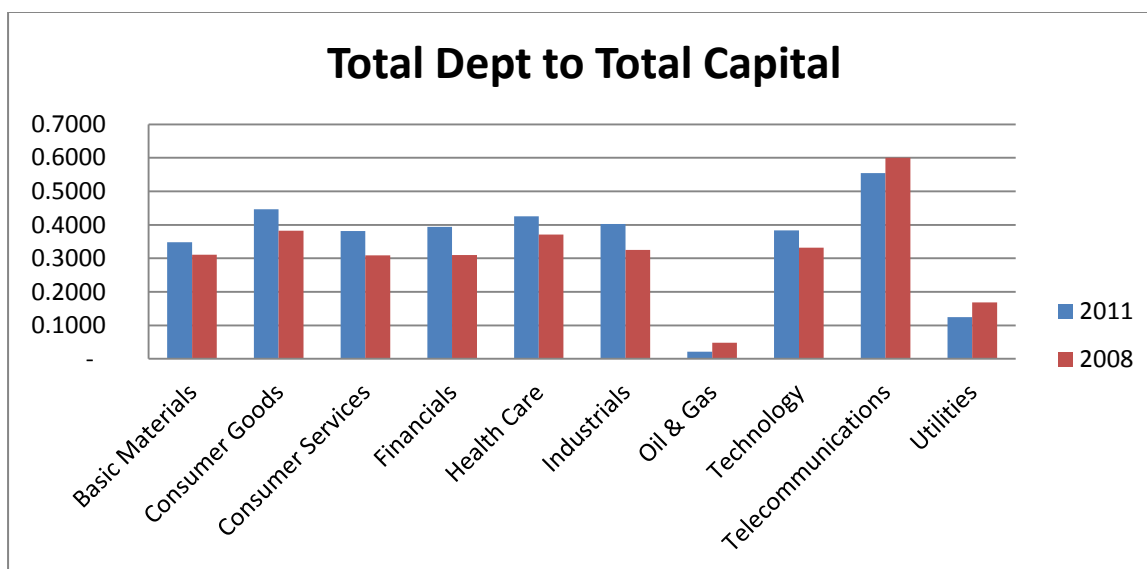
Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη  $\frac{total\ dept}{total\ capital}$  για το έτος **2011**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

total_dept_total_capital2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,3481	0,1735	0,3360	0,0301	0,4983
Consumer Goods	0,4461	0,2416	0,4279	0,0584	0,5415
Consumer Services	0,3814	0,4430	0,3140	0,1963	1,1615
Financials	0,3943	0,2411	0,3455	0,0581	0,6114
Health Care	0,4255	0,2219	0,4966	0,0492	0,5215
Industrials	0,4023	0,2611	0,3965	0,0682	0,6491
Oil & Gas	0,0212	0,0300	0,0212	0,0009	1,4142
Technology	0,3839	0,4450	0,3493	0,1980	1,1591
Telecommunications	0,5542	-	0,5542	-	-
Utilities	0,1244	0,0857	0,1445	0,0073	0,6889

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011, ενώ ο κλάδος των πετρελαιοειδών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011.

Παρατηρούμε ότι η αναλογία του δείκτη  $\frac{total\ dept}{total\ capital}$  δεν έχει αλλάξει σημαντικά από το 2008 έως το 2011, για τις εταιρίες του δείγματος και κατά συνέπεια για τον κλάδο στον οποίο ταξινομήθηκαν.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης χρέους προς κεφάλαιο ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest total_dept_total_capital2008 == total_dept_total_capital2011

Paired t test
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
Variable |      Obs      Mean      Std. Err.      Std. Dev.      [95% Conf. Interval]
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
to~12008 |      200      .33329      .0130683      .1848134      .3075199      .3590601
to~12011 |      200      .3947661      .0212594      .3006534      .3528435      .4366887
-----+-----+-----+-----+-----+-----+
diff |      200      -.0614761      .0144693      .2046262      -.0900088      -.0329433
-----+-----+-----+-----+-----+
mean(diff) = mean(total_dept_~2008 - total_dept_~2011)      t = -4.2487
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom =      199

Ha: mean(diff) < 0      Ha: mean(diff) != 0      Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000
```

- **(net working capital)/(current assets)**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη  $\frac{\text{net working capital}}{\text{current assets}}$  για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

net_working_capital/curren_assets2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,2281	0,2902	0,2609	0,0842	1,2724
<b>Consumer Goods</b>	0,1617	0,6561	0,3193	0,4305	4,0569
<b>Consumer Services</b>	0,0526	0,9763	0,3043	0,9532	1,8576
<b>Financials</b>	-0,2822	1,9543	0,1484	3,8194	-6,9245
<b>Health Care</b>	-0,0545	0,8394	0,3269	0,7046	-1,5410
<b>Industrials</b>	0,2559	0,3664	0,3192	0,1343	1,4320
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,4869	0,1052	0,4869	0,0111	0,2160
<b>Technology</b>	0,2311	0,6910	0,4179	0,4774	2,9904
<b>Telecommunications</b>	-0,9387	-	-0,9387	-	-
<b>Utilities</b>	0,3402	0,1503	0,3575	0,0226	0,4418

Ο δείκτης  $\frac{\text{net working capital}}{\text{current assets}}$  μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές υποχρεώσεις της. Αυτή η αναλογία μας παρέχει κάποιες πληροφορίες ως προς τη ρευστότητα της εταιρείας. Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο πιο μεγάλη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

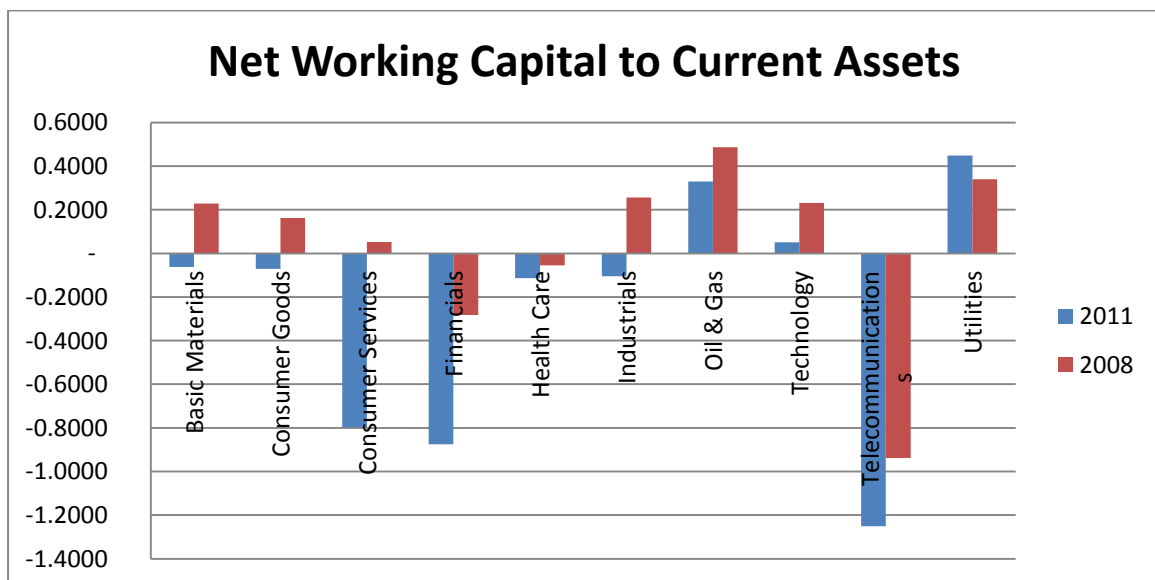
Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των πετρελαιοειδών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους

κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

net_working_capital/curren_assets2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	- 0,0624	0,5273	0,0786	0,2781	- 8,4566
Consumer Goods	- 0,0713	1,0906	0,2172	1,1895	- 15,3057
Consumer Services	- 0,7977	2,3721	- 0,0505	5,6270	- 2,9736
Financials	- 0,8746	1,8114	- 0,1647	3,2811	- 2,0712
Health Care	- 0,1142	0,7928	0,1976	0,6285	- 6,9437
Industrials	- 0,1046	1,0444	0,1057	1,0908	- 9,9869
Oil & Gas	0,3296	0,0505	0,3296	0,0026	0,1533
Technology	0,0515	0,6043	0,2092	0,3652	1,1745
Telecommunications	- 1,2504	-	- 1,2504	-	-
Utilities	0,4476	0,1550	0,4201	0,0240	0,3462

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των πετρελαιοειδών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest net_working_capit_curren_assets2 == net_working_capit_curren_assets0

Paired t test
-----
Variable |      Obs      Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
net_wo~2 |      198    .1523848    .054144    .7618736    .0456085    .259161
net_wo~0 |      198   -.2112856    .0938548    1.320654   -.3963747   -.0261966
-----+-----
diff |      198    .3636704    .0727389    1.023527    .2202236    .5071173
-----+-----
mean(diff) = mean(net_working_ca~2 - net_working_ca~0)      t =    4.9997
Ho: mean(diff) = 0                                           degrees of freedom =    197

Ha: mean(diff) < 0                                           Ha: mean(diff) != 0                                           Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 1.0000                                           Pr(|T| > |t|) = 0.0000                                           Pr(T > t) = 0.0000
```

- **net profit margin**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *net profit margin* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

net_profit_margin2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	- 0,0078	0,1565	0,0042	0,0245	- 20,1008
<b>Consumer Goods</b>	0,0460	0,3298	0,0223	0,1088	7,1661
<b>Consumer Services</b>	0,0199	0,3807	0,0529	0,1449	19,0887
<b>Financials</b>	0,3929	1,1038	0,0145	1,2184	2,8093
<b>Health Care</b>	- 0,1530	0,2752	- 0,0322	0,0757	- 1,7980
<b>Industrials</b>	- 0,1101	1,4572	0,0211	2,1233	- 13,2343
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,2329	0,1926	0,2329	0,0371	0,8268
<b>Technology</b>	0,0835	0,1814	0,0806	0,0329	2,1711
<b>Telecommunications</b>	- 0,2230	.	- 0,2230	.	.
<b>Utilities</b>	- 0,0112	0,3614	- 0,1395	0,1306	- 32,3753

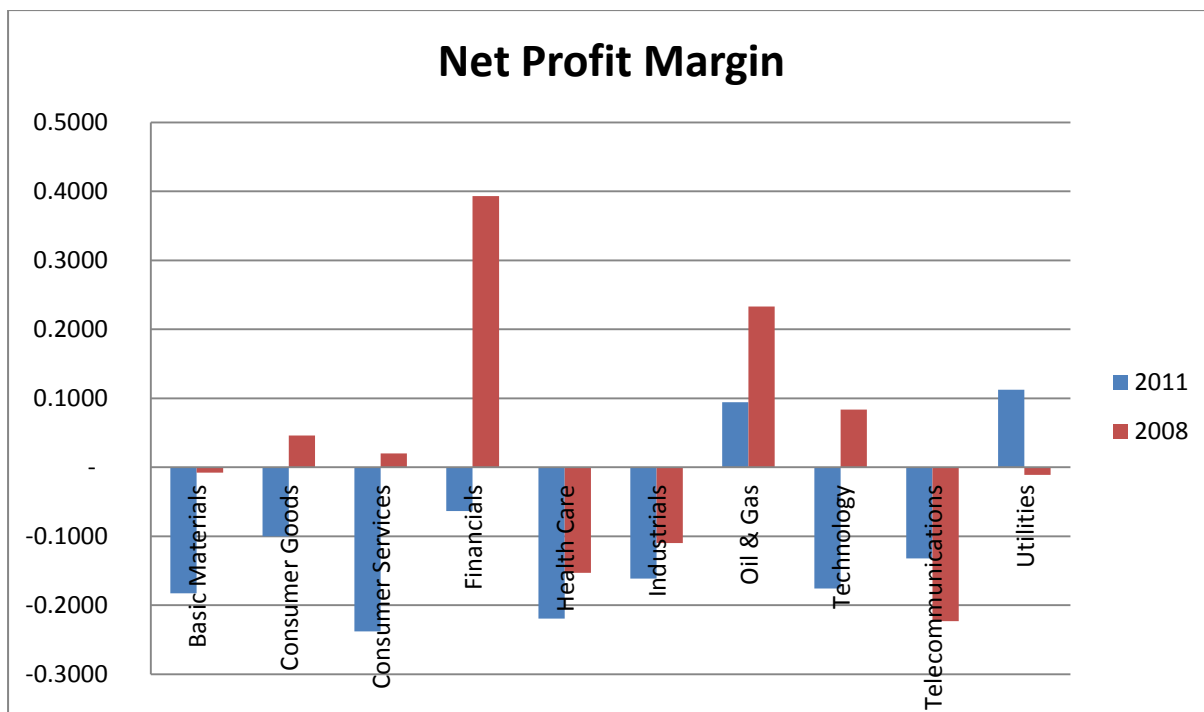
Το περιθώριο καθαρού κέρδους είναι πολύ χρήσιμο εργαλείο κατά τη σύγκριση των εταιριών σε παρόμοιες βιομηχανίες. Ένα υψηλότερο περιθώριο καθαρού κέρδους δείχνει μια πιο κερδοφόρα εταιρεία που έχει καλύτερο έλεγχο του κόστους του σε σχέση με τους ανταγωνιστές της. Οι μέτοχοι μίας εταιρίας παρακολουθούν στενά το καθαρό περιθώριο κέρδους, γιατί ο δείκτης αυτός δείχνει το πόσο «καλή» είναι μια εταιρία στο να μετατρέπει τα έσοδα σε κέρδη για τους ίδιους.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των χρηματοοικονομικών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

net_profit_margin2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	- 0,1827	0,2681	- 0,1457	0,0719	- 1,4670
Consumer Goods	- 0,1004	0,2447	- 0,0831	0,0599	- 2,4383
Consumer Services	- 0,2381	0,6515	- 0,0791	0,4244	- 2,7357
Financials	- 0,0636	0,3955	- 0,0445	0,1564	- 6,2201
Health Care	- 0,2193	0,3464	- 0,2228	0,1200	- 1,5798
Industrials	- 0,1614	0,7417	- 0,0923	0,5501	- 4,5967
Oil & Gas	0,0944	0,0951	0,0944	0,0090	1,0069
Technology	- 0,1756	0,6430	0,0296	0,4134	- 3,6616
Telecommunications	- 0,1324	.	- 0,1324	.	.
Utilities	0,1125	0,4306	0,1062	0,1854	3,8265

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011, ενώ ο κλάδος παροχής υπηρεσιών για τους καταναλωτές έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.



```
ttest net_profit_margin2008 == net_profit_margin2011
```

Paired t test

```
-----
Variable |      Obs      Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
net_pr~8 |     199   .0130246   .0567499   .8005556   -.0988872   .1249363
net_pr~1 |     199  -.147084   .0372094   .5249025  -.2204615  -.0737065
-----+-----
diff |     199   .1601086   .0505016   .7124121   .0605186   .2596985
-----+-----
      mean(diff) = mean(net_profit_~2008 - net_profit_~2011)      t =      3.1704
Ho: mean(diff) = 0                                           degrees of freedom =      198

Ha: mean(diff) < 0           Ha: mean(diff) != 0           Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.9991           Pr(|T| > |t|) = 0.0018           Pr(T > t) = 0.0009
```

- **long term capital/assets**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *long term capital/assets* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

long_term_capit_assets2008	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,6315	0,1692	0,6678	0,0286	0,2679
Consumer Goods	0,6133	0,1846	0,6291	0,0341	0,3010
Consumer Services	0,6116	0,3696	0,7305	0,1366	0,6043
Financials	0,6473	0,1776	0,6421	0,0315	0,2744
Health Care	0,6532	0,2522	0,7090	0,0636	0,3861
Industrials	0,6312	0,2112	0,6374	0,0446	0,3346
Oil & Gas	0,6538	0,1131	0,6538	0,0128	0,1730
Technology	0,5825	0,4435	0,6983	0,1967	0,7613
Telecommunications	0,4478	.	0,4478	.	.
Utilities	0,6261	0,1866	0,6530	0,0348	0,2980

Ο δείκτης  $\frac{\text{long term capital}}{\text{assets}}$  μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να καλύψει τις μακροχρόνιες οικονομικές υποχρεώσεις της . Αυτή η αναλογία μας παρέχει κάποιες πληροφορίες ως προς τη ρευστότητα της εταιρείας. Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο πιο μεγάλη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

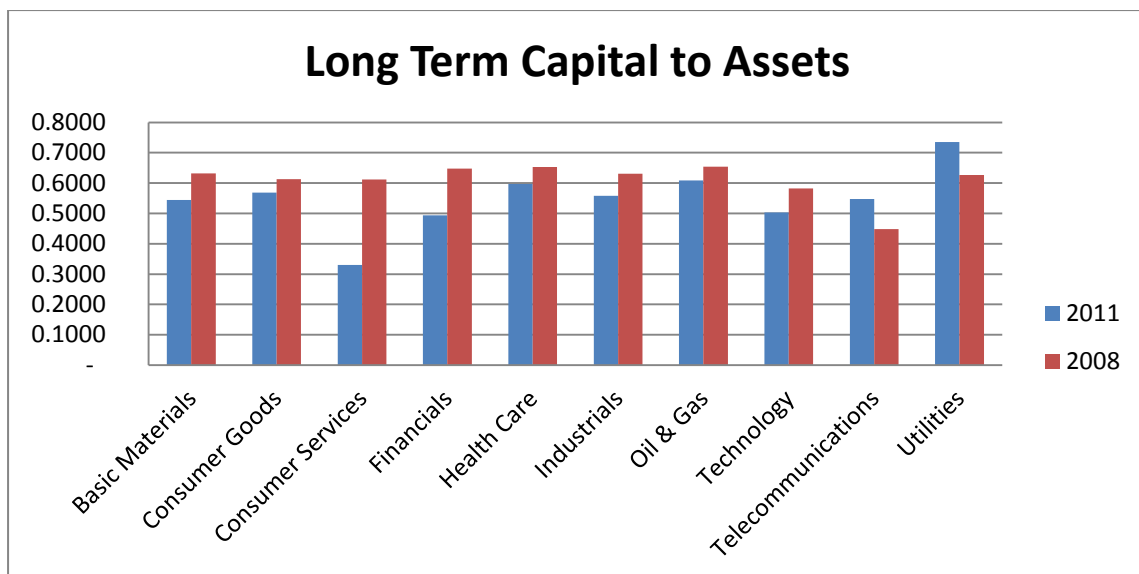
Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των πετρελαιοειδών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους

κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

long_term_capit_assets2011	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,5444	0,2231	0,5547	0,0498	0,4098
<b>Consumer Goods</b>	0,5690	0,2396	0,6177	0,0574	0,4210
<b>Consumer Services</b>	0,3300	1,2397	0,6478	1,5369	3,7567
<b>Financials</b>	0,4939	0,3227	0,5072	0,1042	0,6534
<b>Health Care</b>	0,5970	0,2241	0,6565	0,0502	0,3753
<b>Industrials</b>	0,5581	0,3054	0,5856	0,0933	0,5472
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,6081	0,0994	0,6081	0,0099	0,1635
<b>Technology</b>	0,5035	0,5014	0,6605	0,2514	0,9958
<b>Telecommunications</b>	0,5479	.	0,5479	.	.
<b>Utilities</b>	0,7355	0,0692	0,7288	0,0048	0,0941

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011, ενώ ο κλάδος παροχής υπηρεσιών για τους καταναλωτές έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2011.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest long_term_capit_assets2008 == long_term_capit_assets2011

Paired t test
-----
Variable |      Obs      Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
lon~2008 |      200    .6198305   .0180164    .2547898    .584303    .655358
lon~2011 |      200    .5210344   .0394533    .5579538    .4432343    .5988346
-----+-----
diff |      200    .0987961   .0315104    .4456237    .036659    .1609331

mean(diff) = mean(long_term_c~2008 - long_term_c~2011)      t =    3.1354
Ho: mean(diff) = 0                                           degrees of freedom =    199

Ha: mean(diff) < 0                Ha: mean(diff) != 0                Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.9990                Pr(|T| > |t|) = 0.0020                Pr(T > t) = 0.0010
```

- **gross profit margin**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *gross profit margin* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

gross_profit_margin2008	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,7046	0,1639	0,7423	0,0269	0,2326
Consumer Goods	0,7227	0,1663	0,7143	0,0277	0,2301
Consumer Services	1,7337	5,1600	0,8110	26,6256	2,9764
Financials	0,6848	0,2439	0,7410	0,0595	0,3562
Health Care	0,7642	0,1595	0,7979	0,0255	0,2088
Industrials	0,7296	0,2005	0,7686	0,0402	0,2748
Oil & Gas	0,6315	0,0108	0,6315	0,0001	0,0170
Technology	3,3423	10,7236	0,7262	114,9965	3,2085
Telecommunications	0,9557	.	0,9557	.	.
Utilities	0,8158	0,2110	0,9007	0,0445	0,2586

Το μικτό περιθώριο κέρδους δεν είναι μια ακριβής εκτίμηση της στρατηγικής τιμολόγησης της εταιρείας, αλλά μπορεί να μας δώσει μια καλή ένδειξη των οικονομικών της. Σε γενικές γραμμές, το μικτό περιθώριο κέρδους μιας εταιρίας θα πρέπει να είναι σταθερό. Δεν πρέπει να κυμαίνεται πολύ από τη μια περίοδο στην άλλη, εκτός αν ο κλάδος που υπάγεται έχει υποστεί δραστικές αλλαγές που θα επηρεάσουν το κόστος των αγαθών που πωλούνται ή τις πολιτικές τιμολόγησης.

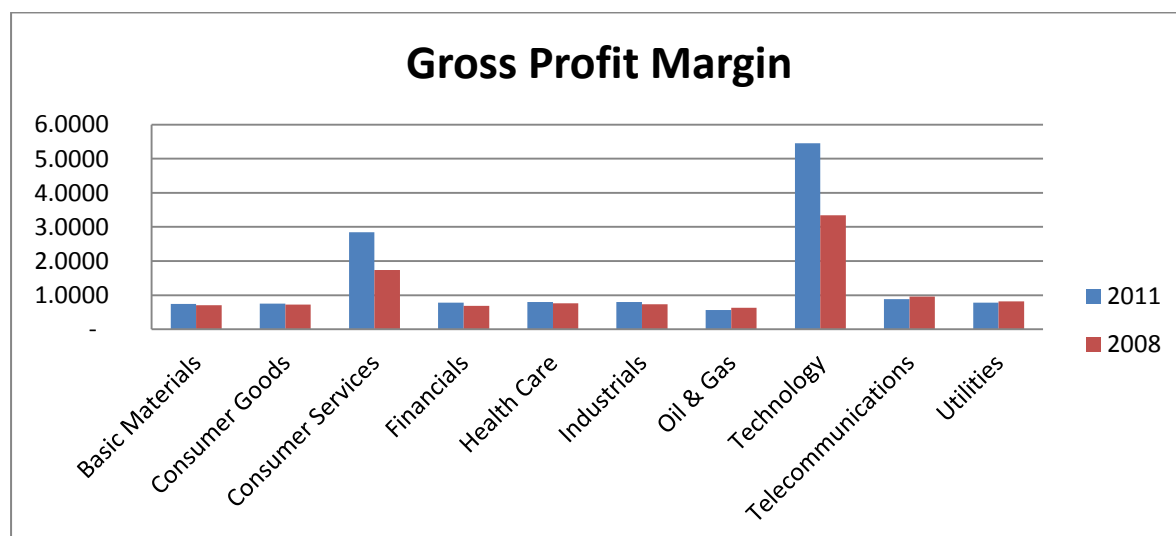
Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των εταιριών παρασκευής καταναλωτικών αγαθών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

gross_profit_margin2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,7448	0,1992	0,7880	0,0397	0,2675
Consumer Goods	0,7473	0,1771	0,7587	0,0314	0,2369
Consumer Services	2,8458	10,6559	0,8535	113,5481	3,7445
Financials	0,7839	0,1514	0,8387	0,0229	0,1931
Health Care	0,7970	0,1881	0,7534	0,0354	0,2360
Industrials	0,8020	0,3807	0,8049	0,1449	0,4746
Oil & Gas	0,5649	0,0897	0,5649	0,0080	0,1588
Technology	5,4527	19,6330	0,7122	385,4552	3,6006
Telecommunications	0,8866	.	0,8866	.	.
Utilities	0,7843	0,2602	0,8326	0,0677	0,3318

Παρατηρώντας τους δύο παραπάνω πίνακες παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει καμία δραματική αλλαγή στο μικτό περιθώριο κέρδους των βασικών κλάδων της ελληνικής οικονομίας, παρότι τα έτη 2008 και 2011 η οικονομική κρίση που πλήττει τη χώρα είναι σε εξέλιξη.

Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις σε όλους τους τομείς μπορεί να μείωσαν το μικτό περιθώριο κέρδους, δεν άλλαξαν όμως την τιμολογιακή τους πολιτική, πράγμα αναμενόμενο μιας και το έτος 2008 είναι η αφετηρία της οικονομικής κρίσης και στο έτος 2011 η οικονομική ανάπτυξη της χώρας είναι στο ναδίρ της.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest gross_profit_margin2008 == gross_profit_margin2011

Paired t test
-----
Variable |      Obs      Mean   Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
-----+-----
gro~2008 |     187    1.103903   .2727174    3.729354    .5658859    1.64192
gro~2011 |     187    1.506219   .5263174    7.197282    .4679002    2.544538
-----+-----
diff |     187   -.4023163   .2543253    3.477847   -.9040494    .0994168

mean(diff) = mean(gross_profi~2008 - gross_profi~2011)      t = -1.5819
Ho: mean(diff) = 0                                           degrees of freedom = 186

Ha: mean(diff) < 0           Ha: mean(diff) != 0           Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.0577          Pr(|T| > |t|) = 0.1154          Pr(T > t) = 0.9423
```

- **Fixed assets turnover**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *fixed assets turnover* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

<b>fixed_assets_turnover2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	3,4797	5,6739	1,3277	32,1932	1,6306
<b>Consumer Goods</b>	2,2658	2,7179	1,5388	7,3870	1,1996
<b>Consumer Services</b>	1,5381	1,7093	0,9524	2,9216	1,1113
<b>Financials</b>	1,5394	1,3895	1,1682	1,9307	0,9026
<b>Health Care</b>	1,2439	1,3023	0,7703	1,6959	1,0470
<b>Industrials</b>	1,9165	2,2034	1,4509	4,8552	1,1497
<b>Oil &amp; Gas</b>	3,2154	2,1326	3,2154	4,5480	0,6633
<b>Technology</b>	6,5132	15,3554	1,6910	235,7889	2,3576
<b>Telecommunications</b>	0,4580	.	0,4580	.	.
<b>Utilities</b>	1,7079	1,5396	0,9844	2,3704	0,9014

Μια υψηλή τιμή του δείκτη αυτού μας δείχνει ότι μια επιχείρηση:

- Κάνει πωλήσεις κάνοντας χρήση ενός σχετικά μικρό ποσού των παγίων περιουσιακών της στοιχείων
- Πιθανώς μας δείχνει ότι η εταιρία κάνει χρήση του outsourcing προκειμένου να αποφύγει να επενδύσει σε πάγια περιουσιακά της στοιχεία
- Και πιθανώς να πουλά την περίσσεια των παγίων περιουσιακών της στοιχείων

Μια χαμηλή τιμή του δείκτη αυτού μας δείχνει ότι μια επιχείρηση:

- Έχει υπερεπενδύσει σε πάγια περιουσιακά στοιχεία
- Χρειάζεται να παράγει νέα προϊόντα για να αναβιώσει τις πωλήσεις της

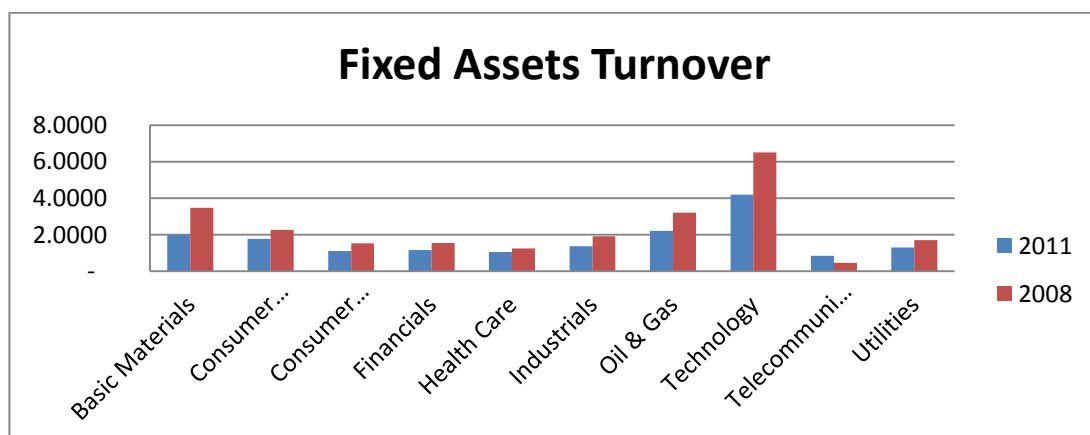
Η παρατήρηση του δείκτη αυτού είναι χρήσιμη σε έναν επενδυτή, ο οποίος θέλει να ξέρει πόσο καλά μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να αυξήσει τον κύκλο εργασιών της και άρα τις πωλήσεις.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

fixed_assets_turnover2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	1,9996	2,9205	1,0566	8,5292	1,4605
Consumer Goods	1,7732	2,8635	1,0440	8,1996	1,6149
Consumer Services	1,1108	1,5169	0,5284	2,3009	1,3655
Financials	1,1656	1,2233	1,0970	1,4964	1,0495
Health Care	1,0541	1,0293	0,5098	1,0595	0,9765
Industrials	1,3687	2,0669	0,9653	4,2722	1,5102
Oil & Gas	2,2111	2,2839	2,2111	5,2163	1,0329
Technology	4,1995	7,9395	1,3394	63,0354	1,8906
Telecommunications	0,8464	.	0,8464	.	.
Utilities	1,2991	0,7169	1,0080	0,5140	0,5519

Παρατηρούμε ότι η αναλογία του δείκτη *fixed assets turnover* δεν έχει αλλάξει σημαντικά από το 2008 έως το 2011, για τις εταιρίες του δείγματος και κατά συνέπεια για τον κλάδο στον οποίο ταξινομήθηκαν.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest fixed_assets_turnover2008 == fixed_assets_turnover2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
fix~2008	200	2.502864	.3836879	5.426167	1.746248	3.25948
fix~2011	200	1.747494	.2315803	3.27504	1.290828	2.20416
diff	200	.75537	.2007445	2.838956	.3595105	1.151229

mean(diff) = mean(fixed\_asset~2008 - fixed\_asset~2011)      t = 3.7628  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 199

Ha: mean(diff) < 0      Ha: mean(diff) != 0      Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T < t) = 0.9999      Pr(|T| > |t|) = 0.0002      Pr(T > t) = 0.0001

- **Equity/ fixed assets**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της στατικής ανάλυσης του δείκτη  $\frac{equity}{fixed\ assets}$  για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

equity_fixed_assets2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	1,0371	0,6330	0,8474	0,4007	0,6104
<b>Consumer Goods</b>	1,1036	1,4581	0,7892	2,1261	1,3212
<b>Consumer Services</b>	0,8176	0,6344	0,7867	0,4024	0,7759
<b>Financials</b>	0,8016	0,4791	0,6060	0,2295	0,5977
<b>Health Care</b>	0,7271	0,4513	0,7097	0,2037	0,6207
<b>Industrials</b>	1,0419	1,1930	0,8792	1,4232	1,1451
<b>Oil &amp; Gas</b>	1,7929	0,0881	1,7929	0,0078	0,0491
<b>Technology</b>	4,9611	13,4997	0,9059	182,2426	2,7211
<b>Telecommunications</b>	- 0,1047	.	- 0,1047	.	.
<b>Utilities</b>	1,1262	0,3823	0,9679	0,1461	0,3395

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

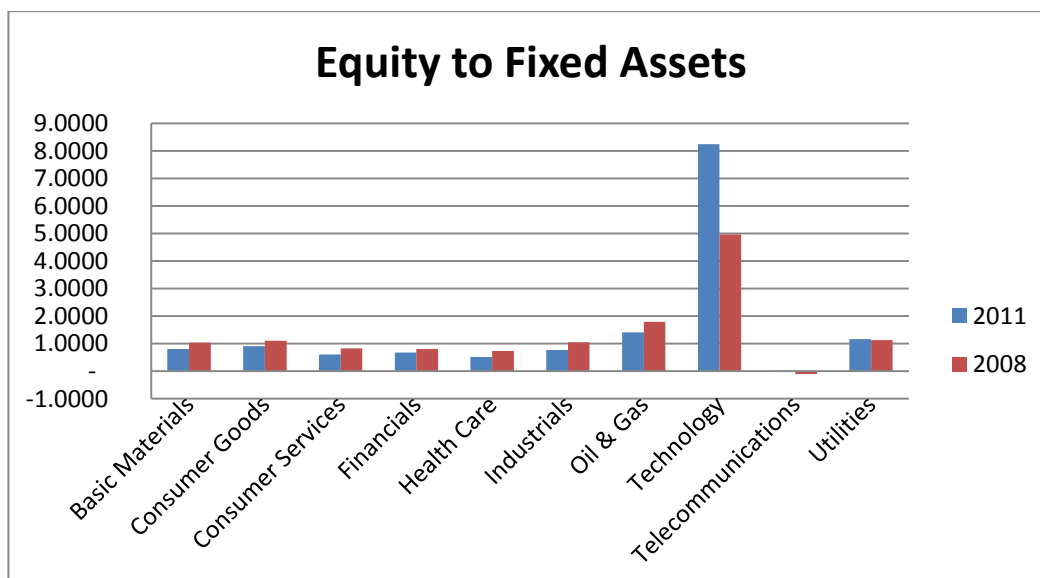
Ο δείκτης μας δείχνει τη σχετική έκθεση των μετόχων και των δανειστών, προς τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης. Για παράδειγμα αν ο δείκτης, είναι 0,9, αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι έχουν χρηματοδοτήσει το 90% των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Το υπόλοιπο 10% καθώς και

κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία και επενδύσεις, έχουν όλα χρηματοδοτηθεί από τους δανειστές.

equity_fixed_assets2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,7953	0,5601	0,6586	0,3137	0,7043
Consumer Goods	0,8988	1,5997	0,7045	2,5590	1,7798
Consumer Services	0,5991	0,7243	0,6081	0,5246	1,2090
Financials	0,6735	0,8134	0,4982	0,6616	1,2077
Health Care	0,5085	0,4664	0,3850	0,2175	0,9171
Industrials	0,7690	1,0465	0,6085	1,0951	1,3608
Oil & Gas	1,4092	0,0603	1,4092	0,0036	0,0428
Technology	8,2427	29,4850	0,8071	869,3626	3,5771
Telecommunications	0,0114	.	0,0114	.	.
Utilities	1,1582	0,3158	1,1261	0,0997	0,2726

Παρατηρούμε ότι η αναλογία του δείκτη  $\frac{equity}{fixed\ assets}$  δεν έχει αλλάξει σημαντικά από το 2008 έως το 2011, για τις εταιρίες του δείγματος και κατά συνέπεια για τον κλάδο στον οποίο ταξινομήθηκαν.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.



ttest equity\_fixed\_assets2008 == equity\_fixed\_assets2011

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
equ~2008	199	1.369735	.3004987	4.239055	.7771459	1.962323
equ~2011	199	1.453667	.6355256	8.965192	.2003997	2.706935
diff	199	-.0839328	.3487929	4.920329	-.7717585	.6038929

mean(diff) = mean(equity\_fixe~2008 - equity\_fixe~2011)      t = -0.2406  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 198

Ha: mean(diff) < 0      Ha: mean(diff) != 0      Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T < t) = 0.4050      Pr(|T| > |t|) = 0.8101      Pr(T > t) = 0.5950

- **Current turnover assets**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *current turnover assets* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

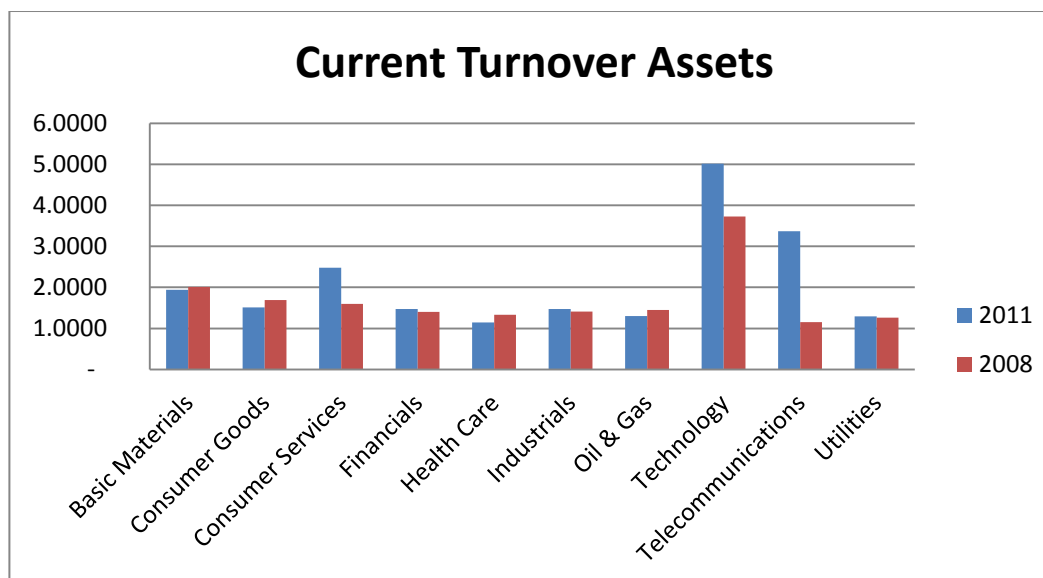
current_turnover_assets2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	2,0080	2,6477	1,3328	7,0105	1,3186
<b>Consumer Goods</b>	1,6917	1,6827	1,2818	2,8314	0,9947
<b>Consumer Services</b>	1,6004	1,5815	1,3314	2,5012	0,9882
<b>Financials</b>	1,4051	0,6754	1,4080	0,4562	0,4807
<b>Health Care</b>	1,3314	0,7189	1,0301	0,5169	0,5400
<b>Industrials</b>	1,4104	0,9233	1,2993	0,8524	0,6546
<b>Oil &amp; Gas</b>	1,4468	0,4821	1,4468	0,2324	0,3332
<b>Technology</b>	3,7260	9,2944	1,5740	86,3854	2,4945
<b>Telecommunications</b>	1,1500	.	1,1500	.	.
<b>Utilities</b>	1,2582	0,6006	1,4454	0,3607	0,4773

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Μία υψηλή τιμή του δείκτη αυτού δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να επιτευχθεί το μέγιστο των πωλήσεων με ελάχιστη επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία.

current_turnover_assets2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	1,9371	2,9429	1,2523	8,6608	1,5193
Consumer Goods	1,5122	1,6376	1,0034	2,6817	1,0829
Consumer Services	2,4792	6,8725	1,1136	47,2309	2,7721
Financials	1,4709	1,0573	1,3455	1,1180	0,7188
Health Care	1,1422	0,7958	0,8094	0,6333	0,6967
Industrials	1,4692	2,1567	1,1430	4,6514	1,4680
Oil & Gas	1,2997	1,0174	1,2997	1,0351	0,7828
Technology	5,0143	14,9159	1,3852	222,4835	2,9746
Telecommunications	3,3665	.	3,3665	.	.
Utilities	1,2917	0,4332	1,2723	0,1877	0,3354

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest current_turnover_assets2008 == current_turnover_assets2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
cu~s2008	200	1.785869	.2230392	3.154251	1.346046	2.225693
cu~s2011	200	2.003113	.3876924	5.482799	1.2386	2.767626
diff	200	-.2172437	.2424604	3.428907	-.695365	.2608776

```
mean(diff) = mean(current_tur~2008 - current_tur~2011)      t = -0.8960
Ho: mean(diff) = 0                                           degrees of freedom = 199
```

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.1857

Ha: mean(diff) != 0  
**Pr(|T| > |t|) = 0.3713**

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.8143

- **Current ratio**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *current ratio* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

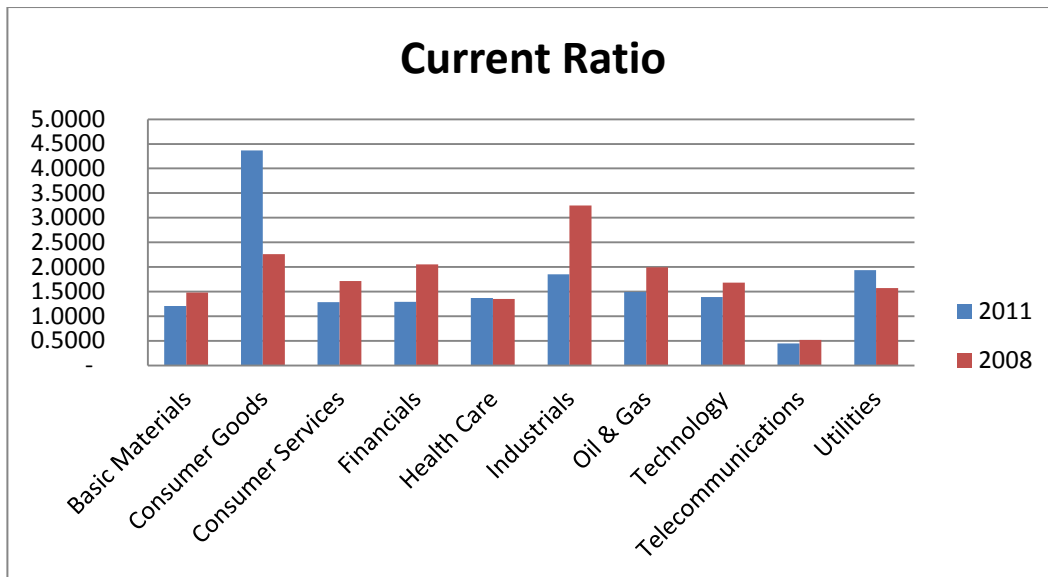
<b>current_ratio2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	1,4828	0,5789	1,3530	0,3351	0,3904
<b>Consumer Goods</b>	2,2611	5,0808	1,4691	25,8142	2,2471
<b>Consumer Services</b>	1,7172	1,3044	1,3573	1,7015	0,7596
<b>Financials</b>	2,0533	2,4860	1,1743	6,1801	1,2107
<b>Health Care</b>	1,3485	0,6850	1,4857	0,4692	0,5080
<b>Industrials</b>	3,2501	9,0142	1,4689	81,2565	2,7735
<b>Oil &amp; Gas</b>	1,9908	0,4081	1,9908	0,1666	0,2050
<b>Technology</b>	1,6831	0,6022	1,7179	0,3626	0,3578
<b>Telecommunications</b>	0,5158	.	0,5158	.	.
<b>Utilities</b>	1,5745	0,3509	1,5567	0,1232	0,2229

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κάνοντας χρήση των βραχυπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού της. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της εταιρείας να αποπληρώνει πληρώσει τις υποχρεώσεις της.

<b>current_ratio2011</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	1,2088	0,6679	1,0853	0,4461	0,5525
<b>Consumer Goods</b>	4,3672	20,6464	1,2775	426,2748	4,7276
<b>Consumer Services</b>	1,2873	1,4027	0,8535	1,9677	1,0896
<b>Financials</b>	1,2904	1,2647	0,8586	1,5996	0,9801
<b>Health Care</b>	1,3675	0,8705	1,2463	0,7577	0,6365
<b>Industrials</b>	1,8538	3,1588	1,1182	9,9778	1,7039
<b>Oil &amp; Gas</b>	1,4960	0,1128	1,4960	0,0127	0,0754
<b>Technology</b>	1,3889	0,7347	1,2648	0,5397	0,5290
<b>Telecommunications</b>	0,4444	.	0,4444	.	.
<b>Utilities</b>	1,9372	0,6103	1,7673	0,3724	0,3150

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest current_ratio2008 == current_ratio2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
cu~o2008	200	2.209051	.3712699	5.250549	1.476923	2.941179
cu~o2011	200	2.271648	.7685435	10.86885	.7561134	3.787182
diff	200	-.0625969	.6351855	8.982879	-1.315155	1.189961

mean(diff) = mean(current\_rat~2008 - current\_rat~2011)      t = -0.0985  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 199

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.4608

Ha: mean(diff) != 0  
**Pr(|T| > |t|) = 0.9216**

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.5392

- **Assets turnover**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *assets turnover* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

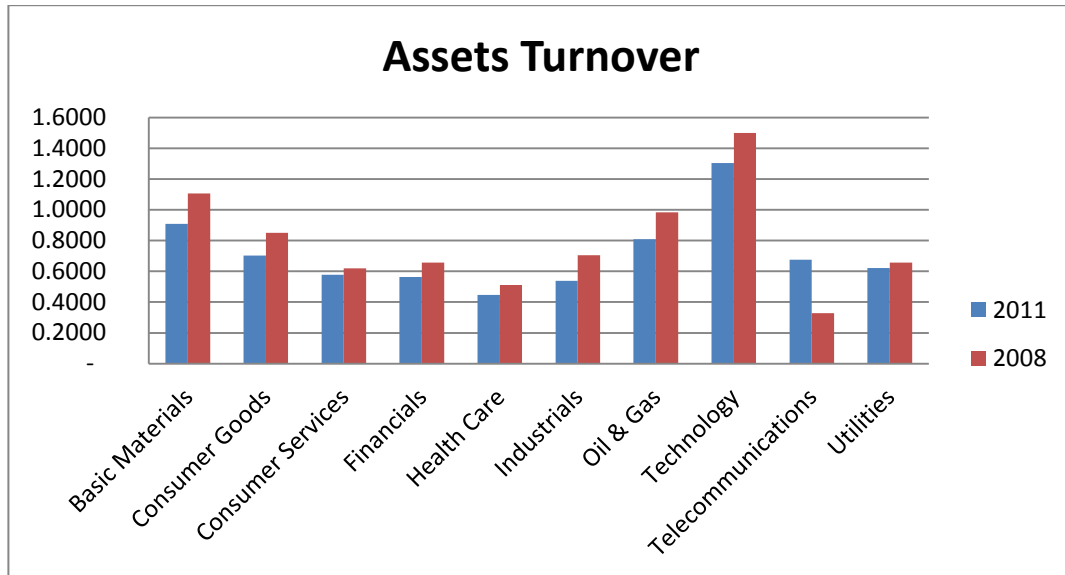
<b>assets_turnover2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	1,1058	1,7359	0,6651	3,0135	1,5698
<b>Consumer Goods</b>	0,8513	0,9260	0,6087	0,8575	1,0878
<b>Consumer Services</b>	0,6184	0,6328	0,4970	0,4004	1,0232
<b>Financials</b>	0,6573	0,3695	0,7047	0,1366	0,5622
<b>Health Care</b>	0,5103	0,4366	0,4001	0,1907	0,8556
<b>Industrials</b>	0,7037	0,6176	0,5403	0,3815	0,8777
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,9840	0,4424	0,9840	0,1957	0,4496
<b>Technology</b>	1,4985	2,9282	0,8874	8,5742	1,9540
<b>Telecommunications</b>	0,3276	.	0,3276	.	.
<b>Utilities</b>	0,6570	0,3968	0,5655	0,1575	0,6039

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τεχνολογικών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο το καλύτερο για την εταιρία, γιατί ο δείκτης μας ενημερώνει ότι η εταιρία δημιουργεί περισσότερα έσοδα για κάθε στοιχείο του ενεργητικού που χρησιμοποιείται.

<b>assets_turnover2011</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	0,9080	1,4524	0,5404	2,1095	1,5995
<b>Consumer Goods</b>	0,7031	0,9291	0,4611	0,8631	1,3213
<b>Consumer Services</b>	0,5767	0,9493	0,3512	0,9012	1,6461
<b>Financials</b>	0,5624	0,4042	0,5611	0,1634	0,7187
<b>Health Care</b>	0,4463	0,3471	0,3585	0,1205	0,7777
<b>Industrials</b>	0,5387	0,4863	0,4583	0,2365	0,9027
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,8079	0,7266	0,8079	0,5280	0,8994
<b>Technology</b>	1,3029	2,4856	0,7441	6,1783	1,9077
<b>Telecommunications</b>	0,6763	.	0,6763	.	.
<b>Utilities</b>	0,6221	0,2225	0,5725	0,0495	0,3576

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest assets_turnover2008 == assets_turnover2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
ass~2008	200	.8387786	.0874604	1.236877	.6663105	1.011247
ass~2011	200	.7033643	.0790329	1.117694	.5475148	.8592137
diff	200	.1354143	.0362427	.5125489	.0639454	.2068833

mean(diff) = mean(assets\_turn~2008 - assets\_turn~2011)      t = 3.7363  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 199

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.9999

Ha: mean(diff) != 0  
**Pr(|T| > |t|) = 0.0002**

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.0001

- **Net income**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *net income* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

<b>net_income2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	1,5051	35,8031	0,9181	1.281,8640	23,7874
<b>Consumer Goods</b>	8,1877	35,8964	0,9152	1.288,5520	4,3842
<b>Consumer Services</b>	17,9711	110,9682	1,1691	12.313,9400	6,1748
<b>Financials</b>	1,3891	23,9257	0,0915	572,4399	17,2242
<b>Health Care</b>	10,2324	15,7216	1,7293	247,1700	1,5365
<b>Industrials</b>	13,8911	126,6301	0,6456	16.035,1900	9,1159
<b>Oil &amp; Gas</b>	17,6938	16,3564	17,6938	267,5332	0,9244
<b>Technology</b>	14,5149	51,3740	1,2279	2.639,2840	3,5394
<b>Telecommunications</b>	- 0,8643	.	- 0,8643	.	.
<b>Utilities</b>	0,0520	0,8301	0,0520	0,6891	15,9643

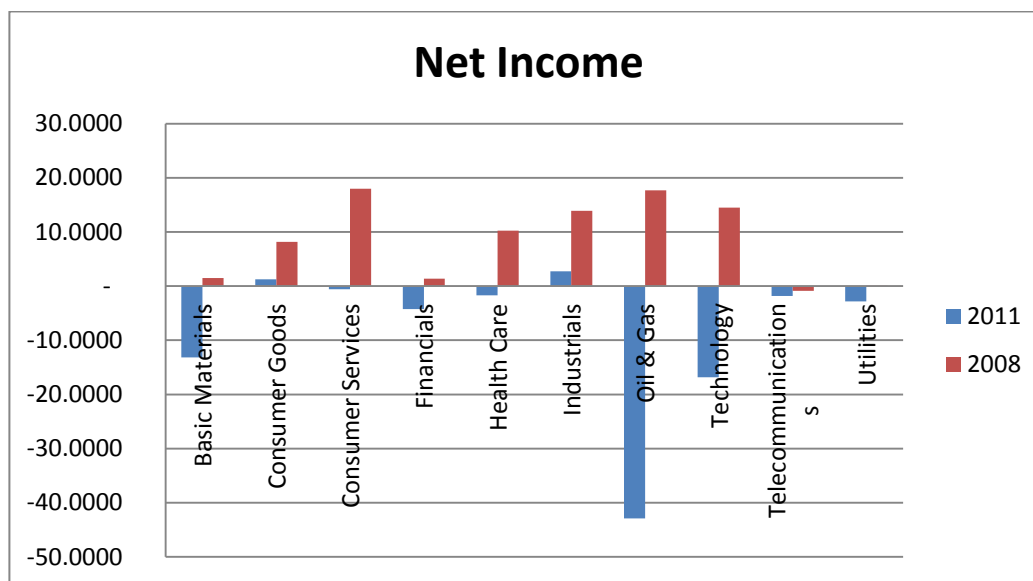
Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των εταιριών παρασκευής καταναλωτικών αγαθών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Ο δείκτης *net income* αντιπροσωπεύει το ποσό των χρημάτων που απομένει στην εταιρία, αφού όλες οι λειτουργικές δαπάνες, τόκοι, φόροι, μερίσματα μετοχών έχουν αφαιρεθεί από τα συνολικά έσοδα της εταιρίας.

<b>net_income2011</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	- 13,1838	38,7220	- 9,3188	1.499,3950	- 2,9371
<b>Consumer Goods</b>	1,2452	54,8587	- 1,6404	3.009,4740	44,0545
<b>Consumer Services</b>	- 0,5556	27,4551	- 0,2276	753,7832	- 49,4124
<b>Financials</b>	- 4,2501	8,7159	- 1,3192	75,9667	- 2,0507
<b>Health Care</b>	- 1,6883	57,1798	- 5,5156	3.269,5290	- 33,8686
<b>Industrials</b>	2,7588	86,7231	- 1,8258	7.520,9000	31,4349
<b>Oil &amp; Gas</b>	- 42,8745	8,5667	- 42,8745	73,3878	- 0,1998
<b>Technology</b>	- 16,8467	58,8620	- 0,8246	3.464,7300	- 3,4940
<b>Telecommunications</b>	- 1,8403	.	- 1,8403	.	.
<b>Utilities</b>	- 2,8115	4,0806	- 2,8115	16,6516	- 1,4514

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι όλοι οι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας έχουν μία μεγάλη πτώση στα καθαρά έσοδά του το έτος 2011.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest net_income2008 == net_income2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
net_in~8	198	10.59254	5.759813	81.04775	-.7662649 21.95135
net_in~1	198	-2.89418	4.13614	58.20065	-11.05097 5.262615
diff	198	13.48672	4.23031	59.52573	5.144216 21.82923

mean(diff) = mean(net\_income2008 - net\_income2011)      t = 3.1881  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 197

Ha: mean(diff) < 0      Ha: mean(diff) != 0      Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T < t) = 0.9992      **Pr(|T| > |t|) = 0.0017**      Pr(T > t) = 0.0008



- **Return on Assets (ROA)**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *return on assets* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

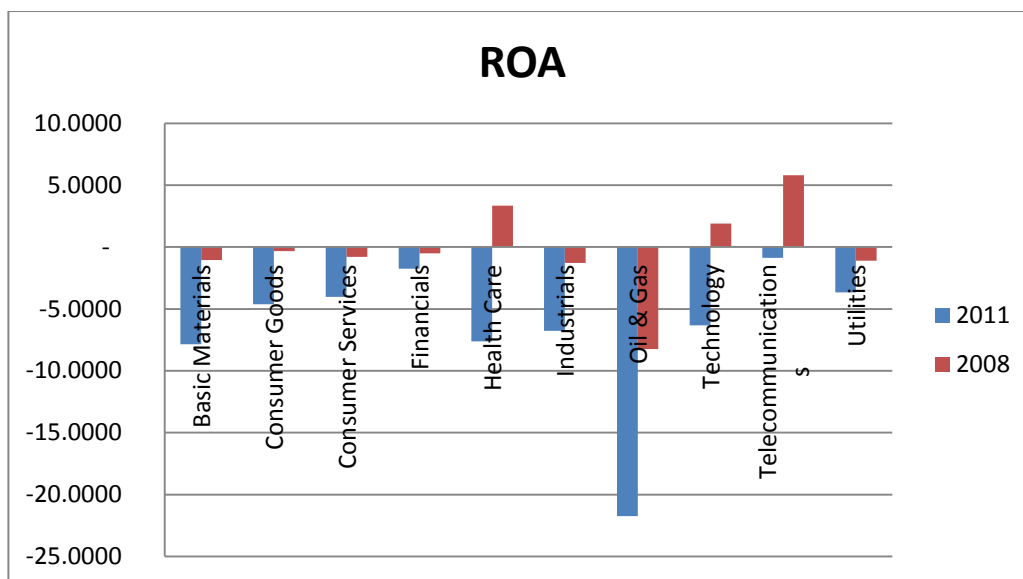
roa2008	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	- 1,0429	15,0387	0,9248	226,1638	- 14,4205
Consumer Goods	- 0,3298	6,5283	0,6184	42,6185	- 19,7960
Consumer Services	- 0,7889	8,9381	1,0185	79,8900	- 11,3300
Financials	- 0,5130	5,2736	0,8897	27,8110	- 10,2801
Health Care	3,3390	4,2189	2,5830	17,7990	1,2635
Industrials	- 1,2838	19,4201	1,2991	377,1392	- 15,1274
Oil & Gas	- 8,2468	2,0070	- 8,2468	4,0280	- 0,2434
Technology	1,9017	6,2057	1,6549	38,5111	3,2633
Telecommunications	5,8041	.	5,8041	.	.
Utilities	- 1,0954	3,9343	- 1,4467	15,4783	- 3,5915

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των πετρελαιοειδών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Ο δείκτης ROA μας δίνει την ένδειξη του πόσο κερδοφόρα είναι μία εταιρεία σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Το ROA μας ενημερώνει για το πόσο αποτελεσματική διαχείριση είναι στη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων μια εταιρία ώστε να δημιουργεί κέρδη.

roa2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	- 7,8448	13,5488	- 5,7920	183,5711	- 1,7271
Consumer Goods	- 4,6243	7,8525	- 2,6937	61,6623	- 1,6981
Consumer Services	- 4,0172	12,3439	- 1,0088	152,3706	- 3,0727
Financials	- 1,7601	4,3895	- 2,0250	19,2673	- 2,4938
Health Care	- 7,6205	12,5991	- 8,1154	158,7373	- 1,6533
Industrials	- 6,7631	17,2681	- 2,6857	298,1855	- 2,5533
Oil & Gas	- 21,7303	15,7529	- 21,7303	248,1525	- 0,7249
Technology	- 6,3379	7,3042	- 5,1862	53,3511	- 1,1525
Telecommunications	- 0,8700	.	- 0,8700	.	.
Utilities	- 3,6736	4,5509	- 2,5327	20,7103	- 1,2388

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest roa2008 == roa2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
roa2008	195	-.4464051	.8782678	12.26434	-2.178584	1.285774
roa2011	195	-5.67023	.8702508	12.15239	-7.386597	-3.953862
diff	195	5.223825	.9765043	13.63614	3.297897	7.149752

mean(diff) = mean(roa2008 - roa2011) t = 5.3495  
 Ho: mean(diff) = 0 degrees of freedom = 194

Ha: mean(diff) < 0 Ha: mean(diff) != 0 Ha: mean(diff) > 0  
 Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

- **Return on Equity (ROE)**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *return on equity* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

roe2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,4807	25,9521	3,7590	673,5123	53,9897
<b>Consumer Goods</b>	- 1,4470	25,8924	1,6777	670,4141	- 17,8937
<b>Consumer Services</b>	3,5184	15,5292	4,9986	241,1545	4,4137
<b>Financials</b>	- 6,4315	22,1167	1,3835	489,1487	- 3,4388
<b>Health Care</b>	6,8900	12,1252	6,0894	147,0205	1,7598
<b>Industrials</b>	- 2,5930	33,4316	2,6720	1.117,6750	- 12,8932
<b>Oil &amp; Gas</b>	- 17,2199	0,9183	- 17,2199	0,8433	- 0,0533
<b>Technology</b>	3,6480	14,9028	5,1739	222,0945	4,0853
<b>Telecommunications</b>	10,6628	.	10,6628	.	.
<b>Utilities</b>	- 6,9111	11,3571	- 4,5417	128,9835	- 1,6433

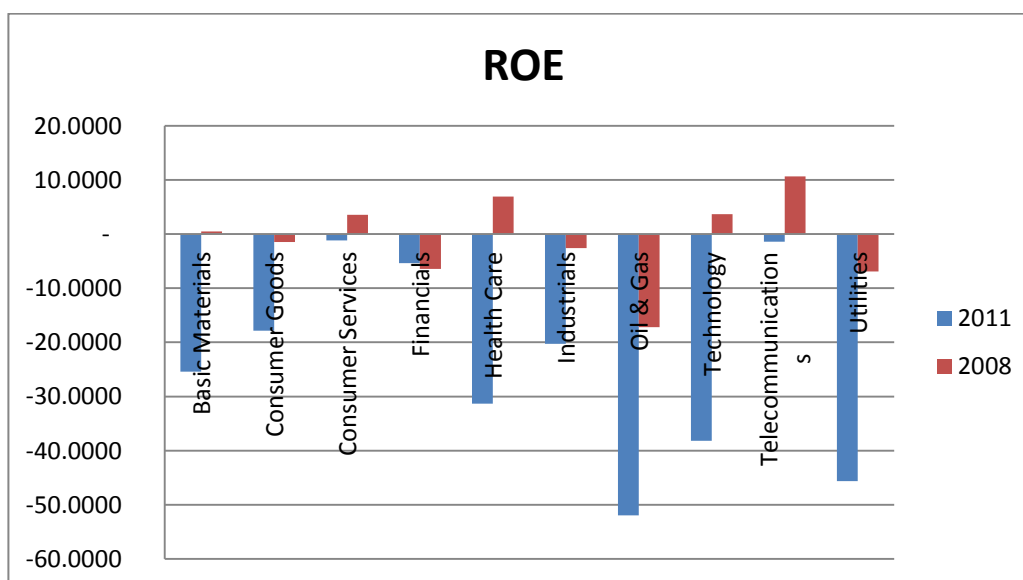
Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των πετρελαιοειδών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που μας δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη).

Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE).

roe2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	- 25,4156	29,6275	- 14,6792	877,7859	- 1,1657
Consumer Goods	- 17,8388	36,7729	- 4,6751	1.352,2480	- 2,0614
Consumer Services	- 1,1641	9,6308	0,0897	92,7525	- 8,2730
Financials	- 5,3595	17,0427	- 4,0584	290,4539	- 3,1799
Health Care	- 31,3522	58,9765	- 19,7706	3.478,2220	- 1,8811
Industrials	- 20,2768	61,2535	- 4,1644	3.751,9850	- 3,0209
Oil & Gas	- 51,9377	9,5474	- 51,9377	91,1520	- 0,1838
Technology	- 38,1637	45,1495	- 21,4130	2.038,4750	- 1,1830
Telecommunications	- 1,4085	.	- 1,4085	.	.
Utilities	- 45,6164	79,2141	- 9,3720	6.274,8780	- 1,7365

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

roe2008 == roe2011

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
roe2008	177	.8546316	1.812385	24.11221	-2.722172 4.431435
roe2011	177	-19.77498	3.281436	43.65667	-26.25101 -13.29895
diff	177	20.62961	3.298546	43.8843	14.11982 27.1394

mean(diff) = mean(roe2008 - roe2011) t = 6.2542  
Ho: mean(diff) = 0 degrees of freedom = 176

Ha: mean(diff) < 0 Ha: mean(diff) != 0 Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

- **Sales per employee ratio**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *sales per employee* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

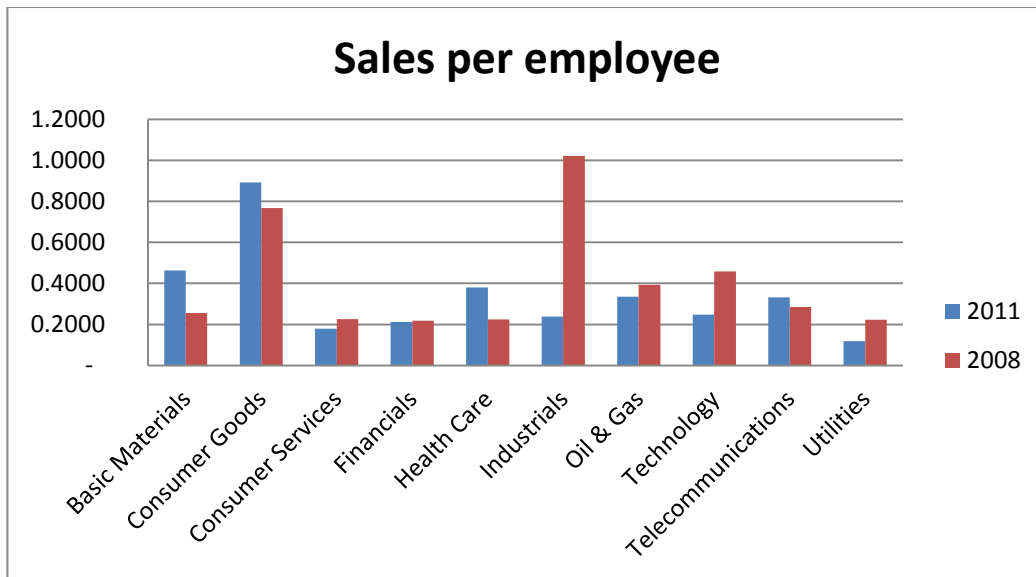
sales_per_employee2008	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,2552	0,1564	0,2034	0,0245	0,6129
Consumer Goods	0,7671	3,0219	0,1827	9,1316	3,9392
Consumer Services	0,2258	0,1756	0,1782	0,0308	0,7775
Financials	0,2174	0,1651	0,1317	0,0273	0,7596
Health Care	0,2241	0,2530	0,1377	0,0640	1,1290
Industrials	1,0215	3,5123	0,1622	12,3360	3,4382
Oil & Gas	0,3935	0,1543	0,3935	0,0238	0,3922
Technology	0,4582	0,8337	0,1915	0,6950	1,8196
Telecommunications	0,2847	.	0,2847	.	.
Utilities	0,2223	0,0622	0,2223	0,0039	0,2799

Ο δείκτης αυτός μας δίνει την πληροφορία στο κατά πόσο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικότερα το προσωπικό της για να παράγει έσοδα.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον βιομηχανικό κλάδο έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των χρηματοοικονομικών εταιριών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

sales_per_employee2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,4632	1,1875	0,1805	1,4102	2,5639
Consumer Goods	0,8922	4,0511	0,1666	16,4118	4,5407
Consumer Services	0,1786	0,1240	0,1543	0,0154	0,6942
Financials	0,2124	0,1993	0,1101	0,0397	0,9383
Health Care	0,3807	0,6143	0,1379	0,3774	1,6135
Industrials	0,2382	1,6876	0,1558	2,8478	7,0840
Oil & Gas	0,3351	0,1163	0,3351	0,0135	0,3470
Technology	0,2470	0,2017	0,1681	0,0407	0,8166
Telecommunications	0,3318	.	0,3318	.	.
Utilities	0,1181	0,0559	0,1181	0,0031	0,4735

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest sales_per_employee2008 == sales_per_employee2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
sa~e2008	184	.5913816	.1759032	2.386068	.2443224	.9384408
sa~e2011	184	.4579582	.1769265	2.399948	.10888	.8070363
diff	184	.1334235	.1429911	1.939626	-.1486997	.4155467

mean(diff) = mean(sales\_per\_e~2008 - sales\_per\_e~2011)      t = 0.9331  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 183

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.8240

Ha: mean(diff) != 0  
**Pr(|T| > |t|) = 0.3520**

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.1760

- **Tobin's Q**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της στατικής ανάλυσης του δείκτη *Tobin's Q* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

<b>tobin_s_q2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	0,7297	0,1456	0,7417	0,0212	0,1996
<b>Consumer Goods</b>	0,7476	0,0868	0,7584	0,0075	0,1161
<b>Consumer Services</b>	0,7321	0,2397	0,8066	0,0575	0,3275
<b>Financials</b>	0,7909	0,1224	0,8287	0,0150	0,1548
<b>Health Care</b>	0,7181	0,1598	0,7641	0,0255	0,2225
<b>Industrials</b>	0,6982	0,1901	0,7376	0,0362	0,2723
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,8538	0,0835	0,8538	0,0070	0,0978
<b>Technology</b>	0,7203	0,1295	0,7315	0,0168	0,1798
<b>Telecommunications</b>	0,7629	-	0,7629	-	-
<b>Utilities</b>	0,8493	0,0590	0,8514	0,0035	0,0695

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των πετρελαιοειδών εταιριών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των βιομηχανικών εταιριών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Το Tobin's q είναι ένα ελκυστικό μέτρο σύγκρισης λόγω της σχέσης του με την επένδυση. Δεδομένου ότι είναι ένα μέτρο της αγοραίας αξίας ως προς το κόστος αντικατάστασης, το οριακό q συσχετίζεται με το ποσοστό επένδυσης. Με άλλα λόγια, σε ανταγωνιστικά πλαίσια, μια εταιρία που έχει στόχους μεγιστοποίησης της αξίας της θα συνεχίσει να επενδύει κεφάλαια εφ' όσον η οριακή απόδοση είναι μεγαλύτερη από το κόστος του νέου κεφαλαίου.

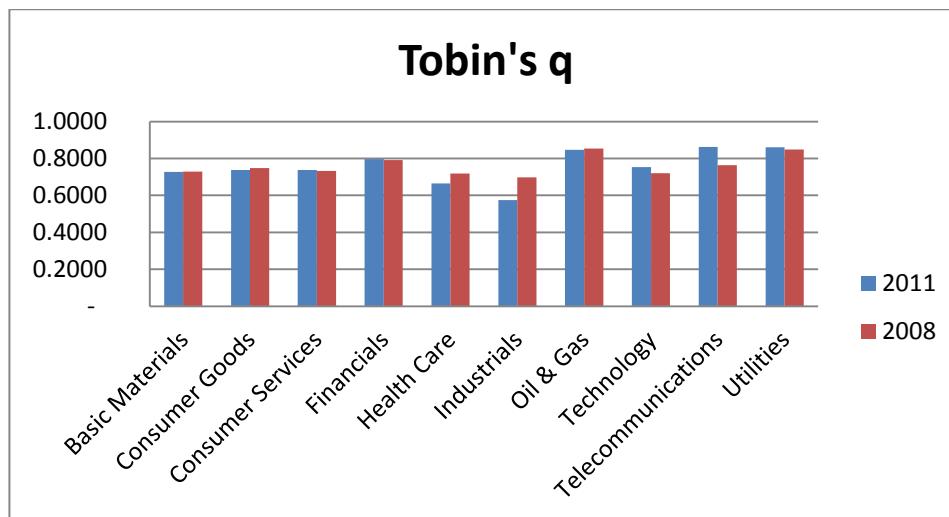
Εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές (efficient markets), μια τέτοια επένδυση θα πρέπει να προκαλέσει θετική αλλαγή στην αγοραία αξία της επιχείρησης.

Ως εκ τούτου, εάν η επένδυση θεωρείται μια δραστηριότητα ενίσχυσης του πλούτου, το οριακό q πρέπει να υπερβεί την μονάδα. Αντιθέτως, εάν η απόφαση για επένδυση αποκαλυφθεί ατυχής, το οριακό q πρέπει να είναι λιγότερο της μονάδας.

Η πιο ελκυστική πτυχή του Tobin's q είναι ότι λαμβάνει υπόψη και τα αγοραία και τα λογιστικά δεδομένα.

tobin_s_q2011	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,7276	0,1796	0,7608	0,0322	0,2468
Consumer Goods	0,7369	0,0994	0,7398	0,0099	0,1349
Consumer Services	0,7377	0,1474	0,7708	0,0217	0,1999
Financials	0,7963	0,1225	0,8008	0,0150	0,1539
Health Care	0,6650	0,2563	0,7381	0,0657	0,3853
Industrials	0,5739	0,9591	0,7231	0,9199	1,6713
Oil & Gas	0,8474	0,1979	0,8474	0,0391	0,2335
Technology	0,7534	0,1408	0,7652	0,0198	0,1869
Telecommunications	0,8632	-	0,8632	-	-
Utilities	0,8604	0,0966	0,8475	0,0093	0,1123

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι δεν υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest tobin_s_q2008 == tobin_s_q2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
tob~2008	195	.7327493	.0114295	.1596039	.7102074	.7552913
tob~2011	195	.7008432	.0356333	.4975921	.6305648	.7711216
diff	195	.0319061	.0298043	.4161939	-.0268759	.0906881

mean(diff) = mean(tobin\_s\_q2008 - tobin\_s\_q2011)      t = 1.0705  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 194

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.8571

Ha: mean(diff) != 0  
Pr(|T| > |t|) = 0.2857

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.1429



- **Total dept to equity**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *total dept to equity* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

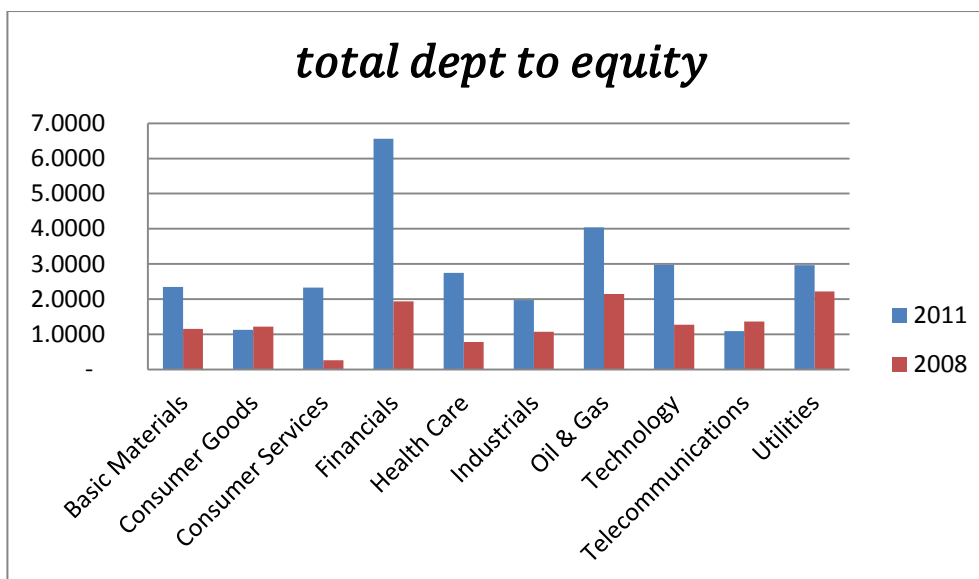
<b>total_debt_equity2008</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	1,1556	1,2886	0,9107	1,6606	1,1152
<b>Consumer Goods</b>	1,2141	0,9929	1,0366	0,9858	0,8177
<b>Consumer Services</b>	0,2638	2,1280	0,6187	4,5285	8,0669
<b>Financials</b>	1,9342	2,1182	0,9239	4,4866	1,0951
<b>Health Care</b>	0,7773	0,6616	0,6481	0,4378	0,8512
<b>Industrials</b>	1,0730	1,2857	0,7310	1,6529	1,1982
<b>Oil &amp; Gas</b>	2,1453	1,9524	2,1453	3,8119	0,9101
<b>Technology</b>	1,2693	1,0263	0,8426	1,0533	0,8085
<b>Telecommunications</b>	1,3590	-	1,3590	-	-
<b>Utilities</b>	2,2167	-	2,2167	-	-

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των εταιριών κοινής ωφέλειας έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των εταιριών της ιατρικής περίθαλψης έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

<b>total_debt_equity2011</b>	<b>mean</b>	<b>sd</b>	<b>p50</b>	<b>variance</b>	<b>cv</b>
<b>Basic Materials</b>	2,3483	3,7939	1,0884	14,3939	1,6156
<b>Consumer Goods</b>	1,1222	4,1950	1,1375	17,5983	3,7382
<b>Consumer Services</b>	2,3264	10,9145	0,4919	119,1255	4,6917
<b>Financials</b>	6,5607	13,2257	0,7982	174,9196	2,0159
<b>Health Care</b>	2,7468	5,0828	0,8978	25,8348	1,8505
<b>Industrials</b>	1,9700	6,2097	0,5591	38,5600	3,1522
<b>Oil &amp; Gas</b>	4,0349	4,1525	4,0349	17,2432	1,0291
<b>Technology</b>	2,9754	3,2695	1,6824	10,8959	1,0988
<b>Telecommunications</b>	1,0864	-	1,0864	-	-
<b>Utilities</b>	2,9639	41,9158	29,6390	175,6937	1,4142

Η επένδυση σε μία εταιρία της οποίας ο δείκτης *total dept to equity* είναι υψηλός, πιθανόν να είναι risk seeking, ιδιαίτερα αν τη δεδομένη χρονική περίοδο τα επιτόκια δανεισμού είναι υψηλά.

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι **δεν** υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest total_debt_equity2008 == total_debt_equity2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
to~y2008	193	1.074907	.1032134	1.433886	.8713294	1.278485
to~y2011	193	2.572868	.5757965	7.999221	1.437169	3.708567
diff	193	-1.497961	.5870748	8.155904	-2.655905	-.3400163

mean(diff) = mean(total\_debt\_~2008 - total\_debt\_~2011)      t = -2.5516  
Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 192

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.0058

Ha: mean(diff) != 0  
**Pr(|T| > |t|) = 0.0115**

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.9942

]

- **Leverage**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *leverage* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

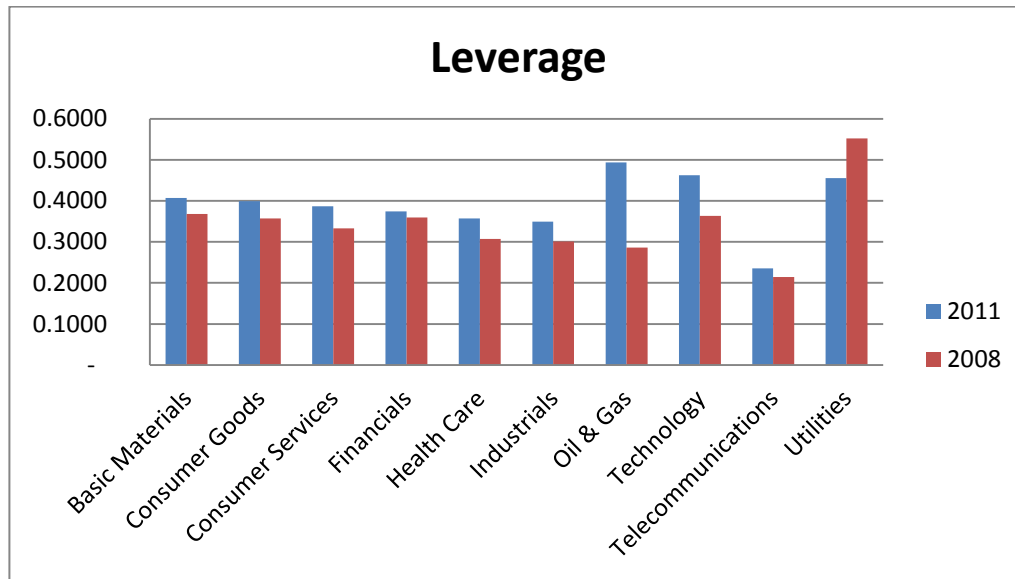
leverage2008	mean	sd	p50	variance	cv
Basic Materials	0,3678	0,1846	0,3913	0,0341	0,5018
Consumer Goods	0,3571	0,1359	0,3908	0,0185	0,3805
Consumer Services	0,3328	0,2183	0,3186	0,0476	0,6559
Financials	0,3596	0,2055	0,3343	0,0422	0,5713
Health Care	0,3072	0,1847	0,2884	0,0341	0,6013
Industrials	0,3006	0,1951	0,2959	0,0381	0,6491
Oil & Gas	0,2864	0,1023	0,2864	0,0105	0,3572
Technology	0,3635	0,1709	0,3299	0,0292	0,4701
Telecommunications	0,2146	-	0,2146	-	-
Utilities	0,5523	0,0346	0,5439	0,0012	0,0626

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της χρηματοοικονομικής μόχλευσης της εταιρείας για να πάρετε μια ιδέα για τις μεθόδους της εταιρείας χρηματοδότησης ή να μετρήσει την ικανότητά της να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των εταιριών κοινής ωφέλειας έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος τηλεπικοινωνιών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

Basic Materials	0,4069	0,2293	0,4164	0,0526	0,5636
Consumer Goods	0,3989	0,1970	0,4156	0,0388	0,4940
Consumer Services	0,3865	0,4435	0,2893	0,1967	1,1473
Financials	0,3744	0,2467	0,3399	0,0609	0,6589
Health Care	0,3570	0,2817	0,4365	0,0794	0,7891
Industrials	0,3491	0,3444	0,3140	0,1186	0,9866
Oil & Gas	0,4934	0,0269	0,4934	0,0007	0,0545
Technology	0,4622	0,2120	0,4086	0,0449	0,4586
Telecommunications	0,2350	-	0,2350	-	-
Utilities	0,4556	0,3278	0,5392	0,1075	0,7195

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest leverage2008 == leverage2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
lev~2008	195	.3413039	.0128492	.1794299	.3159618	.366646
lev~2011	195	.3994625	.0208921	.2917429	.3582576	.4406674
diff	195	-.0581586	.0140744	.1965386	-.0859171	-.0304

mean(diff) = mean(leverage2008 - leverage2011)      t = -4.1322  
 Ho: mean(diff) = 0      degrees of freedom = 194

Ha: mean(diff) < 0      Ha: mean(diff) != 0      Ha: mean(diff) > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      **Pr(|T| > |t|) = 0.0001**      Pr(T > t) = 1.0000

- **Sales/assets**

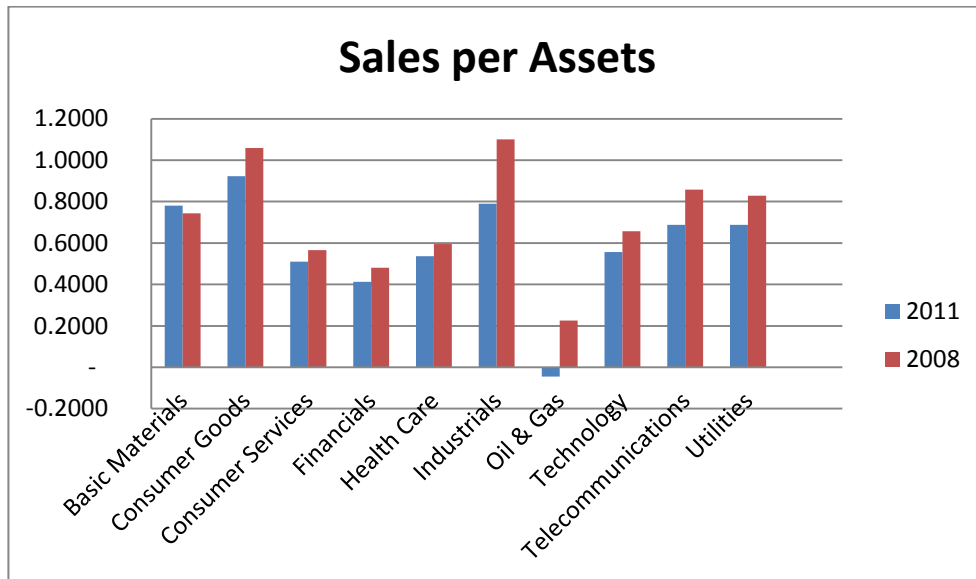
Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα τις στατικής ανάλυσης του δείκτη *sales per assets* για το έτος **2008**. Το δείγμα των εταιριών του δείγματος έχει ταξινομηθεί σύμφωνα με τους κανόνες του ICB.

sales/assets2008	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,7431	0,4717	0,6777	0,2225	0,6348
<b>Consumer Goods</b>	1,0581	1,8639	0,6165	3,4743	1,7616
<b>Consumer Services</b>	0,5659	0,3295	0,5398	0,1086	0,5822
<b>Financials</b>	0,4803	0,3164	0,4001	0,1001	0,6588
<b>Health Care</b>	0,5944	0,3034	0,5714	0,0920	0,5104
<b>Industrials</b>	1,1007	1,4283	0,6580	2,0400	1,2977
<b>Oil &amp; Gas</b>	0,2261	0,2972	0,2261	0,0883	1,3143
<b>Technology</b>	0,6569	0,3541	0,5821	0,1254	0,5390
<b>Telecommunications</b>	0,8577	.	0,8577	.	.
<b>Utilities</b>	0,8284	0,4854	0,7744	0,2357	0,5860

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον κλάδο των βιομηχανιών έχουν τον υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008, ενώ ο κλάδος των τεχνολογικών εταιριών έχει το χαμηλότερο δείκτη σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους το 2008.

sales/assets2011	mean	sd	p50	variance	cv
<b>Basic Materials</b>	0,7808	1,0626	0,5379	1,1292	1,3610
<b>Consumer Goods</b>	0,9226	1,6526	0,5451	2,7310	1,7912
<b>Consumer Services</b>	0,5095	0,3163	0,4589	0,1000	0,6207
<b>Financials</b>	0,4132	0,3287	0,2629	0,1080	0,7955
<b>Health Care</b>	0,5369	0,3652	0,5200	0,1334	0,6802
<b>Industrials</b>	0,7893	1,1703	0,4002	1,3696	1,4826
<b>Oil &amp; Gas</b>	- 0,0452	0,4677	- 0,0452	0,2188	- 10,3380
<b>Technology</b>	0,5560	0,3477	0,5009	0,1209	0,6254
<b>Telecommunications</b>	0,6877	.	0,6877	.	.
<b>Utilities</b>	0,6885	0,6088	0,5789	0,3706	0,8843

Το παρακάτω γράφημα αναπαριστά τη μη μεταβολή της σχέσης αυτής ανά κλάδο, τα έτη 2008 και 2011.



Από τη στατιστική ανάλυση (t-test) των τιμών του δείκτη αυτού στο σύνολο του δείγματος, προκύπτει ότι υπάρχει στατιστική σημαντική διαφορά, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2011.

```
ttest sales_assets2008 == sales_assets2011
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
sa~s2008	200	.8579763	.0877228	1.240588	.6849907 1.030962
sa~s2011	200	.7195681	.0793246	1.121819	.5631435 .8759927
diff	200	.1384083	.0361967	.5118993	.0670299 .2097867

mean(diff) = mean(sales\_assets2008 - sales\_assets2011) t = 3.8238  
Ho: mean(diff) = 0 degrees of freedom = 199

Ha: mean(diff) < 0  
Pr(T < t) = 0.9999

Ha: mean(diff) != 0  
Pr(|T| > |t|) = 0.0002

Ha: mean(diff) > 0  
Pr(T > t) = 0.0001

### 4.3 Οικογενειακές VS Μη-οικογενειακές επιχειρήσεις

Οι δύο παρακάτω πίνακες , συγκεντρωτικά παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης, που το ταξινομημένο σε οικογενειακές και μη-οικογενειακές, δείγμα υποβλήθηκε για τα έτη 2008 και 2011.

Η στατιστική ανάλυση περιλαμβάνει την ανάλυση των 4 ενδεικτικών δεικτών στο σύνολο του δείγματος, όπως αυτό ταξινομήθηκε σε οικογενειακές (FBs) και μη οικογενειακές (NFBs) επιχειρήσεις.

Ownership Structure_2008		Tobin's Q	ROA	Leverage	Sales/Assets
Family Control	Mean	0.7225	0.0329	0.3157	1.0104
	Median	0.7321	1.5112	0.5345	0.5845
	Std. Dev.	0.1369	12.7532	0.1851	1.7516
T-TEST		<b>0.8149</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0011</b>	<b>0.0595</b>
Non-Family Control	Mean	0.5854	-12.7514	0.4392	1.2242
	Median	0.6995	1.0049	0.3983	1.0419
	Std. Dev.	0.4085	38.4936	0.1820	0.9823
T-TEST		<b>0.3624</b>	<b>0.4815</b>	<b>0.3652</b>	<b>0.2418</b>

Ownership Structure_2011		Tobin's Q	ROA	Leverage	Sales/Assets
Family Control	Mean	0.7202	-5.8409	0.3557	0.8786
	Median	0.7423	-3.4496	0.3347	0.4456
	Std. Dev.	0.1612	13.1766	0.2396	1.5752
T-TEST		<b>0.8149</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0011</b>	<b>0.0595</b>
Non-Family Control	Mean	-0.2082	-3.2685	0.3437	0.6173
	Median	0.7063	-1.8764	0.3209	0.6195
	Std. Dev.	2.5270	5.7853	0.2456	0.3498
T-TEST		<b>0.3624</b>	<b>0.4815</b>	<b>0.3652</b>	<b>0.2418</b>

Οι οικογενειακές επιχειρήσεις θεωρείται παγκοσμίως ότι είναι η σπονδυλική στήλη της οικονομίας. Εκτός από τον μεγάλο τους αριθμό – στις περισσότερες δυτικές οικονομίες οι οικογενειακές επιχειρήσεις ξεπερνούν το 80% του συνόλου των επιχειρήσεων – συμβάλλουν σε μεγάλο βαθμό στο Εθνικό Προϊόν κάθε χώρας και απασχολούν ένα σημαντικό ποσοστό των εργαζομένων. Αν και οι περισσότερες είναι πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, εκτιμάται ότι παράγουν περισσότερο από το 40% του εκάστοτε Εθνικού Προϊόντος και απασχολούν περισσότερο από το 35% των εργαζομένων. Αντίστοιχα, αν όχι μεγαλύτερα, εκτιμάται ότι είναι και τα ποσοστά στην Ελλάδα σε όλους τους κλάδους δραστηριοποίησης.

Η διαφορετικότητα της οικογενειακής επιχείρησης ξεφεύγει από τα στενά πλαίσια της μικρής ή μεσαίας επιχείρησης που όλοι σπεύδουν να υπερασπιστούν. Άλλωστε, όπως αναφέραμε και παραπάνω, τα ζητήματα που σχετίζονται με την οικογενειακή επιχείρηση δεν σχετίζονται ούτε με το μέγεθος ούτε με το αντικείμενο της επιχείρησης. Οι οικογένειες που επιχειρούν υπερτερούν και μειονεκτούν σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις ανάλογα με τον τρόπο που διαχειρίζονται την αλληλοκάλυψη των δύο κοινωνικών συστημάτων που συνυπάρχουν: της επιχείρησης και της οικογένειας.

Κατά την τρέχουσα οικονομική κρίση πολλές οικογένειες θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες και είναι πιθανό να χρειαστεί να πάρουν δύσκολες αποφάσεις σε σχέση με την επιχείρηση που βρίσκεται στην οικογένεια για περισσότερες από μια γενεές. Κατά την αντιμετώπιση της κρίσης, ο ηγέτης της οικογενειακής επιχείρησης καλείται να διαχειριστεί, εκτός από το επιχειρηματικό πρόβλημα που ανακύπτει, και τυχόν επιπτώσεις στις οικογενειακές σχέσεις. Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η οικογενειακή επιχείρηση που έχει επενδύσει στη σχέση επιχείρησης και οικογένειας είναι ήδη οπλισμένη για την αντιμετώπιση αυτής της κρίσης. Παράλληλα, η διαχρονική ανάγκη κάθε οικογενειακής επιχείρησης είναι η αειφόρος ανάπτυξη, έτσι ώστε οι επόμενες γενεές να μπορέσουν να κληρονομήσουν μια επιχείρηση με προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης. Η κατανόηση της ανάγκης για αειφόρο ανάπτυξη αποτελεί και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της οικογενειακής επιχείρησης έναντι άλλων. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι ενώ ο τραπεζικός κλάδος θεωρούσε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις μένουν πίσω επενδυτικά κατά τα χρόνια της ευημερίας, την περίοδο αυτή εστιάζει το ενδιαφέρον του σε επιχειρήσεις με συντηρητική μόχλευση. Αναγνωρίζουν δηλαδή οι επενδυτές, ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις στηρίζουν την ανάπτυξή τους σε μεγάλο βαθμό σε έσοδα που προέρχονται από την λεγόμενη “πραγματική οικονομία”, έχοντας ιδιαίτερα στενές και πολλές φορές προσωπικές σχέσεις με τους πελάτες τους.

Αρχικά λοιπόν, ας εστιάσουμε στο ότι αυτή η κρίση, όπως και κάθε άλλη, είναι και πηγή ευκαιριών. Αφενός η επαναδιαπραγμάτευση του δανεισμού της επιχείρησης μπορεί να είναι μια ιδιαιτέρως αποτελεσματική κίνηση που θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους χρήματος. Αφετέρου, μια οικογένεια που διαθέτει επαρκή ρευστότητα και μπορεί να αντλήσει κεφάλαιο βρίσκεται αντιμέτωπη με μια μοναδική ευκαιρία εδραίωσης και επέκτασης. Η πρόσφατη έκθεση της Ernst and Young με τίτλο «Ευκαιρίες σε Αντίξοους Καιρούς» (Opportunity in Adversity) εντοπίζει ότι το 38% των Ευρωπαϊκών εταιριών εξετάζουν το ενδεχόμενο στρατηγικών εξαγορών. Για τον λόγο αυτό, εντοπίζουμε αυτήν την περίοδο εξαγορές και επεκτατικές κινήσεις που δεν θα ήταν εφικτές κατά τα προηγούμενα χρόνια. Οπότε, η εξαγορά ενός ανταγωνιστή, ενός προμηθευτή ή ενός σημαντικού πελάτη ευνοείται από την κρίση. Για κάθε τέτοια κίνηση απαιτείται ένα ξεκάθαρο επιχειρηματικό σχέδιο (business plan) και επαρκής επικοινωνία με όλη την οικογένεια, ώστε πριν την



απόφαση να είναι ευδιάκριτο το επιχειρηματικό ρίσκο για όλους τους εμπλεκόμενους. Παράλληλα, η τάση αυτή για εξαγορές μπορεί να ωφελήσει μια επιχείρηση που βιώνει ή αναμένει προβλήματα. Είναι πιθανό να βρεθεί ένας κατάλληλος αγοραστής και η αποδέσμευση της οικογενειακής περιουσίας να γίνει με τις λιγότερες δυνατές απώλειες στον κατάλληλο χρόνο. Με αυτόν τον τρόπο μπορεί να διασφαλιστεί το κεφάλαιο για μια άλλη επιχειρηματική κίνηση. Η οικογένεια χρειάζεται να συνειδητοποιήσει ότι είναι σημαντική η μείωση έκθεσής της στον κίνδυνο, ώστε να μην υπάρχει περίπτωση απώλειας των κύριων περιουσιακών στοιχείων της, όπως, για παράδειγμα, τα ακίνητά της.

Κατά δεύτερον, όλες οι οικογενειακές επιχειρήσεις χρειάζονται συνθήκες υπεύθυνης ιδιοκτησίας για να διασφαλίσουν την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Μια θεώρηση της ιδιοκτησίας που σε περιπτώσεις κρίσης είναι απαραίτητη. Για την καλλιέργεια της υπεύθυνης ιδιοκτησίας χρειάζεται η οικογένεια να κάνει την αυτοκριτική της, να συγκριθεί με την αγορά και να εισαγάγει μηχανισμούς ελέγχου για να εντοπίσει τυχόν ελλείμματα στις ικανότητες ηγεσίας και διοίκησης των μελών της που διαχειρίζονται την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης. Η έννοια της υπεύθυνης ιδιοκτησίας αναγνωρίζει ότι δεν συνεπάγεται η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης και τη διοικητική γνώση ή ικανότητα. Αν θέλει η οικογένεια να διαχειριστεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την οικογενειακή περιουσία, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιήσει το καλύτερο δυνατό management, είτε μέσα από την οικογένεια είτε εντοπίζοντας κατάλληλα στελέχη στην αγορά.

Είναι χρήσιμο λοιπόν, να εδραιωθεί ένας μηχανισμός αξιολόγησης, ώστε μόνο τα ικανά μέλη της οικογένειας να προσλαμβάνονται και να προωθούνται στην επιχείρηση. Δυστυχώς, ένα χαρακτηριστικό των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι η ευνοιοκρατία ή, αλλιώς η απασχόληση συγγενών σε θέση που δεν ανταποκρίνεται στις ικανότητές τους. Επίσης, υπάρχει συχνά το φαινόμενο της απασχόλησης συγγενών για λόγους ξένους προς την επιχείρησης. Κατά την υπεύθυνη ιδιοκτησία, αλλά και για λόγους που σχετίζονται με την κρίση, η ευνοιοκρατία θα πρέπει να μειωθεί στο ελάχιστο.

Τρίτον, μια ιδιαίτερα χρήσιμη πρακτική για την επιβίωση και μακροημέρευση της οικογενειακής επιχείρησης είναι η κατάρτιση ενός λιτού προϋπολογισμού εξόδων. Αυτός ο προϋπολογισμός μπορεί να ονομαστεί και προϋπολογισμός επιβίωσης. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων σε σχέση με τη δημιουργία ενός τέτοιου προϋπολογισμού. Αυτό συμβαίνει επειδή τα μέλη της οικογένειας μοιράζονται ένα κοινό όραμα και επενδύουν σημαντικό συναισθηματικό κεφάλαιο στην επιχείρηση. Η απορρέουσα δέσμευση προς την οικογενειακή επιχείρηση δίνει ένα ξεχωριστό εργαλείο οικονομικής διαχείρισης, μιας και τα μέλη της οικογένειας μπορεί να εργαστούν για μια παρατεταμένη περίοδο με μειωμένες ή μηδενικές αμοιβές. Έτσι, εξασφαλίζεται

ένα μέρος της ρευστότητας που απαιτείται για την εξασφάλιση της επιβίωσης. Το ίδιο ισχύει και για τους μετόχους, οι οποίοι όντας μέλη της οικογένειας εξασκούν μηδενική πίεση για μέρισμα (το λεγόμενο “υπομονετικό κεφάλαιο” – patient capital). Με λίγα λόγια, ένα σημαντικό όπλο που διαθέτει η οικογενειακή επιχείρηση απέναντι στην κρίση είναι η μακροπρόθεσμη δέσμευση από την οικογένεια προς την επιχείρηση.

Στον αντίποδα των παραπάνω, η οικογενειακή επιχείρηση χρειάζεται να προσέξει ώστε αυτή η μακροπρόθεσμη δέσμευση να μην οδηγήσει σε επιχειρηματική ακαμψία, σύγκρουση ή αποφάσεις που είναι άκρως συναισθηματικές. Ασπίδα προστασίας μπορεί να αποτελέσει ένας ικανός σύμβουλος που απολαμβάνει την εμπιστοσύνη όλων των εμπλεκόμενων συγγενών και ιδιοκτητών. Παράλληλα, η συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ) μελών που δεν ανήκουν στην οικογένεια μπορεί να αποσοβήσει τυχόν προβλήματα που οφείλονται στην συναισθηματική φόρτιση ή στην εσωστρέφεια ενός αμιγώς οικογενειακού ΔΣ. Επίσης, αν από τη διαδικασία αξιολόγησης που προτείνεται παραπάνω, προκύψουν ελλείψεις στα στελέχη της οικογένειας, η περίοδος του λιτού προϋπολογισμού μπορεί να δώσει την ευκαιρία για την προσωρινή αποδέσμευση στελεχών από την επιχείρηση. Το ίδιο ισχύει και για τα νεότερα μέλη της οικογένειας που θεωρείται ότι διαθέτουν την απαραίτητη δυναμική για την εξασφάλιση της μακροήμερευσης της επιχείρησης. Η αποδέσμευση αυτή επιτρέπει στα μέλη της οικογένειας να επεκτείνουν την εμπειρία τους εργαζόμενοι σε άλλες επιχειρήσεις ή να αναπτύξουν τις γνώσεις τους συμπληρώνοντας τις σπουδές τους.

Μία άλλη παράμετρος που απαιτεί προσοχή την περίοδο της κρίσης είναι η συναισθηματική. Τόσο οι περιπτώσεις των επιχειρηματιών που προαναφέραμε, όσο και το επιχειρηματικό περιβάλλον μας δείχνουν ότι τα στελέχη βιώνουν αυξημένο άγχος που μπορεί να οδηγήσει σε απόγνωση. Σε μια περίοδο κρίσης, δεν είναι εύκολο να πειστούν τα μέλη της οικογένειας ότι δεν υπάρχει λόγος ανησυχίας. Επίσης, είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι το άγχος αυτό είναι δυσλειτουργικό, σε αντίθεση με το εποικοδομητικό άγχος της επιτυχίας ή της ανάπτυξης. Παρατεταμένο δυσλειτουργικό άγχος μπορεί να δημιουργήσει συμπτώματα κατάρρευσης και συναισθηματικής κόπωσης, καθιστώντας το στέλεχος αδύναμο απέναντι στα προβλήματα της περιόδου. Το βάρος της αποτυχίας στην οικογενειακή επιχείρηση αποδεικνύεται πολλαπλάσιο από αυτό που βιώνει ένα στέλεχος μιας άλλης επιχείρησης, κυρίως επειδή δημιουργείται κίνδυνος για την οικογενειακή περιουσία, αρνητική δημοσιότητα για το όνομα της οικογένειας και μια αίσθηση ματαίωσης του οικογενειακού κληροδοτήματος.

Η δημιουργία ενός προστατευτικού πλαισίου για τα μέλη της οικογένειας που διαχειρίζονται την επιχείρηση μπορεί να βοηθήσει σημαντικά στην καταπολέμηση του άγχους. Οι εποικοδομητικές οικογενειακές σχέσεις ενεργοποιούν την ενδημική

διαδικασία κάθε οικογενειακού συστήματος για αλληλοϋποστήριξη και βοηθούν στην ανταλλαγή εμπειριών και απόψεων. Παράλληλα, η οικογένεια χρειάζεται να συνειδητοποιήσει ότι ίσως να πρέπει να παραμερίσει προσωρινά τις απαιτήσεις της από την επιχείρηση και να αλλάξει τον «οικογενειακό προϋπολογισμό» έτσι ώστε αυτός να είναι συμβατός με τον λιτό προϋπολογισμό της επιχείρησης. Είναι σημαντικό κατά την περίοδο της κρίσης η οικογένεια και η επιχείρηση να κινούνται στους ίδιους ρυθμούς οικονομικής δραστηριότητας.

Άλλωστε, το άγχος των διοικούντων την επιχείρηση μπορεί να ενταθεί αν η οικογένεια δεν κατανοήσει το μέγεθος του προβλήματος και διατηρήσει τις απαιτήσεις της στα επίπεδα που ήταν πριν την οικονομική κρίση.

Συνολικά, μια αποτελεσματική επικοινωνία σε περιόδους κρίσης μπορεί να διατηρήσει την οικογένεια προσανατολισμένη στον κοινό στόχο. Η οικογένεια είναι χρήσιμο να τηρήσει και να ενδυναμώσει τους οικογενειακούς κανόνες με σκοπό την υποστήριξη των μελών που χειρίζονται την επιχείρηση και την παρουσία της οικογένειας. Η κρίση δεν θα πρέπει να αλλάξει τη διάρκεια και την ποιότητα της επαφής των μελών της οικογένειας ή των κοινωνικών δραστηριοτήτων της. Απεναντίας, η επαφή με ανθρώπους του οικογενειακού περιβάλλοντος και η αναγνώριση των προβλημάτων που υπάρχουν στην επιχείρηση προσδίδουν βεβαιότητα και σιγουριά, ενθαρρύνουν τη δημιουργικότητα και διαχέουν όλη την κρίσιμη πληροφόρηση. Μερικές δράσεις που τονώνουν την ενδοοικογενειακή επικοινωνία περιλαμβάνουν οικογενειακές γιορτές, επετειακές εκδηλώσεις, κοινές διακοπές και άλλα. Παράλληλα, σε μια περίοδο που είναι πιθανό τα μέλη της οικογένειας να αποπροσανατολίζονται από το κοινό οικογενειακό όραμα, είναι χρήσιμο να συσπειρωθεί η οικογένεια στις οικογενειακές αξίες από επικοινωνία, εκπαίδευση, προσωπική ανάπτυξη, επέκταση του Διοικητικού Συμβουλίου και συμμετοχή όλων στη λήψη αποφάσεων.

Συνοψίζοντας, αν και η οικονομική κρίση μεγεθύνει την αβεβαιότητα στο επιχειρηματικό τοπίο, οι οικογενειακές επιχειρήσεις καλούνται να την αντιμετωπίσουν με ένα εργαλείο περισσότερο από τις υπόλοιπες. Η παρουσία της οικογένειας στην επιχείρηση μπορεί να προσδώσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι άλλων και να διευκολύνει τόσο συναισθηματικά όσο και οικονομικά τον αγώνα για την επιβίωση. Παράλληλα, η οικογένεια καλείται να υποστηρίξει συναισθηματικά τα μέλη της που διαχειρίζονται την οικογενειακή παρουσία, ώστε να διασφαλίσει τη συνοχή του οικογενειακού ιστού. Σε δύσκολα και σε εύκολα, η οικογένεια που έχει επενδύσει στα θετικά της οικογενειακής επιχείρησης, μπορεί να αντεπεξέλθει αποτελεσματικά στα σημεία των καιρών. Αλλά και οι οικογένειες που ίσως ταλανίζονται από τα αρνητικά της, μπορούν τώρα – απέναντι στον κοινό εχθρό, την κρίση – να αντιδράσουν άμεσα και να εδραιώσουν μια δυνατή οικογενειακή επιχειρηματική κουλτούρα. Η επιβίωση απαιτεί την συνύπαρξη της

υπεύθυνης ιδιοκτησίας από την οικογένεια και ενός διαυγούς επιχειρηματικού βλέμματος, το οποίο διαβλέπει τους πραγματικούς κινδύνους και τις αποδοτικότερες ευκαιρίες.

Ιδιαίτερο πρόβλημα στην εταιρική επίδοση αναμενόταν να δημιουργεί η τοποθέτηση μέλους της οικογενείας στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου. **Τα αποτελέσματα της μελέτης διέψευσαν αυτή την αντίληψη, καθώς οι εταιρίες αυτές ξεπέρασαν σε επιδόσεις τις οικογενειακές (εταιρίες) με επαγγελματία Διευθύνοντα Σύμβουλο σε μια δύσκολη, κατά τα άλλα, χρονική περίοδο** . Σημαντικό ρόλο στο κατόρθωμα αυτό φαίνεται να έπαιξαν οι γεροί δεσμοί που έχουν δημιουργήσει οι οικογένειες με τις εταιρίες τους και το αίσθημά τους για διασφάλιση της πηγής εσόδων τους. Για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, 2001 έως 2011, οι οικογενειακές εταιρίες με Διευθύνοντα Σύμβουλο άτομο της οικογενείας αποδείχθηκαν περισσότερο επικερδείς και χαμηλότερου κινδύνου από αυτές που ελέγχονται από επαγγελματία.

Σημαντική συμβολή στην παρούσα μελέτη θα ήταν η βαθύτερη διερεύνηση των σχέσεων αιτιότητας μεταξύ των εταιρικών μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και της Tobin's Q, μέσω των μοντέλων παλινδρόμησης που προτείνει ο Σουηδός Carl Orelund (2007), καθώς και η ανθεκτικότητα των αποτελεσμάτων.

## 5 .Επίλογος

Τα τελευταία χρόνια ακούμε πολλά για τις κυβερνητικές προσπάθειες προς την κατεύθυνση της τόνωσης της επιχειρηματικότητας και ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Σε μια προσπάθεια δεκαετίας έχουν εκταμιευθεί σημαντικά ποσά για την άμεση υποστήριξη επιχειρήσεων ή για την υποστήριξη διαρθρωτικών αλλαγών, ώστε να υποστηριχθούν έμμεσα κλάδοι και δραστηριότητες. Αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας είναι να γίνουν κοινό κτήμα για το σύνολο των Ελλήνων οι όροι Μικρομεσαία Επιχείρηση, Κοινωνικό Πλαίσιο Στήριξης, Επιχειρηματικότητα, Ανταγωνιστικότητα (αν και ούτε το ΥΠΑΝ έχει καταφέρει να μας δώσει ένα κατανοητό ορισμό), Επιδοτήσεις, Αποζημιώσεις και άλλα. Επίσης, μέσα από αυτή τη διαδικασία δομείται μια προσπάθεια για την "κοινωνική αθώωση" της έννοιας επιχειρηματίας και την αποδοχή του ανθρώπου-επιχειρηματία ως καταλυτικού παράγοντα της προσπάθειας για τη βελτίωση της εθνικής οικονομίας.

Ένας όρος όμως παραμένει ακόμα ανεξερεύνητος και δεν περιλαμβάνεται στις κυβερνητικές πολιτικές. Η Οικογενειακή Επιχείρηση παραμένει ένα αόριστο και δυσνόητο μόρφωμα για όσους χαράσσουν εθνική και περιφερειακή πολιτική. Οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από οικογένειες αποτελούν την πλειοψηφία στον επιχειρηματικό στίβο και έχουν κάποιες ιδιαιτερότητες, ειδικά σε ότι αφορά την επιχειρηματική στρατηγική τους. Στις τάξεις τους περιλαμβάνονται και οι επιχειρήσεις που θα διαπρέψουν οικονομικά στο μέσο και απώτερο μέλλον. Αν λοιπόν θεωρούμε τις παρούσες επενδύσεις του ΚΠΣ ως μια δράση για την άμεση ανάπτυξη επιχειρήσεων, η υποστήριξη οικογενειακών επιχειρήσεων θα μπορούσε να θεωρηθεί η εξασφάλιση της μελλοντικής ανάπτυξης του τόπου μας.

Οι περισσότερες οικογενειακές ΜΜΕ περνούν από τη μια γενιά στην άλλη όταν η επιχείρηση μπορεί να εξασφαλίσει τις ανάγκες της νεότερης γενιάς. Όταν συμβαίνει αυτό και εφόσον η διαδοχή δεν είναι καταστροφική, οι επιχειρήσεις αυτές έχουν μια σημαντική πιθανότητα να μεγαλώσουν και να μεγεθυνθούν οικονομικά (τζίρος, απασχόληση, εξαγωγές κα). Σαφέστατα υπάρχουν και ελληνικές οικογενειακές που μεγάλωσαν υπό την εξουσία της πρώτης γενιάς και συνέχισαν τη θετική πορεία υπό τους διαδόχους. Αυτές, όμως, σπάνια έχουν την ανάγκη της κρατικής υποστήριξης και ακόμα σπανιότερα την επιδιώκουν. Οι μικρές όμως επιχειρήσεις, που έχουν την απαιτούμενη δυναμική, αποτελούν πεδίο εύφορο για την καλλιέργεια του εθνικού μας πλούτου.

Οι εταιρείες που αναφέρθηκαν παραπάνω έχουν ένα κοινό σημείο. Η δεύτερη γενιά είχε γνώσεις, ικανότητες και τη μαγιά για να ζυμώσει. Η μαγιά ήταν η στρωμένη δουλειά που της κληρονόμησε η πρώτη γενιά και η οποία αποτέλεσε τον υγιή πυρήνα για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Συνεπώς, θα ήταν χρήσιμο η

κυβέρνηση να μελετήσει τις συνθήκες κάτω από τις οποίες ζυμώνεται αυτή η μαγιά και με ποιον τρόπο θα μπορούσε να καλλιεργήσει αυτές τις συνθήκες. Θα ήταν δύσκολο να εντοπίσει κάποιος στοιχεία από οικονομίες άλλων χωρών, καθώς η οικογενειακή επιχείρηση έχει ένα κοινωνικό χαρακτήρα, ο οποίος είναι άμεσα συνδεδεμένος με τα εθνικά χαρακτηριστικά ενός λαού.

Όπως φαίνεται παρακάτω, σημαντικός αριθμός των πιο κερδοφόρων επιχειρήσεων ανά κλάδο, ανήκει ή ελέγχεται από οικογένειες. Παρακάτω, παρουσιάζεται επίσης και η σημαντικότητα των οικογενειακών επιχειρήσεων για την Ελληνική περιφέρεια. Ξεχωρίζονται μερικά από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των οικογενειακών επιχειρήσεων, τα οποία είναι άμεσα συνδεδεμένα με την παρούσα κρίση, και προτείνονται πρακτικά εργαλεία για τη βελτίωση της απόδοσης.

Συνεπώς, είναι απαραίτητο να εστιάσουμε στις οικογενειακές επιχειρήσεις ώστε να βοηθήσουμε σημαντικά στο να ξεπεράσει επιτυχώς η Ελληνική οικονομία την τρέχουσα παγκόσμια οικονομική κρίση.

Η διαφορετικότητα της οικογενειακής επιχείρησης ξεφεύγει από τα στενά πλαίσια της μικρής ή μεσαίας επιχείρησης που όλοι σπεύδουν να υπερασπιστούν. Άλλωστε, τα ζητήματα που σχετίζονται με την οικογενειακή επιχείρηση δε σχετίζονται ούτε με το μέγεθος ούτε με το αντικείμενο της επιχείρησης. Οι οικογένειες που επιχειρούν, υπερτερούν και μειονεκτούν σε σχέση με τι υπόλοιπες επιχειρήσεις ανάλογα με τον τρόπο που διαχειρίζονται την αλληλοκάλυψη των δύο κοινωνικών συστημάτων που συνυπάρχουν: της επιχείρησης και της οικογένειας.

Η συνύπαρξη συναισθήματος και επιχειρηματικής σκέψης δημιουργεί μηχανισμούς λήψης αποφάσεων που είναι μοναδικοί και που δεν εντάσσονται σε κατηγορίες ή μεθοδολογίες λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων. Είναι δύσκολο να δεχτεί ένας επιχειρηματίας ότι είναι ο κρίκος που δεν θα αντέξει και θα διαρρήξει τις σχέσεις οικογένειας και επιχείρησης. Κατά την τρέχουσα οικονομική κρίση πολλές οικογένειες θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες και είναι πιθανό να χρειαστεί να πάρουν δύσκολες αποφάσεις σε σχέση με την επιχείρηση που βρίσκεται στην οικογένεια για περισσότερες από μια γενεές.

Κατά την αντιμετώπιση της κρίσης, ο ηγέτης της οικογενειακής επιχείρησης καλείται να διαχειριστεί, εκτός από το επιχειρηματικό πρόβλημα που ανακύπτει, και τυχόν επιπτώσεις στις οικογενειακές σχέσεις.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η οικογενειακή επιχείρηση που έχει επενδύσει στη σχέση επιχείρησης και οικογένειας, είναι ήδη οπλισμένη για την αντιμετώπιση αυτής της κρίσης. Η κατανόηση της ανάγκης για αειφόρο ανάπτυξη αποτελεί και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της οικογενειακής επιχείρησης έναντι άλλων. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι ενώ ο τραπεζικός κλάδος θεωρούσε ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις μένουν πίσω επενδυτικά κατά τα χρόνια της ευημερίας,

την περίοδο αυτή εστιάζει το ενδιαφέρον του σε επιχειρήσεις με συντηρητική μόχλευση.

Λόγω της τωρινής κατάστασης της Ελλάδας, η επαναδιαπραγμάτευση του δανεισμού της επιχείρησης μπορεί να είναι μια ιδιαίτερος αποτελεσματική κίνηση που θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους χρήματος. Το 38% των Ευρωπαϊκών εταιριών εξετάζουν το ενδεχόμενο στρατηγικών εξαγορών. Για τον λόγο αυτό, εντοπίζουμε αυτήν την περίοδο εξαγορές και επεκτατικές κινήσεις που δεν θα ήταν εφικτές κατά τα προηγούμενα χρόνια. Οπότε, η εξαγορά ενός ανταγωνιστή, ενός προμηθευτή ή ενός σημαντικού πελάτη ευνοείται από την κρίση. Παράλληλα, η τάση αυτή για εξαγορές μπορεί να ωφελήσει μια επιχείρηση που βιώνει ή αναμένει προβλήματα. Είναι πιθανό να βρεθεί ένας κατάλληλος αγοραστής και η αποδέσμευση της οικογενειακής του περιουσίας να γίνει με τις λιγότερες δυνατές απώλειες στον κατάλληλο χρόνο. Με αυτόν τον τρόπο μπορεί να διασφαλιστεί το κεφάλαιο για μια άλλη επιχειρηματική κίνηση. Κατά δεύτερον, όλες οι οικογενειακές επιχειρήσεις χρειάζονται συνθήκες υπεύθυνης ιδιοκτησίας για να διασφαλίσουν την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Μια θεώρηση της ιδιοκτησίας που σε περιπτώσεις κρίσης είναι απαραίτητη. Για την καλλιέργεια της υπεύθυνης ιδιοκτησίας χρειάζεται η οικογένεια να κάνει την αυτοκριτική της, να συγκριθεί με την αγορά και να εισαγάγει μηχανισμούς ελέγχου για να εντοπίσει τυχόν ελλείμματα στις ικανότητες ηγεσίας και διοίκησης των μελών της που διαχειρίζονται την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης. Αν θέλει η οικογένεια να διαχειριστεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την οικογενειακή περιουσία, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιήσει το καλύτερο δυνατό management, είτε μέσα από την οικογένεια είτε εντοπίζοντας κατάλληλα στελέχη στην αγορά. Είναι χρήσιμο λοιπόν, να εδραιωθεί ένας μηχανισμός αξιολόγησης, ώστε μόνο τα ικανά μέλη της οικογένειας να προσλαμβάνονται και να προωθούνται στην επιχείρηση.

Τρίτον, μια ιδιαίτερα χρήσιμη πρακτική για την επιβίωση και μακροήμερευση της οικογενειακής επιχείρησης είναι η κατάρτιση ενός λιτού προϋπολογισμού εξόδων. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων σε σχέση με τη δημιουργία ενός τέτοιου προϋπολογισμού. Αυτό συμβαίνει επειδή τα μέλη της οικογένειας μοιράζονται ένα κοινό όραμα και επενδύουν σημαντικό συναισθηματικό κεφάλαιο στην επιχείρηση. Η απορρέουσα δέσμευση προς την οικογενειακή επιχείρηση δίνει ένα ξεχωριστό εργαλείο οικονομικής διαχείρισης, μιας και τα μέλη της οικογένειας μπορεί να εργαστούν για μια παρατεταμένη περίοδο με μειωμένες ή μηδενικές αμοιβές. Έτσι, εξασφαλίζεται ένα μέρος της ρευστότητας που απαιτείται για την εξασφάλιση της επιβίωσης.

Στον αντίποδα των παραπάνω, η οικογενειακή επιχείρηση χρειάζεται να προσέξει ώστε αυτή η μακροπρόθεσμη δέσμευση να μην οδηγήσει σε επιχειρημ

ατικήακαμψία, σύγκρουση ή αποφάσεις που είναι άκρως συναισθηματικές. Ασπίδα προστασίας μπορεί να αποτελέσει ένας ικανός σύμβουλος που απολαμβάνει την εμπιστοσύνη όλων των εμπλεκόμενων συγγενών και ιδιοκτητών.

Μία άλλη παράμετρος που απαιτεί προσοχή την περίοδο της κρίσης είναι η συναισθηματική. Τόσο οι περιπτώσεις των επιχειρηματιών που προαναφέραμε, όσο και το επιχειρηματικό περιβάλλον, μας δείχνουν ότι τα στελέχη βιώνουν αυξημένο άγχος που μπορεί να οδηγήσει σε απόγνωση. Μια αποτελεσματική επικοινωνία σε περιόδους κρίσης μπορεί να διατηρήσει την οικογένεια προσανατολισμένη στον κοινό στόχο. Παράλληλα, σε μια περίοδο που είναι πιθανό τα μέλη της οικογένειας να αποπροσανατολίζονται από το κοινό οικογενειακό όραμα, είναι χρήσιμο να συσπειρωθεί η οικογένεια στις οικογενειακές αξίες από επικοινωνία, εκπαίδευση, προσωπική ανάπτυξη, επέκταση του Διοικητικού Συμβουλίου και συμμετοχή όλων στη λήψη αποφάσεων.

Συνοψίζοντας, αν και η οικονομική κρίση μεγεθύνει την αβεβαιότητα στο επιχειρηματικό τοπίο, οι οικογενειακές επιχειρήσεις καλούνται να την αντιμετωπίσουν με ένα εργαλείο περισσότερο από τις υπόλοιπες. Η παρουσία της οικογένειας στην επιχείρηση μπορεί να προσδώσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι άλλων και να διευκολύνει τόσο συναισθηματικά όσο και οικονομικά τον αγώνα για την επιβίωση. Παράλληλα, η οικογένεια καλείται να υποστηρίξει συναισθηματικά τα μέλη της που διαχειρίζονται την οικογενειακή περιουσία, ώστε να διασφαλίσει τη συνοχή του οικογενειακού ιστού. Σε δύσκολα και σε εύκολα, η οικογένεια που έχει επενδύσει στα θετικά της οικογενειακής επιχείρησης, μπορεί να αντεπεξέλθει αποτελεσματικά στα σημεία των καιρών. Αλλά και οι οικογένειες που ίσως ταλανίζονται από τα αρνητικά της, μπορούν τώρα – απέναντι στον κοινό εχθρό, την κρίση – να αντιδράσουν άμεσα και να εδραιώσουν μια δυνατή οικογενειακή επιχειρηματική κουλτούρα. Η επιβίωση απαιτεί την συνύπαρξη της υπεύθυνης ιδιοκτησίας από την οικογένεια και ενός διαυγούς επιχειρηματικού βλέμματος.



## 6.Βιβλιογραφία

1. Γεώργιος Π. Αρτίκης (2003), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, INTERBOOKS.
2. Παναγιώτης Γ. Αρτίκης, Στοιχεία των εισηγμένων εταιριών του δείγματος.
3. Adams, R. B., Almeida, H. and Ferreira, D. 2003. Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance. Working paper.
4. Allayannis, G. and Weston, J. P. 2001. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *Review of Financial Studies* 14, 243-276.
5. Anderson, R. C. and Reeb, D. M. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
6. Anderson, R. C., Mansi, S. A. and Reeb, D. M. 2003. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
7. Barclay, M. and Holderness, C. 1989. Private Benefits from Control of Public Corporations. *Journal of Financial Economics* 25, 371-396.
8. Berle, A. Jr. and Means, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. McMillan, New York.
9. Burkart, M., Panunzi, F. and Shleifer, A. 2003. Family Firms. *Journal of Finance* 58, 2167-2201.
10. Bøhren, Ø. and Ødegaard, B. A. 2006. Governance and Performance Revisited. In *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*. Ed. Paul Ali and Greg Gregouriu. Wiley, 27-64.
11. Chung, K. H., and Pruitt, S. W. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23, 70-74.
12. Cronqvist, H. and Nilsson, M. 2003. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38.
13. Demsetz, H. and Lehn, K. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

14. Demsetz, H. and Villalonga, B. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
15. Denis, D. J. and Denis, D. K. 1994. Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency. *Journal of Corporate Finance* 1, 91-118.
16. Dyck, A. and Zingales, L. 2004. Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance* 59, 537-600.
17. Faccio, M. and Lang L. H. P. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
18. Fahlenbrach, R. 2006. Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. Working paper.
19. Hayashi, F. 2000. *Econometrics*. Princeton University Press.
20. Henrekson, M. and Jakobsson, U. 2003. The Transformation of Ownership Policy and Structure in Sweden: Convergence towards the Anglo-Saxon Model? *New Political Economy* 8, 73-102.
21. Hillier, D. and McColgan, P. 2005. Firm Performance, Entrenchment and Managerial Succession in Family Firms. Working Paper.
22. Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. and Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
23. Holderness, C. G. and Sheehan, D. P. 1988. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. An Exploratory Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
24. Holmén, M. and Högfeldt, P. 2005. Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment? *ECGI Finance Working Paper* 73.
25. Holmén, M. and Knopf, J. D. 2004. Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 167-191.
26. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54, 471-517.
27. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

28. McConnell, J. J. and Servaes, H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
29. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1988. Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
30. Morck, R. K., Strangeland, D. A. and Yeung, B. 2000. Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth. The Canadian Disease? In *Concentrated Corporate Ownership*. Ed. Randall Morck. NBER and the University of Chicago Press, 319-369.
31. Morck, R. K., Wolfenzon, D. A. and Yeung, B. 2005. Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature* 43, 655-720.
32. Nenova, T. 2003. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*. 68, 325-351.
33. Pérez-González, F. 2006. Inherited Control and Firm Performance. *American Economic Review* 96, 1559-1588.
34. Perfect, S. B. and Wiles K. W. 1994. Alternative Constructions of Tobin's q: An Empirical Comparison. *Journal of Empirical Finance* 1, 313-341.
35. Roe, M. J. 2002. Corporate Law's Limits. *Journal of Legal Studies*. 31, 233-271. Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
36. Sundqvist, S.-I. and Sundin, A.-M. 1986-2001. Owners and Power in Sweden's Listed Companies. DN Ägarservice.
37. Thomsen, S. and Pedersen, T. 2000. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal* 21, 689-705.
38. Thomsen, S., Pedersen, T. and Kvist, H. K. 2006. Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Journal of Corporate Finance* 12, 246-269.
39. Villalonga, B. and Amit, R. 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
40. Zhou, X. 2001. Understanding the Determination of Managerial Ownership and Its Relationship to Firm Performance: Comment. *Journal of Financial Economics*





## 7. Παράρτημα

### 7.1 Παράρτημα 1 – Εισηγμένες Εταιρίες

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
TRIA ALFA	AAAK GA Equity	Consumer Goods
AEGEK	AEGEK GA Equity	Industrials
AEGEAN AIRLINES	AEGN GA Equity	Consumer Services
ALPHA-ETF FTSE 2	AETF20 GA Equity	Financials
ALPHA GRISSIN SA	AGRI GA Equity	Technology
AEOLIAN INVEST	AIOLC GA Equity	Financials
AKRITAS SA	AKRIT GA Equity	Industrials
ALAPIS SA	ALAPIS GA Equity	Health Care
ALCO HELLAS ABEE	ALCO GA Equity	Basic Materials
NEXANS HELLAS SA	ALKA GA Equity	Industrials
ALUMIL ALUMINIUM	ALMY GA Equity	Basic Materials
ALPHA BANK A.E.	ALPHA GA Equity	Financials
ALSINCO	ALSIN GA Equity	Consumer Goods
ALTEC HOLDINGS S	ALTEC GA Equity	Technology
ELEFThERI	ALTER GA Equity	Consumer Services
ALPHA-ANDROMEDA	ANDRO GA Equity	Financials
ANEK LINES SA	ANEK GA Equity	Consumer Services
S & B INDUSTRIAL	ARBA GA Equity	Basic Materials
ASPIS PRONIA GE	ASASK GA Equity	Financials
AS COMPANY S.A.	ASCO GA Equity	Consumer Services
ALPHA ASTIKA AKI	ASTAK GA Equity	Financials
ASTIR PALACE HOT	ASTIR GA Equity	Consumer Services
AGRICULTURAL BK	ATE GA Equity	Financials
ATTICA PUBLISH	A TEK GA Equity	Consumer Services
ATERMON DYNAMIC	ATERM GA Equity	Consumer Services
ATHENA SA	ATHINA GA Equity	Industrials
ATLANTIC SUPERMA	ATLA GA Equity	Consumer Services
ALPHA TRUST INVE	ATRUST GA Equity	Financials
ATTICA HOLDINGS	ATTICA GA Equity	Consumer Services
ATTI-KAT	ATTIK GA Equity	Industrials
J&P-AVAX SA	AVAX GA Equity	Industrials
AUDIO VISUAL ENT	AVE GA Equity	Consumer Services
AVENIR LEISURE &	AVENIR GA Equity	Consumer Services
AXON SA HOLDING	AXON GA Equity	Health Care
BALKAN REAL ESTA	BALK GA Equity	Financials
JUMBO SA	BELA GA Equity	Consumer Goods

BETANET SA	BETAN GA Equity	Industrials
BIOKARPET SA	BIOKA GA Equity	Consumer Goods
UNIBIOS HOLDING	BIOSK GA Equity	Industrials
BIOTER	BIOT GA Equity	Industrials
VIOHALCO	BIOX GA Equity	Industrials
FASHION BOX HELL	BOX GA Equity	Consumer Goods
BYTE COMPUTERS	BYTE GA Equity	Technology
CENTRIC MULTIMED	CENTR GA Equity	Consumer Goods
COMPUCON COMPUTE	COMP GA Equity	Technology
CPI SA	CPI GA Equity	Technology
CRETA FARM S.A.	CRETA GA Equity	Consumer Goods
CYCLON HELLAS SA	CYCL GA Equity	Basic Materials
DAIOS PLASTICS	DAIOS GA Equity	Basic Materials
DIAS AQUACULTURE	DIFF GA Equity	Consumer Goods
DIONIC SOCIETE A	DION GA Equity	Industrials
LAMBRAKIS PRESS	DOL GA Equity	Consumer Services
DOMIKI KRITIS S.	DOMIK GA Equity	Industrials
DROMEAS SA-REGD	DROME GA Equity	Industrials
DRUCKFARBEN HELL	DROUK GA Equity	Consumer Goods
DOUROS S.A	DUR GA Equity	Basic Materials
EDRASIS PSALIDAS	EDRA GA Equity	Consumer Goods
EURODRIP SA	EDRIP GA Equity	Industrials
COCA-COLA SA	EEEE GA Equity	Consumer Goods
EKTER S.A.	EKTER GA Equity	Industrials
ELVAL - HELLENIC	ELBA GA Equity	Basic Materials
ELVE CLOTHING SA	ELBE GA Equity	Consumer Goods
ELVIEMEK LAND DE	ELBIO GA Equity	Financials
HELLENIC FISH FA	ELFIS GA Equity	Consumer Goods
ELGEKA	ELGEK GA Equity	Consumer Goods
ELINOIL HELLENIC	ELIN GA Equity	Consumer Services
EUROLINE INVESTM	ELINE GA Equity	Financials
HELLENIC CABLES	ELKA GA Equity	Industrials
ELLAKTOR SA	ELLAKTOR GA Equity	Industrials
HELLENIC PETRO	ELPE GA Equity	Oil & Gas
ELASTRON S.A.	ELSTR GA Equity	Basic Materials
ELTON CHEMICALS	ELTON GA Equity	Basic Materials
ELTRAK	ELTRK GA Equity	Industrials
HELLENIC FABRICS	ELYF GA Equity	Consumer Goods
EMPORIKOS DESMOS	EMDKO GA Equity	Consumer Goods
SELECTED TEXTILE	EPIL GA Equity	Consumer Goods
NATL BANK GREECE	ETE GA Equity	Financials
ETEM-LIGHT METAL	ETEM GA Equity	Basic Materials
NBGAM-ATH DOM EQ	ETFASE GA Equity	Financials
NBGAM GR AND TUR	ETFGT3OP GA Equity	Financials

EUROBROKERS SA	EUBRK GA Equity	Financials
EUROPEAN RELIANC	EUPIC GA Equity	Financials
EUROBANK PROPERT	EUPRO GA Equity	Financials
EFG EUROBANK ERG	EUROB GA Equity	Financials
EUROCONSULTANTS	EUROC GA Equity	Industrials
EUROMEDICA SA	EUROM GA Equity	Health Care
EVROFARMA S.A.	EVROF GA Equity	Consumer Goods
EUROXX SECURITIE	EX GA Equity	Financials
HELLENIC EXCHANG	EXAE GA Equity	Financials
THESSALONIKI WAT	EYAPS GA Equity	Utilities
EYDAP WATER	EYDAP GA Equity	Utilities
FOLLI FOLLIE GRO	FFGRP GA Equity	Consumer Services
FG EUROPE SA	FGE GA Equity	Consumer Goods
FINTEXPORT	FIDO GA Equity	Consumer Goods
FIERATEX S.A.	FIER GA Equity	Consumer Goods
FLEXOPACK SA	FLEXO GA Equity	Industrials
FORTHNET SA	FORTH GA Equity	Technology
FOURLIS SA	FOYRK GA Equity	Consumer Goods
FRIGOGLASS SA	FRIGO GA Equity	Industrials
GEN COMMERCIAL	GEBKA GA Equity	Industrials
GE DIMITRIOU COM	GED GA Equity	Consumer Goods
GEK TERNA HOLDIN	GEKTERNA GA Equity	Industrials
GALAXIDI FISH FA	GMF GA Equity	Consumer Goods
HAIDEMENOS S.A.	HAIDE GA Equity	Industrials
HATZIOANNOU	HATZK GA Equity	Consumer Goods
CHATZIKRANIOTIS	HKRAN GA Equity	Consumer Goods
HELLAS ONLINE SA	HOL GA Equity	Technology
HERACLES GEN	HRAK GA Equity	Industrials
HELLENIC SUGAR	HSI GA Equity	Consumer Goods
HELLENIC TELECOM	HTO GA Equity	Telecommunications
DIAGNOSTIC THERA	HYGEIA GA Equity	Health Care
IASO S.A.	IASO GA Equity	Health Care
ATHENS MEDICAL	IATR GA Equity	Health Care
INTERINVEST	IDER GA Equity	Financials
IMAGE-SOUND SA	IKONA GA Equity	Consumer Services
IKTINOS HELLAS	IKTIN GA Equity	Industrials
ILYDA SA	ILYDA GA Equity	Technology
IMPERIO-ARGO GRO	IMPE GA Equity	Industrials
INTRACOM S.A TEC	INKAT GA Equity	Industrials
INTRALOT S.A.	INLOT GA Equity	Consumer Services
IDEAL GROUP	INTEK GA Equity	Technology
INTERTECH	INTET GA Equity	Technology
INTRACOM SA-REG	INTRK GA Equity	Technology
IONIKI	IOKA GA Equity	Consumer Services



HIPPOTOUR	IPPOK GA Equity	Consumer Goods
REDS SA	KAMP GA Equity	Financials
STELIOS KANAKIS	KANAK GA Equity	Consumer Goods
CARDASSILARIS	KARD GA Equity	Consumer Goods
KARELIA TOBACCO	KARE GA Equity	Consumer Goods
KARATZI SA	KARTZ GA Equity	Industrials
KATHIMERINI S.A.	KATHI GA Equity	Consumer Services
KEKROPS	KEKR GA Equity	Financials
FLOUR MILLS KEPE	KEPEN GA Equity	Consumer Goods
KERAMIA-ALLATINI	KERAL GA Equity	Financials
KLEEMANN HELLAS	KLEM GA Equity	Industrials
I KLOUKINAS-I LA	KLM GA Equity	Industrials
KLONATEX GROUP	KLONK GA Equity	Consumer Goods
KARAMOLENGOS BKR	KMOL GA Equity	Consumer Goods
KORDELLOU BROS	KORDE GA Equity	Basic Materials
KORRES NATURAL P	KORRES GA Equity	Consumer Goods
KOUMBAS SYNERGY	KOUM GA Equity	Financials
FLEXOPACK SA	KREKA GA Equity	Consumer Goods
KRI-KRI MILK	KRI GA Equity	Consumer Goods
KTIMA KOSTAS LAZ	KTILA GA Equity	Consumer Goods
LOULIS MILLS SA	KYLO GA Equity	Consumer Goods
KIRIAKOULIS MEDI	KYRI GA Equity	Consumer Services
FHL MANUFACTURIN	KYRM GA Equity	Industrials
FLOUR MILLS SARA	KYSA GA Equity	Consumer Goods
LAMDA DEVELOPMEN	LAMDA GA Equity	Financials
LAMPSA HOTEL CO	LAMPS GA Equity	Consumer Services
LANAKAM SA	LANAC GA Equity	Consumer Goods
LAN-NET SA	LANNET GA Equity	Telecommunications
LAVIPHARM SA	LAVI GA Equity	Health Care
LEVEDERIS (N)	LEBEK GA Equity	Basic Materials
LIVANIS PUBLISHI	LIVAN GA Equity	Consumer Services
LOGISMOS INFO	LOGISMOS GA Equity	Technology
MJ MAILLIS S.A.	MAIK GA Equity	Industrials
MARAC ELECTRONIC	MARAC GA Equity	Technology
MATHIOS REFRACTO	MATHIO GA Equity	Industrials
MAXIM KNITWEAR	MAXIM GA Equity	Consumer Goods
MEDICON HELLAS	MEDIC GA Equity	Health Care
MERMEREN KOMBINA	MERKO GA Equity	Basic Materials
MESOCHORITIS	MESOCH GA Equity	Industrials
METKA SA	METTK GA Equity	Industrials
MEVACO S.A.	MEVA GA Equity	Industrials
MICHANIKI	MHXAK GA Equity	Industrials
MARFIN INVESTMEN	MIG GA Equity	Financials
MIG REAL ESTATE	MIGRE GA Equity	Financials

MINERVA KNITWEAR	MIN GA Equity	Consumer Goods
MINOAN LINES	MINOA GA Equity	Consumer Services
MICROLAND COMPUT	MLAND GA Equity	Consumer Services
MLS MULTIMEDIA	MLS GA Equity	Technology
MOCHLOS	MOCHL GA Equity	Industrials
MODA BAGNO SA	MODA GA Equity	Industrials
MOTOR OIL-HELLAS	MOH GA Equity	Oil & Gas
MOTODYNAMIC SA	MOTO GA Equity	Consumer Services
MOUZAKIS	MOYZK GA Equity	Consumer Goods
BITROS HOLDINGS	MPITR GA Equity	Basic Materials
BOUTARIS	MPK GA Equity	Consumer Goods
MYTILINEOS HLDGS	MYTIL GA Equity	Basic Materials
NAFTEMPORIKI S.A	NAFT GA Equity	Consumer Services
PHILIPPOS NAKAS	NAKAS GA Equity	Consumer Services
NAFPAKTOS TEXTIL	NAYP GA Equity	Consumer Goods
MARITIME CO LESV	NEL GA Equity	Consumer Services
NEORION HOLDINGS	NEORS GA Equity	Industrials
NEWSPHONE HELLAS	NEWS GA Equity	Industrials
PG NIKAS SA	NIKAS GA Equity	Consumer Goods
NIREUS AQUACULTU	NIR GA Equity	Consumer Goods
NUTRIART SA	NUTRIART GA Equity	Consumer Goods
OLYMPIC CATERING	OLKAT GA Equity	Consumer Services
THESSALONIKI POR	OLTH GA Equity	Industrials
TECHNICAL OLYMPI	OLYMP GA Equity	Consumer Goods
OPAP SA	OPAP GA Equity	Consumer Services
AUTOHELLAS SA	OTOEL GA Equity	Consumer Services
E PAIRIS SA	PAIR GA Equity	Industrials
PAPOUTSANIS SA	PAP GA Equity	Consumer Goods
PARNASSOS ENTE	PARN GA Equity	Financials
PASAL REAL ESTAT	PASAL GA Equity	Financials
PEGASUS PUBLISHI	PEGAS GA Equity	Consumer Services
PERFORMANCE TECH	PERF GA Equity	Technology
PERSEYS SA	PERS GA Equity	Consumer Goods
PETROPOULOS	PETRO GA Equity	Industrials
AG PETZETAKIS SA	PETZK GA Equity	Basic Materials
PLAISIO COMPUTER	PLAIS GA Equity	Technology
PLASTIKA KRITIS	PLAKR GA Equity	Basic Materials
THRACE PLASTICS	PLAT GA Equity	Basic Materials
PIRAEUS PORT AUT	PPA GA Equity	Industrials
PUBLIC POWER COR	PPC GA Equity	Utilities
PRAXITELIO HOSPI	PRAXC GA Equity	Health Care
PROODEFTIKI	PRD GA Equity	Industrials
GEKE S.A.	PRESG GA Equity	Consumer Services
PROTON BANK SA	PRO GA Equity	Financials

PROFILE SYSTEMS	PROF GA Equity	Technology
GIRAKIAN PROFIL	PROFK GA Equity	Basic Materials
PC SYSTEMS SA	PSYST GA Equity	Technology
QUALITY AND RELI	QUAL GA Equity	Technology
QUEST HOLDINGS	QUEST GA Equity	Technology
REVOIL SA	REV GA Equity	Consumer Services
RIDENCO HLDGS	RIDE GA Equity	Consumer Goods
RILKEN SA	RILK GA Equity	Consumer Goods
SANYO HELLAS	SANYO GA Equity	Consumer Goods
SAOS MARITIME SA	SAOS GA Equity	Industrials
SARANTIS	SAR GA Equity	Consumer Goods
SATO OFFICE AND	SATOK GA Equity	Consumer Goods
SCIENS INTERNATI	SCIENS GA Equity	Financials
SHELMAN	SELMK GA Equity	Industrials
SELONDA AQUACULT	SELO GA Equity	Consumer Goods
SFAKIANAKIS SA	SFA GA Equity	Consumer Services
SIDENOR STEEL	SIDE GA Equity	Basic Materials
SIDMA SA	SIDMA GA Equity	Basic Materials
CORINTH PIPE	SOLK GA Equity	Basic Materials
SPACE HELLAS SA	SPACE GA Equity	Technology
SPIDER SA	SPID GA Equity	Industrials
SPYROU HOUSE	SPIR GA Equity	Basic Materials
SPRIDER STORES S	SPRDER GA Equity	Consumer Services
ATTICA BANK SA	TATT GA Equity	Financials
T BANK	TBANK GA Equity	Financials
TEGOPOULOS	TEGO GA Equity	Consumer Services
TECHNICAL PUBLIC	TEKDO GA Equity	Consumer Services
TELETYPOS SA	TELET GA Equity	Consumer Services
BANK GREECE	TELL GA Equity	Financials
EMPORIKI BK GR	TEMP GA Equity	Financials
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA Equity	Utilities
TEXAPRET SA	TEXT GA Equity	Consumer Goods
GENIKI BANK SA	TGEN GA Equity	Financials
TITAN CEMENT CO	TITK GA Equity	Industrials
PIRAEUS BANK	TPEIR GA Equity	Financials
TRASTOR REAL EST	TRASTOR GA Equity	Financials
PAPERPACK TSOUKA	TSOUK GA Equity	Industrials
TT HELLENIC POST	TT GA Equity	Financials
UNITED TEXTILES	UTEX GA Equity	Consumer Goods
VARAGIS SA	VARG GA Equity	Consumer Goods
VARVARESSOS SA	VARNH GA Equity	Consumer Goods
VIS	VIS GA Equity	Industrials
VIVERE SA	VIVER GA Equity	Consumer Services
VOGIATZOGLOU SYS	VOSYS GA Equity	Industrials

BABIS VOVOS INTL	VOVOS GA Equity	Financials
HALCOR SA	XAKO GA Equity	Basic Materials
INTERWOOD-XYLEMB	XYLEK GA Equity	Industrials
YALCO	YALCO GA Equity	Consumer Goods
ZAMPA	ZAMP GA Equity	Consumer Goods

## 7.2 Παράρτημα 2 – Εταιρίες Δείγματος

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
TRIA ALFA	AAAK GA Equity	Consumer Goods
AEGEK	AEGEK GA Equity	Industrials
AEGEAN AIRLINES	AEGN GA Equity	Consumer Services
ALPHA GRISSIN SA	AGRI GA Equity	Technology
AKRITAS SA	AKRIT GA Equity	Industrials
ALCO HELLAS ABEE	ALCO GA Equity	Basic Materials
NEXANS HELLAS SA	ALKA GA Equity	Industrials
ALUMIL ALUMINIUM	ALMY GA Equity	Basic Materials
ALSINCO	ALSIN GA Equity	Consumer Goods
ALTEC HOLDINGS S	ALTEC GA Equity	Technology
ANEK LINES SA	ANEK GA Equity	Consumer Services
S & B INDUSTRIAL	ARBA GA Equity	Basic Materials
AS COMPANY S.A.	ASCO GA Equity	Consumer Services
ASTIR PALACE HOT	ASTIR GA Equity	Consumer Services
ATTICA PUBLISH	ATEK GA Equity	Consumer Services
ATHENA SA	ATHINA GA Equity	Industrials
ATTICA HOLDINGS	ATTICA GA Equity	Consumer Services
ATTI-KAT	ATTIK GA Equity	Industrials
J&P-AVAX SA	AVAX GA Equity	Industrials
AUDIO VISUAL ENT	AVE GA Equity	Consumer Services
AVENIR LEISURE &	AVENIR GA Equity	Consumer Services
AXON SA HOLDING	AXON GA Equity	Health Care
BALKAN REAL ESTA	BALK GA Equity	Financials
JUMBO SA	BELA GA Equity	Consumer Goods
BIOKARPET SA	BIOKA GA Equity	Consumer Goods
UNIBIOS HOLDING	BIOSK GA Equity	Industrials
BIOTER	BIOT GA Equity	Industrials
VIOHALCO	BIOX GA Equity	Industrials
BYTE COMPUTERS	BYTE GA Equity	Technology
CENTRIC MULTIMED	CENTR GA Equity	Consumer Goods
COMPUCON COMPUTE	COMP GA Equity	Technology
CRETA FARM S.A.	CRETA GA Equity	Consumer Goods
CYCLON HELLAS SA	CYCL GA Equity	Basic Materials
DAIOS PLASTICS	DAIOS GA Equity	Basic Materials
DIAS AQUACULTURE	DIFF GA Equity	Consumer Goods
DIONIC SOCIETE A	DION GA Equity	Industrials
LAMBRAKIS PRESS	DOL GA Equity	Consumer Services
DOMIKI KRITIS S.	DOMIK GA Equity	Industrials
DROMEAS SA-REGD	DROME GA Equity	Industrials
DRUCKFARBEN HELL	DROUK GA Equity	Consumer Goods

DOUROS S.A	DUR GA Equity	Basic Materials
EDRASIS PSALIDAS	EDRA GA Equity	Consumer Goods
EURODRIP SA	EDRIP GA Equity	Industrials
COCA-COLA SA	EEEE GA Equity	Consumer Goods
EKTER S.A.	EKTER GA Equity	Industrials
ELVAL - HELLENIC	ELBA GA Equity	Basic Materials
ELVE CLOTHING SA	ELBE GA Equity	Consumer Goods
ELVIEMEK LAND DE	ELBIO GA Equity	Financials
HELLENIC FISH FA	ELFIS GA Equity	Consumer Goods
ELGEKA	ELGEK GA Equity	Consumer Goods
ELINOIL HELLENIC	ELIN GA Equity	Consumer Services
HELLENIC CABLES	ELKA GA Equity	Industrials
ELLAKTOR SA	ELLAKTOR GA Equity	Industrials
HELLENIC PETRO	ELPE GA Equity	Oil & Gas
ELASTRON S.A.	ELSTR GA Equity	Basic Materials
ELTON CHEMICALS	ELTON GA Equity	Basic Materials
ELTRAK	ELTRK GA Equity	Industrials
HELLENIC FABRICS	ELYF GA Equity	Consumer Goods
ETEM-LIGHT METAL	ETEM GA Equity	Basic Materials
EUROBROKERS SA	EUBRK GA Equity	Financials
EUROMEDICA SA	EUROM GA Equity	Health Care
EVROFARMA S.A.	EVROF GA Equity	Consumer Goods
THESSALONIKI WAT	EYAPS GA Equity	Utilities
EYDAP WATER	EYDAP GA Equity	Utilities
FOLLI FOLLIE GRO	FFGRP GA Equity	Consumer Services
FG EUROPE SA	FGE GA Equity	Consumer Goods
FINTEXPOR	FIDO GA Equity	Consumer Goods
FIERATEX S.A.	FIER GA Equity	Consumer Goods
FLEXOPACK SA	FLEXO GA Equity	Industrials
FORTHNET SA	FORTH GA Equity	Technology
FOURLIS SA	FOYRK GA Equity	Consumer Goods
FRIGOGLASS SA	FRIGO GA Equity	Industrials
GEN COMMERCIAL	GEBKA GA Equity	Industrials
GE DIMITRIOU COM	GED GA Equity	Consumer Goods
GEK TERNA HOLDIN	GEKTERNA GA Equity	Industrials
GALAXIDI FISH FA	GMF GA Equity	Consumer Goods
HAIDEMENOS S.A.	HAIDE GA Equity	Industrials
HATZIOANNOU	HATZK GA Equity	Consumer Goods
CHATZIKRANIOTIS	HKRAN GA Equity	Consumer Goods
HELLAS ONLINE SA	HOL GA Equity	Technology
HELLENIC TELECOM	HTO GA Equity	Telecommunications
DIAGNOSTIC THERA	HYGEIA GA Equity	Health Care
IASO S.A.	IASO GA Equity	Health Care
ATHENS MEDICAL	IATR GA Equity	Health Care

IKTINOS HELLAS	IKTIN GA Equity	Industrials
ILYDA SA	ILYDA GA Equity	Technology
IMPERIO-ARGO GRO	IMPE GA Equity	Industrials
INTRACOM S.A TEC	INKAT GA Equity	Industrials
INTRALOT S.A.	INLOT GA Equity	Consumer Services
IDEAL GROUP	INTEK GA Equity	Technology
INTRACOM SA-REG	INTRK GA Equity	Technology
HIPPOTOUR	IPPOK GA Equity	Consumer Goods
REDS SA	KAMP GA Equity	Financials
STELIOS KANAKIS	KANAK GA Equity	Consumer Goods
KARELIA TOBACCO	KARE GA Equity	Consumer Goods
KARATZI SA	KARTZ GA Equity	Industrials
KATHIMERINI S.A.	KATHI GA Equity	Consumer Services
KEKROPS	KEKR GA Equity	Financials
KERAMIA-ALLATINI	KERAL GA Equity	Financials
KLEEMANN HELLAS	KLEM GA Equity	Industrials
I KLOUKINAS-I LA	KLM GA Equity	Industrials
KARAMOLENGOS BKR	KMOL GA Equity	Consumer Goods
KORDELLOU BROS	KORDE GA Equity	Basic Materials
KORRES NATURAL P	KORRES GA Equity	Consumer Goods
KOUMBAS SYNERGY	KOUM GA Equity	Financials
FLEXOPACK SA	KREKA GA Equity	Consumer Goods
KRI-KRI MILK	KRI GA Equity	Consumer Goods
KTIMA KOSTAS LAZ	KTILA GA Equity	Consumer Goods
LOULIS MILLS SA	KYLO GA Equity	Consumer Goods
KIRIAKOULIS MEDI	KYRI GA Equity	Consumer Services
FHL MANUFACTURIN	KYRM GA Equity	Industrials
FLOUR MILLS SARA	KYSA GA Equity	Consumer Goods
LAMDA DEVELOPMEN	LAMDA GA Equity	Financials
LAMPSA HOTEL CO	LAMPS GA Equity	Consumer Services
LANAKAM SA	LANAC GA Equity	Consumer Goods
LAVIPHARM SA	LAVI GA Equity	Health Care
LEVEDERIS (N)	LEBEK GA Equity	Basic Materials
LIVANIS PUBLISHI	LIVAN GA Equity	Consumer Services
LOGISMOS INFO	LOGISMOS GA Equity	Technology
MJ MAILLIS S.A.	MAIK GA Equity	Industrials
MARAC ELECTRONIC	MARAC GA Equity	Technology
MATHIOS REFRACTO	MATHIO GA Equity	Industrials
MEDICON HELLAS	MEDIC GA Equity	Health Care
MERMEREN KOMBINA	MERKO GA Equity	Basic Materials
METKA SA	METTK GA Equity	Industrials
MEVACO S.A.	MEVA GA Equity	Industrials
MICHANIKI	MHXAK GA Equity	Industrials
MINERVA KNITWEAR	MIN GA Equity	Consumer Goods

MINOAN LINES	MINOA GA Equity	Consumer Services
MICROLAND COMPUT	MLAND GA Equity	Consumer Services
MLS MULTIMEDIA	MLS GA Equity	Technology
MOCHLOS	MOCHL GA Equity	Industrials
MODA BAGNO SA	MODA GA Equity	Industrials
MOTOR OIL-HELLAS	MOH GA Equity	Oil & Gas
MOTODYNAMIC SA	MOTO GA Equity	Consumer Services
MOUZAKIS	MOYZK GA Equity	Consumer Goods
BITROS HOLDINGS	MPITR GA Equity	Basic Materials
BOUTARIS	MPK GA Equity	Consumer Goods
MYTILINEOS HLDGS	MYTIL GA Equity	Basic Materials
NAFTEMPORIKI S.A	NAFT GA Equity	Consumer Services
NAFPAKTOS TEXTIL	NAYP GA Equity	Consumer Goods
MARITIME CO LESV	NEL GA Equity	Consumer Services
NEWSPHONE HELLAS	NEWS GA Equity	Industrials
PG NIKAS SA	NIKAS GA Equity	Consumer Goods
NIREUS AQUACULTU	NIR GA Equity	Consumer Goods
NUTRIART SA	NUTRIART GA Equity	Consumer Goods
OLYMPIC CATERING	OLKAT GA Equity	Consumer Services
THESSALONIKI POR	OLTH GA Equity	Industrials
TECHNICAL OLYMPI	OLYMP GA Equity	Consumer Goods
OPAP SA	OPAP GA Equity	Consumer Services
AUTOHELLAS SA	OTOEL GA Equity	Consumer Services
E PAIRIS SA	PAIR GA Equity	Industrials
PAPOUTSANIS SA	PAP GA Equity	Consumer Goods
PARNASSOS ENTE	PARN GA Equity	Financials
PEGASUS PUBLISHI	PEGAS GA Equity	Consumer Services
PERFORMANCE TECH	PERF GA Equity	Technology
PERSEYS SA	PERS GA Equity	Consumer Goods
PETROPOULOS	PETRO GA Equity	Industrials
PLAISIO COMPUTER	PLAIS GA Equity	Technology
PLASTIKA KRITIS	PLAKR GA Equity	Basic Materials
THRACE PLASTICS	PLAT GA Equity	Basic Materials
PIRAEUS PORT AUT	PPA GA Equity	Industrials
PUBLIC POWER COR	PPC GA Equity	Utilities
GEKE S.A.	PRESG GA Equity	Consumer Services
GIRAKIAN PROFIL	PROFK GA Equity	Basic Materials
PC SYSTEMS SA	PSYST GA Equity	Technology
QUALITY AND RELI	QUAL GA Equity	Technology
QUEST HOLDINGS	QUEST GA Equity	Technology
REVOIL SA	REV GA Equity	Consumer Services
RIDENCO HLDGS	RIDE GA Equity	Consumer Goods
RILKEN SA	RILK GA Equity	Consumer Goods
SANYO HELLAS	SANYO GA Equity	Consumer Goods



SAOS MARITIME SA	SAOS GA Equity	Industrials
SARANTIS	SAR GA Equity	Consumer Goods
SATO OFFICE AND	SATOK GA Equity	Consumer Goods
SCIENS INTERNATI	SCIENS GA Equity	Financials
SHELMAN	SELMK GA Equity	Industrials
SELONDA AQUACULT	SELO GA Equity	Consumer Goods
SFAKIANAKIS SA	SFA GA Equity	Consumer Services
SIDENOR STEEL	SIDE GA Equity	Basic Materials
SIDMA SA	SIDMA GA Equity	Basic Materials
CORINTH PIPE	SOLK GA Equity	Basic Materials
SPACE HELLAS SA	SPACE GA Equity	Technology
SPIDER SA	SPID GA Equity	Industrials
SPYROU HOUSE	SPIR GA Equity	Basic Materials
SPRIDER STORES S	SPRDER GA Equity	Consumer Services
TECHNICAL PUBLIC	TEKDO GA Equity	Consumer Services
TELETYPOS SA	TELET GA Equity	Consumer Services
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA Equity	Utilities
TITAN CEMENT CO	TITK GA Equity	Industrials
TRASTOR REAL EST	TRASTOR GA Equity	Financials
PAPERPACK TSOUKA	TSOUK GA Equity	Industrials
VARAGIS SA	VARG GA Equity	Consumer Goods
VARVARESSOS SA	VARNH GA Equity	Consumer Goods
VIS	VIS GA Equity	Industrials
VOGIATZOGLOU SYS	VOSYS GA Equity	Industrials
HALCOR SA	XAKO GA Equity	Basic Materials
INTERWOOD-XYLEMB	XYLEK GA Equity	Industrials
YALCO	YALCO GA Equity	Consumer Goods
ZAMPA	ZAMP GA Equity	Consumer Goods

### 7.3 Παράρτημα 3 – Εταιρίες εκτός Δείγματος

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
ALPHA-ETF FTSE 2	AETF20 GA Equity	Financials
AEOLIAN INVEST	AIOLC GA Equity	Financials
ALAPIS SA	ALAPIS GA Equity	Health Care
ALPHA BANK A.E.	ALPHA GA Equity	Financials
ELEFThERI	ALTER GA Equity	Consumer Services
ALPHA-ANDROMEDA	ANDRO GA Equity	Financials
ASPIS PRONIA GE	ASASK GA Equity	Financials
ALPHA ASTIKA AKI	ASTAK GA Equity	Financials
AGRICULTURAL BK	ATE GA Equity	Financials
ATERMON DYNAMIC	ATERM GA Equity	Consumer Services
ATLANTIC SUPERMA	ATLA GA Equity	Consumer Services
ALPHA TRUST INVE	ATRUST GA Equity	Financials
BETANET SA	BETAN GA Equity	Industrials
FASHION BOX HELL	BOX GA Equity	Consumer Goods
CPI SA	CPI GA Equity	Technology
EUROLINE INVESTM	ELINE GA Equity	Financials
EMPORIKOS DESMOS	EMDKO GA Equity	Consumer Goods
SELECTED TEXTILE	EPIL GA Equity	Consumer Goods
NATL BANK GREECE	ETE GA Equity	Financials
NBGAM-ATH DOM EQ	ETFASE GA Equity	Financials
NBGAM GR AND TUR	ETFGT30P GA Equity	Financials
EUROPEAN RELIANC	EUPIC GA Equity	Financials
EUROBANK PROPERT	EUPRO GA Equity	Financials
EFG EUROBANK ERG	EUROB GA Equity	Financials
EUROCONSULTANTS	EUROC GA Equity	Industrials
EUROXX SECURITIE	EX GA Equity	Financials
HELLENIC EXCHANG	EXAE GA Equity	Financials
HERACLES GEN	HRAK GA Equity	Industrials
HELLENIC SUGAR	HSI GA Equity	Consumer Goods
INTERINVEST	IDER GA Equity	Financials
IMAGE-SOUND SA	IKONA GA Equity	Consumer Services
INTERTECH	INTET GA Equity	Technology
IONIKI	IOKA GA Equity	Consumer Services
CARDASSILARIS	KARD GA Equity	Consumer Goods
FLOUR MILLS KEPE	KEPEN GA Equity	Consumer Goods
KLONATEX GROUP	KLONK GA Equity	Consumer Goods
LAN-NET SA	LANNET GA Equity	Telecommunications
MAXIM KNITWEAR	MAXIM GA Equity	Consumer Goods
MESOCHORITIS	MESOCH GA Equity	Industrials

MARFIN INVESTMEN	MIG GA Equity	Financials
MIG REAL ESTATE	MIGRE GA Equity	Financials
PHILIPPOS NAKAS	NAKAS GA Equity	Consumer Services
NEORION HOLDINGS	NEORS GA Equity	Industrials
PASAL REAL ESTAT	PASAL GA Equity	Financials
AG PETZETAKIS SA	PETZK GA Equity	Basic Materials
PRAXITELIO HOSPI	PRAXC GA Equity	Health Care
PROODEFTIKI	PRD GA Equity	Industrials
PROTON BANK SA	PRO GA Equity	Financials
PROFILE SYSTEMS	PROF GA Equity	Technology
ATTICA BANK SA	TATT GA Equity	Financials
T BANK	TBANK GA Equity	Financials
TEGOPOULOS	TEGO GA Equity	Consumer Services
BANK GREECE	TELL GA Equity	Financials
EMPORIKI BK GR	TEMP GA Equity	Financials
TEXAPRET SA	TEXT GA Equity	Consumer Goods
GENIKI BANK SA	TGEN GA Equity	Financials
PIRAEUS BANK	TPEIR GA Equity	Financials
TT HELLENIC POST	TT GA Equity	Financials
UNITED TEXTILES	UTEX GA Equity	Consumer Goods
VIVERE SA	VIVER GA Equity	Consumer Services
BABIS VOVOS INTL	VOVOS GA Equity	Financials

#### 7.4 Παράρτημα 4 – Ταξινόμηση εταιριών του Δείγματος με βάση το ICB Classification

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
ALCO HELLAS ABEE	ALCO GA Equity	Basic Materials
ALUMIL ALUMINIUM	ALMY GA Equity	Basic Materials
S & B INDUSTRIAL	ARBA GA Equity	Basic Materials
CYCLON HELLAS SA	CYCL GA Equity	Basic Materials
DAIOS PLASTICS	DAIOS GA Equity	Basic Materials
DOUROS S.A	DUR GA Equity	Basic Materials
ELVAL - HELLENIC	ELBA GA Equity	Basic Materials
ELASTRON S.A.	ELSTR GA Equity	Basic Materials
ELTON CHEMICALS	ELTON GA Equity	Basic Materials
ETEM-LIGHT METAL	ETEM GA Equity	Basic Materials
KORDELLOU BROS	KORDE GA Equity	Basic Materials
LEVEDERIS (N)	LEBEK GA Equity	Basic Materials
MERMEREN KOMBINA	MERKO GA Equity	Basic Materials
BITROS HOLDINGS	MPITR GA Equity	Basic Materials
MYTILINEOS HLDGS	MYTIL GA Equity	Basic Materials
PLASTIKA KRITIS	PLAKR GA Equity	Basic Materials
THRACE PLASTICS	PLAT GA Equity	Basic Materials
GIRAKIAN PROFIL	PROFK GA Equity	Basic Materials
SIDENOR STEEL	SIDE GA Equity	Basic Materials
SIDMA SA	SIDMA GA Equity	Basic Materials
CORINTH PIPE	SOLK GA Equity	Basic Materials
SPYROU HOUSE	SPIR GA Equity	Basic Materials
HALCOR SA	XAKO GA Equity	Basic Materials

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
TRIA ALFA	AAAK GA Equity	Consumer Goods
ALSINCO	ALSIN GA Equity	Consumer Goods
JUMBO SA	BELA GA Equity	Consumer Goods
BIOKARPET SA	BIOKA GA Equity	Consumer Goods
CENTRIC MULTIMED	CENTR GA Equity	Consumer Goods
CRETA FARM S.A.	CRETA GA Equity	Consumer Goods
DIAS AQUACULTURE	DIFF GA Equity	Consumer Goods
DRUCKFARBEN HELL	DROUK GA Equity	Consumer Goods
EDRASIS PSALIDAS	EDRA GA Equity	Consumer Goods
COCA-COLA SA	EEEE GA Equity	Consumer Goods
ELVE CLOTHING SA	ELBE GA Equity	Consumer Goods
HELLENIC FISH FA	ELFIS GA Equity	Consumer Goods
ELGEKA	ELGEK GA Equity	Consumer Goods
HELLENIC FABRICS	ELYF GA Equity	Consumer Goods
EVROFARMA S.A.	EVROF GA Equity	Consumer Goods
FG EUROPE SA	FGE GA Equity	Consumer Goods
FINTEXPOR	FIDO GA Equity	Consumer Goods
FIERATEX S.A.	FIER GA Equity	Consumer Goods
FOURLIS SA	FOYRK GA Equity	Consumer Goods
GE DIMITRIOU COM	GED GA Equity	Consumer Goods
GALAXIDI FISH FA	GMF GA Equity	Consumer Goods
HATZIOANNOU	HATZK GA Equity	Consumer Goods
CHATZIKRANIOTIS	HKRAN GA Equity	Consumer Goods
HIPPOTOUR	IPPOK GA Equity	Consumer Goods
STELIOS KANAKIS	KANAK GA Equity	Consumer Goods
KARELIA TOBACCO	KARE GA Equity	Consumer Goods
KARAMOLENGOS BKR	KMOL GA Equity	Consumer Goods
KORRES NATURAL P	KORRES GA Equity	Consumer Goods
FLEXOPACK SA	KREKA GA Equity	Consumer Goods
KRI-KRI MILK	KRI GA Equity	Consumer Goods
KTIMA KOSTAS LAZ	KTILA GA Equity	Consumer Goods
LOULIS MILLS SA	KYLO GA Equity	Consumer Goods
FLOUR MILLS SARA	KYSA GA Equity	Consumer Goods
LANAKAM SA	LANAC GA Equity	Consumer Goods
MINERVA KNITWEAR	MIN GA Equity	Consumer Goods
MOUZAKIS	MOYZK GA Equity	Consumer Goods
BOUTARIS	MPK GA Equity	Consumer Goods
NAFPAKTOS TEXTIL	NAYP GA Equity	Consumer Goods
PG NIKAS SA	NIKAS GA Equity	Consumer Goods

NIREUS AQUACULTU	NIR GA Equity	Consumer Goods
NUTRIART SA	NUTRIART GA Equity	Consumer Goods
TECHNICAL OLYMPI	OLYMP GA Equity	Consumer Goods
PAPOUTSANIS SA	PAP GA Equity	Consumer Goods
PERSEYS SA	PERS GA Equity	Consumer Goods
RIDENCO HLDGS	RIDE GA Equity	Consumer Goods
RILKEN SA	RILK GA Equity	Consumer Goods
SANYO HELLAS	SANYO GA Equity	Consumer Goods
SARANTIS	SAR GA Equity	Consumer Goods
SATO OFFICE AND	SATOK GA Equity	Consumer Goods
SELONDA AQUACULT	SELO GA Equity	Consumer Goods
VARAGIS SA	VARG GA Equity	Consumer Goods
VARVARESSOS SA	VARNH GA Equity	Consumer Goods
YALCO	YALCO GA Equity	Consumer Goods
ZAMPA	ZAMP GA Equity	Consumer Goods

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
AEGEAN AIRLINES	AEGN GA Equity	Consumer Services
ANEK LINES SA	ANEK GA Equity	Consumer Services
AS COMPANY S.A.	ASCO GA Equity	Consumer Services
ASTIR PALACE HOT	ASTIR GA Equity	Consumer Services
ATTICA PUBLISH	ATEK GA Equity	Consumer Services
ATTICA HOLDINGS	ATTICA GA Equity	Consumer Services
AUDIO VISUAL ENT	AVE GA Equity	Consumer Services
AVENIR LEISURE &	AVENIR GA Equity	Consumer Services
LAMBRAKIS PRESS	DOL GA Equity	Consumer Services
ELINOIL HELLENIC	ELIN GA Equity	Consumer Services
FOLLI FOLLIE GRO	FFGRP GA Equity	Consumer Services
INTRALOT S.A.	INLOT GA Equity	Consumer Services
KATHIMERINI S.A.	KATHI GA Equity	Consumer Services
KIRIAKOULIS MEDI	KYRI GA Equity	Consumer Services
LAMPSA HOTEL CO	LAMPS GA Equity	Consumer Services
LIVANIS PUBLISHI	LIVAN GA Equity	Consumer Services
MINOAN LINES	MINOA GA Equity	Consumer Services
MICROLAND COMPUT	MLAND GA Equity	Consumer Services
MOTODYNAMIC SA	MOTO GA Equity	Consumer Services
NAFTEMPORIKI S.A	NAFT GA Equity	Consumer Services
MARITIME CO LESV	NEL GA Equity	Consumer Services
OLYMPIC CATERING	OLKAT GA Equity	Consumer Services
OPAP SA	OPAP GA Equity	Consumer Services
AUTOHELLAS SA	OTOEL GA Equity	Consumer Services
PEGASUS PUBLISHI	PEGAS GA Equity	Consumer Services
GEKE S.A.	PRESD GA Equity	Consumer Services
REVOIL SA	REV GA Equity	Consumer Services
SFAKIANAKIS SA	SFA GA Equity	Consumer Services
SPRIDER STORES S	SPRDER GA Equity	Consumer Services
TECHNICAL PUBLIC	TEKDO GA Equity	Consumer Services
TELETYPOS SA	TELET GA Equity	Consumer Services

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
BALKAN REAL ESTA	BALK GA Equity	Financials
ELVIEMEK LAND DE	ELBIO GA Equity	Financials
EUROBROKERS SA	EUBRK GA Equity	Financials
REDS SA	KAMP GA Equity	Financials
KEKROPS	KEKR GA Equity	Financials
KERAMIA-ALLATINI	KERAL GA Equity	Financials
KOUMBAS SYNERGY	KOUM GA Equity	Financials
LAMDA DEVELOPMEN	LAMDA GA Equity	Financials
PARNASSOS ENTE	PARN GA Equity	Financials
SCIENS INTERNATI	SCIENS GA Equity	Financials
TRASTOR REAL EST	TRASTOR GA Equity	Financials

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
AXON SA HOLDING	AXON GA Equity	Health Care
EUROMEDICA SA	EUROM GA Equity	Health Care
DIAGNOSTIC THERA	HYGEIA GA Equity	Health Care
IASO S.A.	IASO GA Equity	Health Care
ATHENS MEDICAL	IATR GA Equity	Health Care
LAVIPHARM SA	LAVI GA Equity	Health Care
MEDICON HELLAS	MEDIC GA Equity	Health Care



Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
AEGEK	AEGEK GA Equity	Industrials
AKRITAS SA	AKRIT GA Equity	Industrials
NEXANS HELLAS SA	ALKA GA Equity	Industrials
ATHENA SA	ATHINA GA Equity	Industrials
ATTI-KAT	ATTIK GA Equity	Industrials
J&P-AVAX SA	AVAX GA Equity	Industrials
UNIBIOS HOLDING	BIOSK GA Equity	Industrials
BIOTER	BIOT GA Equity	Industrials
VIOHALCO	BIOX GA Equity	Industrials
DIONIC SOCIETE A	DION GA Equity	Industrials
DOMIKI KRITIS S.	DOMIK GA Equity	Industrials
DROMEAS SA-REGD	DROME GA Equity	Industrials
EURODRIP SA	EDRIP GA Equity	Industrials
EKTER S.A.	EKTER GA Equity	Industrials
HELLENIC CABLES	ELKA GA Equity	Industrials
ELLAKTOR SA	ELLAKTOR GA Equity	Industrials
ELTRAK	ELTRK GA Equity	Industrials
FLEXOPACK SA	FLEXO GA Equity	Industrials
FRIGOGLASS SA	FRIGO GA Equity	Industrials
GEN COMMERCIAL	GEBKA GA Equity	Industrials
GEK TERNA HOLDIN	GEKTERNA GA Equity	Industrials
HAIDEMENOS S.A.	HAIDE GA Equity	Industrials
IKTINOS HELLAS	IKTIN GA Equity	Industrials
IMPERIO-ARGO GRO	IMPE GA Equity	Industrials
INTRACOM S.A TEC	INKAT GA Equity	Industrials
KARATZI SA	KARTZ GA Equity	Industrials
KLEEMANN HELLAS	KLEM GA Equity	Industrials
I KLOUKINAS-I LA	KLM GA Equity	Industrials
FHL MANUFACTURIN	KYRM GA Equity	Industrials
MJ MAILLIS S.A.	MAIK GA Equity	Industrials
MATHIOS REFRACTO	MATHIO GA Equity	Industrials
METKA SA	METTK GA Equity	Industrials
MEVACO S.A.	MEVA GA Equity	Industrials
MICHANIKI	MHXAK GA Equity	Industrials
MOCHLOS	MOCHL GA Equity	Industrials
MODA BAGNO SA	MODA GA Equity	Industrials
NEWSPHONE HELLAS	NEWS GA Equity	Industrials
THESSALONIKI POR	OLTH GA Equity	Industrials
E PAIRIS SA	PAIR GA Equity	Industrials

PETROPOULOS	PETRO GA Equity	Industrials
PIRAEUS PORT AUT	PPA GA Equity	Industrials
SAOS MARITIME SA	SAOS GA Equity	Industrials
SHELMAN	SELMK GA Equity	Industrials
SPIDER SA	SPID GA Equity	Industrials
TITAN CEMENT CO	TITK GA Equity	Industrials
PAPERPACK TSOUKA	TSOUK GA Equity	Industrials
VIS	VIS GA Equity	Industrials
VOGIATZOGLOU SYS	VOSYS GA Equity	Industrials
INTERWOOD-XYLEMB	XYLEK GA Equity	Industrials

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
HELLENIC PETRO	ELPE GA Equity	Oil & Gas
MOTOR OIL-HELLAS	MOH GA Equity	Oil & Gas

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
ALPHA GRISSIN SA	AGRI GA Equity	Technology
ALTEC HOLDINGS S	ALTEC GA Equity	Technology
BYTE COMPUTERS	BYTE GA Equity	Technology
COMPUCON COMPUTE	COMP GA Equity	Technology
FORTHNET SA	FORTH GA Equity	Technology
HELLAS ONLINE SA	HOL GA Equity	Technology
ILYDA SA	ILYDA GA Equity	Technology
IDEAL GROUP	INTEK GA Equity	Technology
INTRACOM SA-REG	INTRK GA Equity	Technology
LOGISMOS INFO	LOGISMOS GA Equity	Technology
MARAC ELECTRONIC	MARAC GA Equity	Technology
MLS MULTIMEDIA	MLS GA Equity	Technology
PERFORMANCE TECH	PERF GA Equity	Technology
PLAISIO COMPUTER	PLAIS GA Equity	Technology
PC SYSTEMS SA	PSYST GA Equity	Technology
QUALITY AND RELI	QUAL GA Equity	Technology
QUEST HOLDINGS	QUEST GA Equity	Technology
SPACE HELLAS SA	SPACE GA Equity	Technology

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
HELLENIC TELECOM	HTO GA Equity	Telecommunications

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification
THESSALONIKI WAT	EYAPS GA Equity	Utilities
EYDAP WATER	EYDAP GA Equity	Utilities
PUBLIC POWER COR	PPC GA Equity	Utilities
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA Equity	Utilities

## 7.5 Παράρτημα 5 – Ταξινόμηση εταιριών του Δείγματος με βάση το ιδιοκτησιακό και διαχειριστικό καθεστώς

Όνομα Εταιρίας	Όνομα Μετοχής	ICB Classification	Classification/ Ownership		Classification/ Management	
			FBs	NFBs	FBs	NFBs
TRIA ALFA	AAAK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
AEGEK	AEGEK GA Equity	Industrials		X		X
AEGEAN AIRLINES	AEGN GA Equity	Consumer Services	X		X	
ALPHA GRISSIN SA	AGRI GA Equity	Technology	X			X
AKRITAS SA	AKRIT GA Equity	Industrials	X		X	
ALCO HELLAS ABEE	ALCO GA Equity	Basic Materials	X		X	
NEXANS HELLAS SA	ALKA GA Equity	Industrials		X		X
ALUMIL ALUMINIUM	ALMY GA Equity	Basic Materials	X		X	
ALSINCO	ALSIN GA Equity	Consumer Goods	X		X	
ALTEC HOLDINGS S	ALTEC GA Equity	Technology		X		X
ANEK LINES SA	ANEK GA Equity	Consumer Services		X	X	
S & B INDUSTRIAL	ARBA GA Equity	Basic Materials		X	X	
AS COMPANY S.A.	ASCO GA Equity	Consumer Services	X		X	
ASTIR PALACE HOT	ASTIR GA Equity	Consumer Services		X		X
ATTICA PUBLISH	ATEK GA Equity	Consumer Services		X		X
ATHENA SA	ATHINA GA Equity	Industrials		X		X
ATTICA HOLDINGS	ATTICA GA Equity	Consumer Services		X		X
ATTI-KAT	ATTIK GA Equity	Industrials	X		X	
J&P-AVAX SA	AVAX GA Equity	Industrials		X		X
AUDIO VISUAL ENT	AVE GA Equity	Consumer Services		X		X
AVENIR LEISURE &	AVENIR GA Equity	Consumer Services		X		X
AXON SA HOLDING	AXON GA Equity	Health Care	X		X	
BALKAN REAL ESTA	BALK GA Equity	Financials		X		X
JUMBO SA	BELA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
BIOKARPET SA	BIOKA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
UNIBIOS HOLDING	BIOSK GA Equity	Industrials		X		X
BIOTER	BIOT GA Equity	Industrials	X		X	
VIOHALCO	BIOX GA Equity	Industrials	X		X	
BYTE COMPUTERS	BYTE GA Equity	Technology		X		X
CENTRIC MULTIMED	CENTR GA Equity	Consumer Goods		X		X
COMPUCON COMPUTE	COMP GA Equity	Technology	X		X	
CRETA FARM S.A.	CRETA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
CYCLON HELLAS SA	CYCL GA Equity	Basic Materials		x	x	
DAIOS PLASTICS	DAIOS GA Equity	Basic Materials	X		X	
DIAS AQUACULTURE	DIFF GA Equity	Consumer Goods		X		X
DIONIC SOCIETE A	DION GA Equity	Industrials		X		X

LAMBRAKIS PRESS	DOL GA Equity	Consumer Services	X		X	
DOMIKI KRITIS S.	DOMIK GA Equity	Industrials	X		X	
DROMEAS SA-REGD	DROME GA Equity	Industrials	X		X	
DRUCKFARBEN HELL	DROUK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
DOUROS S.A	DUR GA Equity	Basic Materials	X		X	
EDRASIS PSALIDAS	EDRA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
EURODRIP SA	EDRIP GA Equity	Industrials		X		X
COCA-COLA SA	EEEE GA Equity	Consumer Goods		X		X
EKTER S.A.	EKTER GA Equity	Industrials		X		X
ELVAL - HELLENIC	ELBA GA Equity	Basic Materials		X		X
ELVE CLOTHING SA	ELBE GA Equity	Consumer Goods	X		X	
ELVIEMEK LAND DE	ELBIO GA Equity	Financials		X		X
HELLENIC FISH FA	ELFIS GA Equity	Consumer Goods		X		X
ELGEKA	ELGK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
ELINOIL HELLENIC	ELIN GA Equity	Consumer Services		X		X
HELLENIC CABLES	ELKA GA Equity	Industrials		X		X
ELLAKTOR SA	ELLAKTOR GA Equity	Industrials		X		X
HELLENIC PETRO	ELPE GA Equity	Oil & Gas		X		X
ELASTRON S.A.	ELSTR GA Equity	Basic Materials	X		X	
ELTON CHEMICALS	ELTON GA Equity	Basic Materials	X		X	
ELTRAK	ELTRK GA Equity	Industrials	X		X	
HELLENIC FABRICS	ELYF GA Equity	Consumer Goods	X		X	
ETEM-LIGHT METAL	ETEM GA Equity	Basic Materials		X		X
EUROBROKERS SA	EUBRK GA Equity	Financials		X		X
EUROMEDICA SA	EUROM GA Equity	Health Care	X		X	
EVROFARMA S.A.	EVROF GA Equity	Consumer Goods	X		X	
THESSALONIKI WAT	EYAPS GA Equity	Utilities		X		X
EYDAP WATER	EYDAP GA Equity	Utilities		X		X
FOLLI FOLLIE GRO	FFGRP GA Equity	Consumer Services	X		X	
FG EUROPE SA	FGE GA Equity	Consumer Goods	X		X	
FINTEXPOR	FIDO GA Equity	Consumer Goods		X		X
FIERATEX S.A.	FIER GA Equity	Consumer Goods		X		X
FLEXOPACK SA	FLEXO GA Equity	Industrials		X		X
FORTHNET SA	FORTH GA Equity	Technology		X		X
FOURLIS SA	FOYRK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
FRIGOGLASS SA	FRIGO GA Equity	Industrials		X		X
GEN COMMERCIAL	GEBKA GA Equity	Industrials	X		X	
GE DIMITRIOU COM	GED GA Equity	Consumer Goods	X		X	
GEK TERNA HOLDIN	GEKTERNA GA Equity	Industrials		X		X
GALAXIDI FISH FA	GMF GA Equity	Consumer Goods	X		X	
HAIDEMENOS S.A.	HAIDE GA Equity	Industrials	X		X	
HATZIOANNOU	HATZK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
CHATZIKRANIOTIS	HKRAN GA Equity	Consumer Goods	X		X	
HELLAS ONLINE SA	HOL GA Equity	Technology		X		X

HELLENIC TELECOM	HTO GA Equity	Telecommunications		X		X
DIAGNOSTIC THERA	HYGEIA GA Equity	Health Care		X		X
IASO S.A.	IASO GA Equity	Health Care		X		X
ATHENS MEDICAL	IATR GA Equity	Health Care	X		X	
IKTINOS HELLAS	IKTIN GA Equity	Industrials	X		X	
ILYDA SA	ILYDA GA Equity	Technology	X		X	
IMPERIO-ARGO GRO	IMPE GA Equity	Industrials		X		X
INTRACOM S.A TEC	INKAT GA Equity	Industrials	X			X
INTRALOT S.A.	INLOT GA Equity	Consumer Services	X			X
IDEAL GROUP	INTEK GA Equity	Technology		X		X
INTRACOM SA-REG	INTRK GA Equity	Technology	X			X
HIPPOTOUR	IPPOK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
REDS SA	KAMP GA Equity	Financials		X		X
STELIOS KANAKIS	KANAK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KARELIA TOBACCO	KARE GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KARATZI SA	KARTZ GA Equity	Industrials	X		X	
KATHIMERINI S.A.	KATHI GA Equity	Consumer Services	X		X	
KEKROPS	KEKR GA Equity	Financials		X		X
KERAMIA-ALLATINI	KERAL GA Equity	Financials	X		X	
KLEEMANN HELLAS	KLEM GA Equity	Industrials		X		X
I KLOUKINAS-I LA	KLM GA Equity	Industrials		X		X
KARAMOLENGOS BKR	KMOL GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KORDELLOU BROS	KORDE GA Equity	Basic Materials	X		X	
KORRES NATURAL P	KORRES GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KOUMBAS SYNERGY	KOUM GA Equity	Financials	X		X	
FLEXOPACK SA	KREKA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KRI-KRI MILK	KRI GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KTIMA KOSTAS LAZ	KTILA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
LOULIS MILLS SA	KYLO GA Equity	Consumer Goods	X		X	
KIRIAKOULIS MEDI	KYRI GA Equity	Consumer Services	X		X	
FHL MANUFACTURIN	KYRM GA Equity	Industrials		X		X
FLOUR MILLS SARA	KYSA GA Equity	Consumer Goods	X		X	
LAMDA DEVELOPMEN	LAMDA GA Equity	Financials		X		X
LAMPSA HOTEL CO	LAMPS GA Equity	Consumer Services		X		X
LANAKAM SA	LANAC GA Equity	Consumer Goods		X		X
LAVIPHARM SA	LAVI GA Equity	Health Care	X		X	
LEVEDERIS (N)	LEBEK GA Equity	Basic Materials	X		X	
LIVANIS PUBLISHI	LIVAN GA Equity	Consumer Services	X		X	
LOGISMOS INFO	LOGISMOS GA Equity	Technology	X		X	
MJ MAILLIS S.A.	MAIK GA Equity	Industrials	X		X	
MARAC ELECTRONIC	MARAC GA Equity	Technology		X		X
MATHIOS REFRACTO	MATHIO GA Equity	Industrials	X		X	
MEDICON HELLAS	MEDIC GA Equity	Health Care	X		X	
MERMEREN KOMBINA	MERKO GA Equity	Basic Materials		X		X

METKA SA	METTK GA Equity	Industrials		X		X
MEVACO S.A.	MEVA GA Equity	Industrials		X		X
MICHANIKI	MHXAK GA Equity	Industrials	X		X	
MINERVA KNITWEAR	MIN GA Equity	Consumer Goods	X		X	
MINOAN LINES	MINOA GA Equity	Consumer Services		X		X
MICROLAND COMPUT	MLAND GA Equity	Consumer Services	X			X
MLS MULTIMEDIA	MLS GA Equity	Technology	X		X	
MOCHLOS	MOCHL GA Equity	Industrials		X		X
MODA BAGNO SA	MODA GA Equity	Industrials	X		X	
MOTOR OIL-HELLAS	MOH GA Equity	Oil & Gas		X		X
MOTODYNAMIC SA	MOTO GA Equity	Consumer Services		X		X
MOUZAKIS	MOYZK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
BITROS HOLDINGS	MPITR GA Equity	Basic Materials	X		X	
BOUTARIS	MPK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
MYTILINEOS HLDGS	MYTIL GA Equity	Basic Materials	X		X	
NAFTEPORIKI S.A	NAFT GA Equity	Consumer Services	X		X	
NAFPAKTOS TEXTIL	NAYP GA Equity	Consumer Goods	X		X	
MARITIME CO LESV	NEL GA Equity	Consumer Services		X		X
NEWSPHONE HELLAS	NEWS GA Equity	Industrials	X			X
PG NIKAS SA	NIKAS GA Equity	Consumer Goods		X		X
NIREUS AQUACULTU	NIR GA Equity	Consumer Goods	X		X	
NUTRIART SA	NUTRIART GA Equity	Consumer Goods		X		X
OLYMPIC CATERING	OLKAT GA Equity	Consumer Services		X		X
THESSALONIKI POR	OLTH GA Equity	Industrials		X		X
TECHNICAL OLYMPI	OLYMP GA Equity	Consumer Goods		X		X
OPAP SA	OPAP GA Equity	Consumer Services		X		X
AUTOHELLAS SA	OTOEL GA Equity	Consumer Services	X		X	
E PAIRIS SA	PAIR GA Equity	Industrials		X		X
PAPOUTSANIS SA	PAP GA Equity	Consumer Goods		X		X
PARNASSOS ENTE	PARN GA Equity	Financials		X		X
PEGASUS PUBLISHI	PEGAS GA Equity	Consumer Services	X		X	
PERFORMANCE TECH	PERF GA Equity	Technology	X		X	
PERSEYS SA	PERS GA Equity	Consumer Goods		X		X
PETROPOULOS	PETRO GA Equity	Industrials	X			X
PLAISIO COMPUTER	PLAIS GA Equity	Technology	X		X	
PLASTIKA KRITIS	PLAKR GA Equity	Basic Materials	X		X	
THRACE PLASTICS	PLAT GA Equity	Basic Materials	X		X	
PIRAEUS PORT AUT	PPA GA Equity	Industrials		X		X
PUBLIC POWER COR	PPC GA Equity	Utilities		X		X
GEKE S.A.	PRESG GA Equity	Consumer Services	X		X	
GIRAKIAN PROFIL	PROFK GA Equity	Basic Materials	X		X	
PC SYSTEMS SA	PSYST GA Equity	Technology		X		X
QUALITY AND RELI	QUAL GA Equity	Technology		X		X
QUEST HOLDINGS	QUEST GA Equity	Technology	X		X	

REVOIL SA	REV GA Equity	Consumer Services		X		X
RIDENCO HLDGS	RIDE GA Equity	Consumer Goods		X	X	
RILKEN SA	RILK GA Equity	Consumer Goods		X		X
SANYO HELLAS	SANYO GA Equity	Consumer Goods	X		X	
SAOS MARITIME SA	SAOS GA Equity	Industrials	X		X	
SARANTIS	SAR GA Equity	Consumer Goods		X		X
SATO OFFICE AND	SATOK GA Equity	Consumer Goods	X		X	
SCIENS INTERNATI	SCIENS GA Equity	Financials		X		X
SHELMAN	SELMK GA Equity	Industrials		X		X
SELONDA AQUACULT	SELO GA Equity	Consumer Goods		X		X
SFAKIANAKIS SA	SFA GA Equity	Consumer Services		X		X
SIDENOR STEEL	SIDE GA Equity	Basic Materials		X	X	
SIDMA SA	SIDMA GA Equity	Basic Materials		X		X
CORINTH PIPE	SOLK GA Equity	Basic Materials		X		X
SPACE HELLAS SA	SPACE GA Equity	Technology	X		X	
SPIDER SA	SPID GA Equity	Industrials		X		X
SPYROU HOUSE	SPIR GA Equity	Basic Materials	X		X	
SPRIDER STORES S	SPRDER GA Equity	Consumer Services	X		X	
TECHNICAL PUBLIC	TEKDO GA Equity	Consumer Services		X		X
TELETYPOS SA	TELET GA Equity	Consumer Services		X		X
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA Equity	Utilities		X		X
TITAN CEMENT CO	TITK GA Equity	Industrials		X		X
TRASTOR REAL EST	TRASTOR GA Equity	Financials		X		X
PAPERPACK TSOUKA	TSOUK GA Equity	Industrials	X		X	
VARAGIS SA	VARG GA Equity	Consumer Goods	X		X	
VARVARESSOS SA	VARNH GA Equity	Consumer Goods		X	X	
VIS	VIS GA Equity	Industrials		X		X
VOGIATZOGLOU SYS	VOSYS GA Equity	Industrials	X		X	
HALCOR SA	XAKO GA Equity	Basic Materials		X		X
INTERWOOD-XYLEMB	XYLEK GA Equity	Industrials	X		X	
YALCO	YALCO GA Equity	Consumer Goods	X		X	
ZAMPA	ZAMP GA Equity	Consumer Goods	X		X	



