

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ**  
**ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Θέμα εργασίας:** “Σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών, κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής των ελληνικών εταιρειών”

**Φοιτητής:** Αγγελόπουλος Κωνσταντίνος

**ΑΦΜ:** ΜΧΡΗ/ 0201

**Επιβλέπων Καθηγητής:** Τσιριτάκης Εμμανουήλ

**Τριμελής επιτροπή:** Τσιριτάκης Εμμανουήλ, Τσαγκαράκης Νικόλαος,  
Κυριαζής Δημήτριος

**ΙΟΥΝΙΟΣ 2004**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....σελ: 1	σελ: 1
Κεφάλαιο 1: Θεωρητικές Προσεγγίσεις Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....σελ: 4	σελ: 4
1.1: Προτάσεις των Modigliani και Miller.....σελ: 4	σελ: 4
1.2: “Pecking Order Theory” .....σελ: 6	σελ: 6
1.3: “Trade-off Theory” .....σελ: 8	σελ: 8
1.4: Σύγκριση μεταξύ “Pecking Order Theory” και “Trade-off Theory” .σελ:9	σελ: 9
1.5: “Signaling Theory” .....σελ: 11	σελ: 11
1.6: “Free Cash Flow Theory” .....σελ: 13	σελ: 13
Κεφάλαιο 2: Κόστη Αντιπροσώπευσης- Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών.....σελ: 15	σελ: 15
Κεφάλαιο 3: Η Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....σελ: 17	σελ: 17
Κεφάλαιο 4: Πώς οι εταιρείες καθορίζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση;...σελ: 19	σελ: 19
Κεφάλαιο 5: Η κερδοφορία, το μέγεθος της εταιρείας και η αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού ως σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών.....σελ: 21	σελ: 21
Κεφάλαιο 6: Σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών, κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής.....σελ: 25	σελ: 25
Κεφάλαιο 7: Αντικείμενο Μελέτης.....σελ: 29	σελ: 29
7.1: Σκοπός της εργασίας.....σελ: 29	σελ: 29
7.2: Καθορισμός εξεταζόμενου δείγματος.....σελ: 34	σελ: 34
7.3: Υποθέσεις προς εξέταση.....σελ: 35	σελ: 35
7.4: Καθορισμός μεταβλητών.....σελ: 36	σελ: 36
7.5: Μεθοδολογία.....σελ: 38	σελ: 38
Κεφάλαιο 8: Αποτελέσματα μελέτης.....σελ: 40	σελ: 40
8.1: Αποτελέσματα 2000.....σελ: 42	σελ: 42
8.2: Αποτελέσματα 2001.....σελ: 45	σελ: 45
8.3: Αποτελέσματα 2002.....σελ: 48	σελ: 48
Κεφάλαιο 9: Ανάλυση ευαισθησίας.....σελ: 51	σελ: 51
Κεφάλαιο 10: Παλινδρόμηση μεταβλητών που περιέχουν διαστρωματικά και διαχρονικά στοιχεία(Pool Time Series Analysis).....σελ: 56	σελ: 56
10.1: Αποτελέσματα της “Pool Time Series Analysis”.....σελ: 57	σελ: 57
10.2: Ανάλυση ευαισθησίας.....σελ: 58	σελ: 58

Τελικά Συμπεράσματα- Επίλογος.....σελ: 60
Αρθρογραφία- Βιβλιογραφία.....σελ: 64
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....σελ: 66

## Εισαγωγή

Μια επιχείρηση, προκειμένου να λειτουργήσει ή να επεκτείνει τις δραστηριότητές της, χρειάζεται κεφάλαια. Οι απαιτούμενοι αυτοί πόροι μπορούν να προέλθουν από πολλές διαφορετικές πηγές και να πάρουν διαφορετικές μορφές. Ωστόσο, όλα τα κεφάλαια μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο βασικές κατηγορίες: στα ίδια και δανειακά κεφάλαια. Συνεπώς, ορίζοντας την κεφαλαιακή διάρθρωση, θα μπορούσε κάποιος να πει ότι αποτελεί τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είτε με ίδια είτε με δανειακά κεφάλαια.

Η άντληση δανειακών κεφαλαίων χαρακτηρίζεται από κάποια πλεονεκτήματα. Πρώτον, οι τόκοι είναι φορολογικά εκπιπτόμενοι, γεγονός που μειώνει το κόστος δανεισμού. Δεύτερον, οι πιστωτές λαμβάνουν μια σταθερή απόδοση, γεγονός που συνεπάγεται ότι οι μέτοχοι δεν υποχρεούνται να αποδώσουν στους πιστωτές μέρος των κερδών σε περίπτωση που η επιχείρηση παρουσιάζει πολύ θετικά οικονομικά αποτελέσματα. Τέλος, οι πιστωτές δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις των εταιρειών, γεγονός που επιτρέπει στους μετόχους να ασκούν έλεγχο στις εταιρείες με λιγότερα χρήματα απ'ότι θα απαιτούνταν σε διαφορετική περίπτωση.

Ωστόσο, η άντληση δανειακών κεφαλαίων ενέχει επίσης κάποια μειονεκτήματα. Πρώτον, όσο υψηλότερος ο δανεισμός για την εταιρεία τόσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος χρηματοοικονομικών δυσκολιών και συνεπώς τόσο υψηλότερο το επιτόκιο δανεισμού. Μάλιστα, σε περίπτωση υπερβολικού δανεισμού, τα υψηλά επιτόκια υποσκελίζουν τα φορολογικά πλεονεκτήματα των δανειακών κεφαλαίων. Δεύτερον, εάν μια επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσκολίες και τα λειτουργικά της έσοδα είναι ανεπαρκή για την πληρωμή των τόκων, τότε οι μέτοχοι αναμένεται να επιβαρυνθούν με όλη τη ζημιά. Αν μάλιστα αδυνατούν να καλύψουν τις υποχρεώσεις της εταιρείας, τότε η τελευταία αναμένεται να οδηγηθεί σε πτώχευση. Συνεπώς, τα μη υψηλά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων μπορούν να αυξήσουν την αξία των εταιρειών.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτή η προσπάθεια των μάνατζερς να προσδιορίσουν τα επιθυμητά επίπεδα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα πρέπει να χαρακτηρίζουν τη κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών τους. Είναι πρακτικά αδύνατο να προσδιοριστεί η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση για κάθε εταιρεία,

γεγονός που αντιλαμβάνονται οι μάνατζερς και γι'αυτό αγωνιούν για το αν τα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων των εταιρειών τους κυμαίνονται σε πολύ υψηλά ή πολύ χαμηλά επίπεδα και όχι για το άριστο ποσό δανεισμού. Εξάλλου, η απόκλιση από τα άριστα επίπεδα ιδίων και ξένων κεφαλαίων δε συνεπάγεται πάντα σημαντική αρνητική επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Σε γενικές γραμμές, οι μάνατζερς των εταιρειών επιδιώκουν να προσδιορίσουν ένα “ικανοποιητικό” επίπεδο δανεισμού. Ένα τέτοιο επίπεδο ορίζεται ως εκείνο που διασφαλίζει τα περισσότερα πλεονεκτήματα των δανειακών κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, διατηρεί τον κίνδυνο χρηματοοικονομικών δυσκολιών σε χαμηλά επίπεδα, εξασφαλίζει μελλοντική χρηματοοικονομική ευελιξία για την εταιρεία, καθώς επίσης και μια ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα. Συνεπώς, ένα τέτοιο επίπεδο δανεισμού αναμένεται να προστατέψει την εταιρεία από τον κίνδυνο πτώχευσης, ενώ παράλληλα θα της εξασφαλίσει πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Ωστόσο, για τον προσδιορισμό ενός “ικανοποιητικού” επιπέδου δανεισμού, οι μάνατζερς καλούνται να λάβουν υπόψη τον επιχειρηματικό και χρηματοδοτικό κίνδυνο των εταιρειών. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος σχετίζεται με τις δραστηριότητες της εταιρείας, καθώς ορίζεται ως η αβεβαιότητα στις μελλοντικές αποδόσεις είτε των ενεργητικών της στοιχείων είτε των ιδίων κεφαλαίων της, δεδομένου ότι η εταιρεία διαθέτει μηδενικά δανειακά κεφάλαια. Μάλιστα, ο επιχειρηματικός κίνδυνος αποτελεί ένα πολύ σημαντικό παράγοντα κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος μιας εταιρείας επηρεάζεται από ένα σύνολο παραγόντων. Ένας από αυτούς είναι η διακύμανση στα επίπεδα των πωλήσεων. Όσο πιο σταθερές οι πωλήσεις (τόσο σε ποσότητα όσο και σε τιμές πωληθέντων μονάδων) τόσο χαμηλότερος ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Άλλοι παράγοντες είναι η διακύμανση στο κόστος των πρώτων υλών και εργατικών, καθώς επίσης και η ικανότητα της εταιρείας να προσαρμόζει τις τιμές των πωληθέντων μονάδων στις μεταβολές των δαπανών για πρώτες ύλες και εργατικά. Όσο μικρότερη η διακύμανση στις παραπάνω δαπάνες και μεγαλύτερη η ικανότητα των εταιρειών να προσαρμόζουν τις τιμές των προϊόντων τους στις μεταβολές αυτές, τόσο ο μικρότερος ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Τέλος, εάν ένα μεγάλο ποσοστό των λειτουργικών δαπανών της εταιρείας παραμένει σταθερό ακόμα και όταν μειώνεται η ζήτηση για τα προϊόντα αυτής, τότε η επιχείρηση αντιμετωπίζει αυξημένο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Ο χρηματοδοτικός κίνδυνος της εταιρείας απορρέει από την άντληση δανειακών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών της σχεδίων. Ουσιαστικά, ο δανεισμός ενισχύει τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι κοινοί μέτοχοι των εταιρειών. Με βάση τους παραπάνω ορισμούς είναι φανερό ότι όσο μεγαλύτερος ο επιχειρηματικός κίνδυνος της εταιρείας, τόσο μικρότερο το ποσό των δανειακών κεφαλαίων που αυτή διαθέτει. Υψηλός επιχειρηματικός κίνδυνος συνεπάγεται μεγάλη αβεβαιότητα ως προς τις αποδόσεις των ενεργητικών στοιχείων και κεφαλαίων των εταιρειών και κατ'επέκταση αβεβαιότητα ως προς την εξόφληση των υποχρεώσεων προς τους πιστωτές. Σε περίπτωση χαμηλού επιχειρηματικού κινδύνου, οι εταιρείες αναμένεται να καταφύγουν στην άντληση σημαντικών ή περιορισμένων δανειακών κεφαλαίων, ανάλογα με το ύψος του χρηματοδοτικού κινδύνου που είναι διατεθειμένες να αναλάβουν. Συνεπώς, τα δύο αυτά είδη κινδύνου επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Με την πάροδο του χρόνου προέκυψαν αρκετές θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών. Οι θεωρίες αυτές επιχειρούν να προσδιορίσουν τον κατάλληλο συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα πρέπει να έχει μια εταιρεία για να μεγιστοποιήσει την αξία της, είτε διατυπώνοντας κάποιες υποθετικές προτάσεις, είτε βασιζόμενες στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του δανεισμού, αλλά και στις δυνατότητες ανάπτυξης των εταιρειών. Ορισμένες από τις βασικότερες προτάσεις και θεωρίες διατυπώνονται αναλυτικότερα στη συνέχεια.

# Κεφάλαιο 1: Θεωρητικές Προσεγγίσεις Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

## 1.1: Προτάσεις των Modigliani και Miller

Η μοντέρνα προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης ξεκίνησε το 1958, όταν οι καθηγητές Franco Modigliani και Merton Miller δημοσίευσαν ένα από τα πιο σημαντικά χρηματοοικονομικά άρθρα που έχουν γραφτεί ποτέ. Οι Modigliani και Miller διατύπωσαν τις προτάσεις τους, βασιζόμενοι όμως σε κάποιες περιοριστικές υποθέσεις. Οι υποθέσεις αυτές είναι οι ακόλουθες:

- 1) Δεν υπάρχουν προσωπικοί ή επιχειρηματικοί φόροι.
- 2) Επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου, θεωρούνται ότι ανήκουν σε μια ομοιογενή τάξη κινδύνου.
- 3) Όλοι οι παρόντες και οι νέοι επενδυτές έχουν ομοιογενείς εκτιμήσεις για τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας, καθώς επίσης και για τον κίνδυνο αυτών των κερδών.
- 4) Οι μετοχές και τα ομόλογα διακινούνται σε τέλειες κεφαλαιαγορές. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχουν κόστη μεταβιβάσεως, ενώ όλοι οι επενδυτές(άτομα και ιδρύματα) μπορούν να δανειστούν με το ίδιο επιτόκιο που δανείζονται και οι επιχειρήσεις.
- 5) Ο δανεισμός των επιχειρήσεων και των ατόμων είναι ακίνδυνος, γι'αυτό το επιτόκιο δανεισμού είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Επιπλέον, η κατάσταση αυτή ισχύει, ανεξαρτήτως του μεγέθους του δανεισμού που χρησιμοποιεί η εταιρεία ή ο επενδυτής.
- 6) Όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν μηδενική ανάπτυξη, γεγονός το οποίο συνεπάγεται ότι έχουν διαχρονικά σταθερές χρηματοροές.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω υποθέσεις, η **Πρόταση 1** των Modigliani και Miller διατυπώνεται ως εξής: Σε μια τέλεια αγορά, δεν υπάρχει συνδυασμός αξιολογίων που να μεγιστοποιεί την αξία της εταιρείας. Δηλαδή, η αξία μιας εταιρείας δεν επηρεάζεται από την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά από τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία που η ίδια διαθέτει. Επιπλέον, η **Πρόταση 2** των Modigliani και Miller, που αποτελεί απόρροια της Πρότασης 1, διατυπώνεται ως εξής: Η αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης αυξάνεται αναλογικά με το λόγο των δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων(D/E), έτσι ώστε να παραμένει αμετάβλητο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου(WACC- Weighted

Average Cost of Capital). Συνεπώς, δεν υπάρχει περιθώριο κέρδους από τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων.

Παρά τις μη ρεαλιστικές υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται, οι Προτάσεις 1 και 2 των Modigliani και Miller είναι πολύ σημαντικές. Καθορίζοντας τις συνθήκες υπό τις οποίες η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επηρεάζει την αξία των εταιρειών, οι Modigliani και Miller αποσαφηνίζουν τις αναγκαίες προϋποθέσεις που πρέπει να ισχύουν ώστε η επιλογή δανειακών ή ιδίων κεφαλαίων να επηρεάζει την εταιρική αξία.

Μία από τις παραπάνω προϋποθέσεις είναι η ύπαρξη επιχειρηματικών φόρων. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι εταιρείες έχουν συμφέρον να καταφύγουν στη λύση του δανεισμού, καθώς μπορούν να επωφεληθούν από τις φοροαπαλλαγές που ο δανεισμός επιφέρει. Οι φοροαπαλλαγές αυτές απορρέουν από το ότι οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων εκπίπτουν της φορολογίας. Έτσι, η καινούρια πρόταση των Modigliani και Miller, που δημοσιεύτηκε το 1963, διαμορφώνεται ως εξής: Η αξία της εταιρείας προσαυξάνεται με τις φοροαπαλλαγές των δανειακών κεφαλαίων, δηλαδή με την αύξηση του δανεισμού. Συνεπώς, η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση υποδηλώνει χρηματοδότηση των επενδύσεων αποκλειστικά με δανεισμό, δηλαδή όλες οι εταιρείες θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με 100% δανειακά κεφάλαια.

Ωστόσο, η απουσία ιδίων κεφαλαίων από την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας δεν μπορεί να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Υπάρχουν διάφοροι λόγοι που υποθάλπουν τη σημαντικότητα των παραπάνω φοροαπαλλαγών: 1) Είναι αδύνατον για μια εταιρεία να διατηρεί διαχρονικά τα ίδια επίπεδα δανειακών κεφαλαίων, καθώς η αξία της επηρεάζεται από τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης που επιφέρουν τα κεφάλαια αυτά. 2) Πολλές εταιρείες αντιμετωπίζουν διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, με αποτέλεσμα η αξία των φοροαπαλλαγών να αυξομειώνεται από εταιρεία σε εταιρεία. 3) Απαραίτητη προϋπόθεση για να έχει μια εταιρεία φοροαπαλλαγές είναι η ύπαρξη μελλοντικών κερδών, ωστόσο καμία εταιρεία δεν μπορεί να είναι απόλυτα βέβαιη για την επίτευξη μελλοντικών θετικών χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων.

Συμπερασματικά, θα μπορούσα να πω ότι οι προτάσεις των Modigliani και Miller ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα όταν ισχύουν οι υποθέσεις της τέλει αγοράς. Αντιθέτως, η απουσία των υποθέσεων αυτών υπονομεύει τη σημαντικότητα των χρηματοδοτικών τους προτάσεων. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η καθοριστική



συμβολή των Modigliani και Miller στην ανάπτυξη και διατύπωση θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ευρέως αναγνωρισμένη.

## 1.2: “Pecking Order Theory”

Παρόλο που η “Trade-off theory” έχει κυριαρχήσει στους επιχειρηματικούς οικονομικούς κύκλους για μεγάλο χρονικό διάστημα, μεγάλη προσοχή απολαμβάνει και η “Pecking Order theory”. Η τελευταία στηρίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση που αναπτύσσεται μεταξύ των μάνατζερς των εταιρειών και των επενδυτών, στα πλαίσια της οποίας οι μάνατζερς γνωρίζουν περισσότερα για τις προοπτικές και κινδύνους της εταιρείας από τον κάθε τυπικό επενδυτή, αφού οι πρώτοι αποτελούν στελεχιακό δυναμικό της εταιρείας και γνωρίζουν καλά τις ιδιαιτερότητες, ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και αδυναμίες αυτής. Ακριβώς αυτή η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι εκείνη που επηρεάζει την επιλογή μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοδότησης.

Συγκεκριμένα, η “Pecking Order theory” αναφέρεται στο ότι οι μάνατζερς προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση, καθώς η έκδοση μετοχών ή ομολόγων ενδέχεται να οδηγήσει τους επενδυτές στο συμπέρασμα ότι τα παραπάνω αξιόγραφα είναι υπερτιμημένα. Η εσωτερική αυτή χρηματοδότηση προέρχεται από τα παρακρατηθέντα κέρδη των εταιρειών, αφού πρώτα πληρωθούν τα μερίσματα στους μετόχους. Συνεπώς, η μερισματική πολιτική των εταιρειών θα πρέπει να διαμορφώνεται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε το ύψος των παρακρατηθέντων κερδών να επαρκεί για τις ανάγκες της χρηματοδότησης. Ωστόσο, οι εταιρείες θα πρέπει να καταφεύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση όταν τα εν λόγω κέρδη κρίνονται ανεπαρκή. Σε μια τέτοια περίπτωση, η θεωρία προβλέπει ότι οι εταιρείες θα καταφεύγουν στην έκδοση δανειακών κεφαλαίων και σαν τελευταία λύση στην έκδοση μετοχών.

Όσον αφορά την επιλογή δανειακών έναντι ιδίων κεφαλαίων, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι εταιρείες έχουν κάθε συμφέρον να εκδώσουν δανειακά κεφάλαια έναντι μετοχών όταν οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες. Σε διαφορετική περίπτωση, η έκδοση μετοχών θα οδηγήσει τους επενδυτές στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές είναι υπερτιμημένες, γεγονός που θα συμβάλλει σε μείωση της αξίας τους. Ουσιαστικά, μόνο οι πιο υπερτιμημένες εταιρείες ενδέχεται να προτιμήσουν την έκδοση μετοχών,

καθώς η μείωση της αξίας τους αναμένεται να μην υπερκαλύψει την υπεραξία που εμπερικλείεται στην τιμή της μετοχής. Παράλληλα, ο δανεισμός από πλευράς εταιρειών αντιμετωπίζεται με μικρότερη επιφυλακτικότητα από τους επενδυτές, αφού η αγορά ομολόγων τους εξασφαλίζει μια σταθερή απόδοση, κάτι το οποίο δεν τους παρέχει η αγορά μετοχών. Συνεπώς, η μεγάλη πλειοψηφία εταιρειών προτιμά την έκδοση δανειακών κεφαλαίων, για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους, και μόνο όταν το ύψος δανεισμού έχει φτάσει σε υψηλά επίπεδα καταφεύγει στην έκδοση μετοχών.

Συμπερασματικά, σύμφωνα με την “Pecking Order Theory”, δεν υπάρχει ένα άριστο επίπεδο δανεισμού. Οι θετικές συνέπειες των φοροαπαλλαγών, αλλά και η απειλή των χρηματοοικονομικών δυσκολιών θεωρούνται δευτερεύουσας σημασίας. Τα επίπεδα δανεισμού μεταβάλλονται όταν τα παρακρατηθέντα κέρδη της εταιρείας δεν επαρκούν για να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές της επιλογές. Έτσι, εταιρείες με μεγάλη κερδοφορία και περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες αναμένεται να έχουν πολύ χαμηλά επίπεδα δανεισμού. Αντιθέτως, εταιρείες με σημαντικές αναπτυξιακές ευκαιρίες και περιορισμένη κερδοφορία αναμένεται να δανείζονται ολοένα και περισσότερο. Δηλαδή, οι αλλαγές στα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων των εταιρειών απορρέουν από την ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση και όχι από την προσπάθεια για επίτευξη άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Τέλος, στα πλαίσια της εν λόγω θεωρίας, η κατοχή χρηματοοικονομικών αποθεμάτων(financial slack) από τις εταιρείες είναι πολύ σημαντική. Το χρηματοοικονομικό αυτό απόθεμα αναφέρεται σε μετρητά, αξιόγραφα, άμεσα ρευστοποιήσιμα ενεργητικά στοιχεία και σε εύκολη πρόσβαση στον τραπεζικό δανεισμό. Μέσω αυτού, οι εταιρείες θα μπορούν να αξιοποιήσουν άμεσα μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Όπως γίνεται αντιληπτό, το χρηματοοικονομικό αυτό απόθεμα έχει μεγαλύτερη αξία για τις εταιρείες που έχουν να χρηματοδοτήσουν πολλές επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία. Ωστόσο, η μεγάλη ποσότητα ελεύθερων ταμειακών ροών μπορεί να οδηγήσει τους μάνατζερς σε αλαζονική συμπεριφορά και κατασπατάληση των χρημάτων σε άσκοπες, για την εταιρεία, επενδύσεις.

### 1.3: “Trade-off Theory”

Σύμφωνα με την “Trade-off theory”, οι εταιρείες σταθμίζουν τα πλεονεκτήματα και κινδύνους του δανεισμού για να πετύχουν την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα πλεονεκτήματα των δανειακών κεφαλαίων, τα οποία αναφέρονται κατά κύριο λόγο στις φοροαπαλλαγές και στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ επενδυτών και μάνατζερς των εταιρειών, εντοπίζονται σε εταιρείες με χαμηλά επίπεδα δανεισμού. Αντιθέτως, οι κίνδυνοι των δανειακών κεφαλαίων, οι οποίοι αναφέρονται κυρίως στα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης και στην απώλεια επενδυτικών ευκαιριών, εντοπίζονται σε εταιρείες με πολύ υψηλά επίπεδα δανεισμού. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, το άριστο επίπεδο δανεισμού μιας εταιρείας είναι εκείνο στο οποίο το οριακό όφελος ισούται με το οριακό κόστος των δανειακών κεφαλαίων.

Τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών περιλαμβάνουν τα πραγματικά κόστη αναδιοργάνωσης ή ρευστοποίησης μιας εταιρείας που αποτυγχάνει, καθώς και τα κόστη που ανακύπτουν όταν οι προμηθευτές, υπάλληλοι και πελάτες της εταιρείας αντιληφθούν ότι αυτή βρίσκεται σε δυσχερή χρηματοοικονομική θέση.

Συγκεκριμένα, τα άμεσα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών περιλαμβάνουν τις αμοιβές που πληρώνει η εταιρεία στους λογιστές, χρηματοοικονομικούς συμβούλους και δικηγόρους, οι οποίοι εκτιμούν και καθορίζουν τη διαδικασία αναδιοργάνωσης ή ρευστοποίησης της εταιρείας. Οι εταιρείες ενδεχομένως να αναγκαστούν να καταφύγουν στην παραπάνω διαδικασία από τους δανειστές τους, όταν δε δύνανται να καλύψουν τις υποχρεώσεις του δανεισμού ή όταν η αξία αυτών των υποχρεώσεων υπερβαίνει την αξία των ενεργητικών τους στοιχείων. Εναλλακτικά, οι εταιρείες μπορούν να κηρύξουν πτώχευση, προκειμένου να απολάβουν νομικής προστασίας από τους δανειστές τους, ενώ παράλληλα έχουν θέσει σε εφαρμογή σχέδιο επιβίωσής τους. Τέλος, τα κόστη αυτά μπορεί να είναι αρκετά μεγάλα σε απόλυτα ποσά, ωστόσο αντιπροσωπεύουν συνήθως μικρό ποσοστό της συνολικής αξίας της εταιρείας.

Επιπλέον, τα έμμεσα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών είναι εκείνα που επηρεάζουν τη λειτουργία της επιχείρησης πριν και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα, επηρεάζουν την αγοραστική δύναμη, την παραγωγή και τις πωλήσεις των εταιρειών. Αυτό οφείλεται στο ότι οι προμηθευτές των εν λόγω

εταιρειών γίνονται ιδιαίτερα επιφυλακτικοί και εμφανίζονται διατεθειμένοι να παρέχουν περιορισμένες ποσότητες πρώτων υλών στις εταιρείες αυτές. Παράλληλα, οι υπάλληλοι αναζητούν αλλού εργασία, ενώ και οι πελάτες αυτών των εταιρειών αναζητούν νέους προμηθευτές. Επίσης, εταιρείες με χρηματοοικονομικές δυσκολίες ενδέχεται να πληρώσουν ένα επιπλέον ποσό (premium) για την πρόσληψη ταλαντούχων μανάτζερς. Τα παραπάνω αναμένεται να μειώσουν σημαντικά τα έσοδα των εταιρειών και να αυξήσουν τις δαπάνες τους. Τα έμμεσα αυτά κόστη, αν και είναι δύσκολο να μετρηθούν, είναι πολύ πιο σημαντικά από τα άμεσα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών και επηρεάζουν περισσότερο τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Βασιζόμενη στα παραπάνω, η “Trade-off Theory” τονίζει ότι οι εταιρείες με πολλά πάγια ενεργητικά στοιχεία και φορολογικά εκπιπτόμενο εισόδημα οφείλουν να διατηρούν υψηλά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων, προκειμένου να επωφεληθούν φορολογικά, ενώ οι εταιρείες με πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία οφείλουν να δανείζονται λιγότερο, προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα να περιέλθουν σε δυσχερή χρηματοοικονομική κατάσταση. Παράλληλα, η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι εταιρείες με πολύ υψηλό δανεισμό, τον οποίο αδυνατούν να καλύψουν, θα πρέπει να εκδώσουν μετοχές, να περιορίσουν τη διανομή μερισμάτων στους μετόχους ή να πουλήσουν περιουσιακά τους στοιχεία, προκειμένου να εξασφαλίσουν πόρους με τους οποίους θα καλύψουν τις υποχρεώσεις τους προς τους πιστωτές. Ωστόσο, αδυνατεί να εξηγήσει γιατί μερικές από τις πιο επιτυχημένες εταιρείες παγκοσμίως διατηρούν περιορισμένα ή μηδενικά δανειακά κεφάλαια.

#### **1.4: Σύγκριση μεταξύ “Pecking Order Theory” και “Trade-off Theory”**

Οι Shyam-Sunder και Myers(1999) πραγματοποίησαν εμπειρικούς ελέγχους που φέρνουν αντιμέτωπες τις δύο προαναφερθείσες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Συγκεκριμένα, οι έλεγχοι αυτοί εστιάζουν την προσοχή τους στο πλεόνασμα ή έλλειμμα του εταιρικού προϋπολογισμού, αλλά και στο κατά πόσο η μεταβλητή αυτή μπορεί να προβλέψει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Το μοντέλο αυτό τίθεται αντιμέτωπο με μια μεταβλητή που βασίζεται στην “Trade-off theory” και η οποία αντιπροσωπεύει την απόκλιση ανάμεσα στα τρέχοντα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων και στον ιστορικό μέσο όρο δανειακών

κεφαλαίων της εταιρείας. Τα αποτελέσματα των ελέγχων υποστηρίζουν την “Pecking order theory”, έναντι της “Trade-off theory”, καθώς βρίσκουν ότι το έλλειμμα στον εταιρικό προϋπολογισμό οδηγεί σε έκδοση δανειακών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των όποιων επενδύσεων.

Επίσης, οι Fama και French(2002) έλεγξαν προβλέψεις και των δύο θεωριών για τα μερίσματα και το δανεισμό. Συγκέντρωσαν δεδομένα από ένα σύνολο αμερικάνικων επιχειρήσεων, με εξαίρεση αυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα, και για τα χρόνια 1965-1999. Υποστηρίζοντας τις προβλέψεις και των δύο θεωριών, η μελέτη αυτή βρήκε ότι οι πιο κερδοφόρες εταιρείες- που χαρακτηρίζονταν από περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες- πλήρωναν υψηλότερα μερίσματα στους επενδυτές. Επιβεβαιώνοντας την Pecking order theory, οι πιο κερδοφόρες εταιρείες είχαν μικρότερα επίπεδα δανεισμού, ενώ παράλληλα εταιρείες με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες διέθεταν μικρότερα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων(γεγονός που παρέχει εμπειρική υποστήριξη στην “Trade-off theory”).

Οι Barclay, Smith και Watts έλεγξαν την πρακτική εφαρμογή της “Trade-off theory”, εξετάζοντας τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων ενός δείγματος εταιρειών και του δανεισμού που χρησιμοποιούν. Καταρχάς, αιτιολόγησαν ότι οι εταιρείες με υψηλή αγοραία προς λογιστική αξία ενεργητικών στοιχείων έχουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και άρα περισσότερα να χάσουν σε περίπτωση χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης. Οι Barclay, Smith και Watts, μέσω της παραπάνω έρευνας, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης θα καταφύγουν σε χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού, προκειμένου να αποφύγουν τα παραπάνω κόστη, παρέχοντας εμπειρική υποστήριξη στην “Trade-off theory”, έναντι της “Pecking order theory”.

Στα πλαίσια των δύο αυτών θεωριών, θα παραθέσω επίσης τα αποτελέσματα μιας έρευνας που πραγματοποιήθηκε σε ένα σύνολο αμερικάνικων επιχειρήσεων και για την περίοδο 1980-1993. Συγκεκριμένα, το άρθρο όπου έχει καταγραφεί η παραπάνω έρευνα έχει τίτλο “*Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*” και συγγραφείς είναι οι Murray Frank και Vidhan Goyal(Working Paper, Δεκέμβρης 2000). Σε αυτήν την εργασία, εξετάζεται ο βαθμός στον οποίο η “Pecking order theory” της κεφαλαιακής διάρθρωσης παρέχει μια ικανοποιητική ποσοτική υποστήριξη της προσαρμοστικής συμπεριφοράς ενός συνόλου αμερικανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1980-1993. Η προβλεπόμενη συμπεριφορά ενός συνόλου επιχειρήσεων για την περίοδο 1994-1998 χρησιμοποιείται

σαν ένα διαγνωστικό τεστ. Η απόδοση της “Pecking order theory” συγκρίνεται με την απόδοση ενός προσαρμοστικού μοντέλου που αντιπροσωπεύει την “Trade-off theory” του δανεισμού.

Το πρώτο βασικό συμπέρασμα αναφέρεται στο ότι ο δανεισμός της επιχείρησης δεν καθορίζεται κατά κύριο λόγο από το έλλειμμα ή πλεόνασμα στον προϋπολογισμό της. Η εξεταζόμενη θεωρία δεν επεξηγεί τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά των αμερικανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1980-1998. Όλες οι εμπειρικές προβλέψεις της θεωρίας, που εξετάστηκαν, απορρίφθηκαν. Παράλληλα, τα μακροπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια σχετίζονται αρνητικά με τα νέα εκδιδόμενα δανειακά κεφάλαια (το αντίθετο από αυτό που υποστηρίζει η “Pecking Order Theory”).

### **1.5: “Signaling Theory”**

Αντίστοιχα με την “Pecking Order Theory”, η “Signaling Theory” βασίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει μεταξύ των επενδυτών και των μάνατζερς των εταιρειών. Δηλαδή, οι μάνατζερς έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας από το ευρύ επενδυτικό κοινό, γεγονός που έχει σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Η εν λόγω θεωρία προβλέπει τις χρηματοδοτικές επιλογές των εταιρειών, όταν αυτές αντιμετωπίζουν είτε αυξημένες είτε περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες.

Συγκεκριμένα, γνωρίζοντας οι μάνατζερς ότι οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας είναι εξαιρετικά ευοίωνες, αναμένεται να επιλέξουν ένα τρόπο χρηματοδότησης που να εξασφαλίζει τα υψηλότερα δυνατά κέρδη για τους ήδη υφιστάμενους μετόχους. Με βάση αυτό το κριτήριο, η εταιρεία δε θα πρέπει να προχωρήσει σε πώληση μετοχών σε νέους μετόχους, καθώς οι νέοι μέτοχοι θα επωφεληθούν από τη μελλοντική αύξηση της τιμής των μετοχών που θα επιφέρει η αύξηση των κερδών για την εταιρεία. Έτσι, οι ήδη υφιστάμενοι μέτοχοι αναμένεται να μοιραστούν τα κέρδη από την ανάπτυξη με τους νέους μετόχους, χάνοντας τη δυνατότητα να απολάβουν οι ίδιοι ολόκληρη την ωφέλεια. Αντιθέτως, η επιλογή του δανεισμού δεν ενέχει τον παραπάνω κίνδυνο για τους ήδη υφιστάμενους μετόχους, ενώ παράλληλα υποδεικνύει στους επενδυτές τις καλές αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας.

Αντιθέτως, γνωρίζοντας οι μάνατζερς ότι οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας είναι δυσοίωνες, αναμένεται να επιλέξουν ένα τρόπο χρηματοδότησης που να εξασφαλίζει τις χαμηλότερες δυνατές απώλειες για τους ήδη υφιστάμενους μετόχους. Με βάση το κριτήριο αυτό, η εταιρεία θα πρέπει να προχωρήσει σε πώληση μετοχών σε νέους μετόχους, προκειμένου οι ήδη υφιστάμενοι μέτοχοι να μην επιβαρυνθούν με ολόκληρη την απώλεια που θα επιφέρει η μελλοντική πτώση στις τιμές των μετοχών. Συνεπώς, σε περίπτωση περιορισμένων επενδυτικών ευκαιριών, η εταιρεία καταφεύγει στην έκδοση ιδίων κεφαλαίων, καθώς οι μετοχές της κρίνονται ως υπερτιμημένες από το στελεχιακό δυναμικό της.

Από την άλλη, η αντίδραση των επενδυτών σε κάθε μια από τις δύο αυτές περιπτώσεις είναι και η αντίστοιχη. Συγκεκριμένα, όταν η εταιρεία προχωρά σε έκδοση ιδίων κεφαλαίων, το επενδυτικό κοινό αναγνωρίζει τις δυσοίωνες αναπτυξιακές της προοπτικές και συμβάλλει άμεσα στην πτώση της τιμής των μετοχών. Σε περίπτωση δανεισμού της εταιρείας, το επενδυτικό κοινό προχωρά άμεσα σε αγορά μετοχών, προκειμένου να επωφεληθεί από τη μελλοντική αύξηση των κερδών της εταιρείας. Φυσικά, οι παραπάνω αντιδράσεις των επενδυτών είναι περισσότερο εμφανείς όταν οι αντίστοιχες χρηματοδοτικές επιλογές γίνονται από μεγάλες και γνωστές εταιρείες που έχουν αρκετούς εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης.

Με βάση τις επιταγές της “Signaling theory”, οι εταιρείες καλούνται να λάβουν σωστές αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά τη διάρκεια της ζωής τους. Συγκεκριμένα, καλούνται να διατηρούν σε υψηλά επίπεδα την πιστοληπτική τους ικανότητα, έτσι ώστε σε περίπτωση που αντιμετωπίσουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης να είναι σε θέση να καταφύγουν στη λύση του αυξημένου δανεισμού. Δηλαδή, για το χρονικό διάστημα που αντιμετωπίζουν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες, οι εταιρείες θα πρέπει να διατηρούν χαμηλότερα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων από αυτά που επιτάσσει η “Trade-off theory”. Αυτό οφείλεται στο ότι η τελευταία θεωρεί ως πυρήνα των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής την ύπαρξη ή μη άυλων περιουσιακών στοιχείων, ενώ η “Signaling theory” την ύπαρξη ή μη αναπτυξιακών ευκαιριών για την εταιρεία.

## 1.6: “Free Cash Flow Theory”

Η “Free Cash Flow Theory” του Jensen στηρίζεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες και κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν πολύ υψηλές ταμειακές ροές(περισσότερες από όσες απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους), ένα μέρος των οποίων σπαταλάται από τους μάνατζερς σε μη κερδοφόρες επενδύσεις. Συγκεκριμένα, οι μάνατζερς μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτά τα χρήματα προς ίδιον όφελος, όπως για αγορά πολυτελών αυτοκινήτων ή αγορά εισιτηρίων για κάποια σημαντικά αθλητικά γεγονότα. Έχοντας ένα μικρό ποσοστό μετοχών της εταιρείας, οι μάνατζερς επιβαρύνονται σχετικά λίγο από τα παραπάνω έξοδα, ενώ γίνονται αποδέκτες ολόκληρης της ωφέλειας. Οι παραπάνω ενέργειες δε συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας της μετοχής, αλλά έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας της εταιρείας, καθώς και τη δημιουργία κόστους αντιπροσώπευσης, δηλαδή σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διεύθυνσης της εταιρείας.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν ή να δεσμεύσουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές με διάφορους τρόπους. Ένας από αυτούς είναι η εφαρμογή της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, η πληρωμή αυξημένων μερισμάτων μπορεί να εξαναγκάσει τους μάνατζερς να περιορίσουν τις δαπανηρές για την εταιρεία επενδύσεις. Παράλληλα, η επαναγορά μετοχών μπορεί να επιφέρει ανάλογη επιρροή στην αυθαίρετη συμπεριφορά των μάνατζερς, καθώς ένα μέρος των ελεύθερων ταμειακών ροών καταλήγει στους επενδυτές. Έτσι, οι παραπάνω αποφάσεις περιορίζουν σε κάποιο βαθμό το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και μάνατζερς.

Επιπλέον, ο δανεισμός αναμένεται να επηρεάσει θετικά την αξία των εταιρειών με σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι πληρωμές τόκων και κεφαλαίου δεσμεύουν μεγάλο ποσό χρημάτων, καθώς όλες οι εταιρείες υποχρεούνται να εκπληρώσουν εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις τους προς τους πιστωτές. Μάλιστα, ο δανεισμός αναμένεται να έχει μεγαλύτερη επίδραση στη συμπεριφορά των μάνατζερς από τη διανομή αυξημένων μερισμάτων και την επαναγορά μετοχών, καθώς η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων προς τους δανειστές αναμένεται να οδηγήσει την εταιρεία σε πτώχευση. Αντιθέτως, η εταιρεία δεν έχει καμία νομική υποχρέωση για διανομή αυξημένων μερισμάτων στους μετόχους. Ωστόσο, το μειονέκτημα του αυξημένου δανεισμού επικεντρώνεται στο ότι καμιά επιχείρηση δεν μπορεί να αποκλείσει το ενδεχόμενο χρηματοοικονομικών δυσκολιών, ιδιαίτερα σε



περίπτωση αντιμετώπισης απρόβλεπτων γεγονότων. Τέλος, οι εξαγορές εταιρειών μέσω δανεισμού(*leveraged buyouts*) μπορούν να οδηγήσουν στα παραπάνω θετικά, για την αξία των εταιρειών, αποτελέσματα.

Στα πλαίσια αυτής της θεωρίας, θα αναφερθώ στο περιεχόμενο ενός άρθρου με τίτλο: “*The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme*”, του οποίου συγγραφείς είναι οι Campbell R. Harvey, Karl V. Lins και Andrew H. Roper(*Working Paper*, Ιούνιος 2003).

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το παραπάνω άρθρο, οι αναδυόμενες αγορές δίνουν μια πρώτη τάξεως ευκαιρία να εξετάσουμε αν ο δανεισμός δημιουργεί αξία σε εταιρείες με υπερβολικά κόστη αντιπροσώπευσης, καθώς οι μέτοχοι των παραπάνω αγορών αντιμετωπίζουν την εγωκεντρική συμπεριφορά της εταιρικής διεύθυνσης και την ελλιπή νομική προστασία, ενώ ο έλεγχος στις εταιρείες είναι ιδιαίτερα περιορισμένος. Ο δανεισμός θα πρέπει να δημιουργεί αξία στις εταιρείες με υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης όταν η αυξημένη χρήση των δανειακών κεφαλαίων περιορίζει άμεσα το πρόβλημα της υπερεπένδυσης ή δείχνει την πρόθεση της διοίκησης να μην προβεί σε άσκοπες επενδύσεις.

Η παραπάνω έρευνα της σχέσης μεταξύ δανεισμού, εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης πραγματοποιείται στα πλαίσια μιας βασικής υπόθεσης: Υπάρχει μια σημαντική διαμάχη συμφερόντων μεταξύ των μετόχων της εταιρείας και της διεύθυνσης, η οποία απορρέει από το διαχωρισμό που παρατηρείται μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης της εταιρείας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο δανεισμός περιορίζει την μείωση της αξίας της εταιρείας που αποδίδεται στον παραπάνω διαχωρισμό, ενώ παράλληλα η έρευνα συμπεραίνει ότι η θετική επίδραση των δανειακών κεφαλαίων επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στις εταιρείες που διαθέτουν πολλά περιουσιακά στοιχεία ή αντιμετωπίζουν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες(καθώς αυτές αντιμετωπίζουν σημαντικό πρόβλημα υπερεπένδυσης).

## **Κεφάλαιο 2: Κόστη Αντιπροσώπευσης- Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών**

Όταν μια εταιρεία κατέχει δανειακά κεφάλαια, αναπτύσσονται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών αυτής. Εξαιτίας αυτών, οι μέτοχοι της εταιρείας καταφεύγουν πολύ συχνά σε κάποιες “εγωιστικές” στρατηγικές. Αυτές οι συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες λαμβάνουν χώρα όταν η εταιρεία αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσκολίες, δημιουργούν κόστη αντιπροσώπευσης για την εταιρεία. Παρακάτω, θα αναφερθούν τρεις τύποι “εγωιστικών” στρατηγικών που χρησιμοποιούν οι μέτοχοι προς ίδιον όφελος και για να βλάψουν οικονομικά τους πιστωτές των εταιρειών. Αυτές οι στρατηγικές είναι ιδιαίτερα δαπανηρές, καθώς μειώνουν την αγοραία αξία ολόκληρης της εταιρείας.

Μία από αυτές τις στρατηγικές αναφέρεται στο κίνητρο για τη λήψη υψηλών κινδύνων από την εταιρεία. Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της πτώχευσης επενδύουν πολλές φορές σε σχέδια με μεγάλο ρίσκο. Αυτό συμβαίνει διότι, σε σχέση με τα επενδυτικά σχέδια χαμηλού κινδύνου, τα ριψοκίνδυνα επενδυτικά πλάνα αυξάνουν σημαντικά την αξία της εταιρείας σε περίπτωση ανάπτυξης και την μειώνουν σε περίπτωση ύφεσης. Σε περίπτωση ανάπτυξης, η αύξηση της αξίας της εταιρείας είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη που επιτυγχάνεται από μη ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια, ενώ παράλληλα την υπεραξία αυτή επωφελούνται κατά κύριο λόγο οι μέτοχοι των εταιρειών. Αντιστοίχως, σε περίπτωση ύφεσης, η μείωση στην αξία της εταιρείας είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη που επιφέρουν τα μη ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια, αλλά τη περαιτέρω αυτή μείωση επιβαρύνονται κατά κύριο λόγο οι πιστωτές των εταιρειών. Το τελευταίο ισχύει διότι, σε περίπτωση ύφεσης, οι μέτοχοι δεν έχουν κανένα όφελος, είτε η εταιρεία έχει επενδύσει σε ριψοκίνδυνα είτε σε μη ριψοκίνδυνα σχέδια. Έτσι, οι μέτοχοι αποσπούν αξία από τους πιστωτές, επιλέγοντας επενδυτικά πλάνα υψηλού κινδύνου.

Μια δεύτερη στρατηγική αναφέρεται στο κίνητρο για υποεπένδυση. Οι μέτοχοι μιας εταιρείας που αντιμετωπίζει σημαντικό κίνδυνο πτώχευσης αποφεύγουν συχνά να πραγματοποιήσουν μια νέα επένδυση που θα αποδειχθεί προς όφελος των πιστωτών και σε βάρος των ιδίων. Μπορεί αυτή η νέα επένδυση να έχει θετική καθαρή παρούσα αξία, ωστόσο ενδέχεται η αύξηση στην αξία της εταιρείας να μην

μπορεί να αποτρέψει το ενδεχόμενο της πτώχευσης. Συνεπώς, οι μέτοχοι αρνούνται να χρηματοδοτήσουν με δικούς τους πόρους επενδύσεις για να αυξήσουν την αξία μιας εταιρείας, η οποία σε σύντομο χρονικό διάστημα πρόκειται να πτωχεύσει. Παράλληλα, οι μέτοχοι επιβαρύνονται ολόκληρο το κόστος της επένδυσης, ενώ αντιθέτως μοιράζονται τα οφέλη που αυτή είναι πιθανό να επιφέρει. Συνεπώς, ο δανεισμός επηρεάζει καθοριστικά την επενδυτική πολιτική μιας εταιρείας. Ενώ μια εταιρεία που δε δανείζεται πάντα αποδέχεται επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία, μια εταιρεία που δανείζεται μπορεί να έχει κίνητρο για το αντίθετο.

Μια τρίτη στρατηγική αναφέρεται στην πληρωμή επιπλέον μερισμάτων ή άλλων συνεισφορών σε περιόδους που η εταιρεία αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσκολίες, περιορίζοντας σημαντικά τους πόρους που θα χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη των υποχρεώσεων προς τους πιστωτές. Η στρατηγική αυτή παρουσιάζει πολλές ομοιότητες με την προηγούμενη. Σύμφωνα με την προηγούμενη στρατηγική, η εταιρεία αποφασίζει να μην προχωρήσει σε επενδυτικές κινήσεις που θα της επιτρέψουν να αντλήσει νέα κεφάλαια. Ωστόσο, η τελευταία στρατηγική κάνει ένα επιπλέον βήμα, καθώς η εταιρεία προχωρά σε μείωση των ήδη υπάρχοντων ιδίων κεφαλαίων μέσω της διανομής αυξημένων μερισμάτων.

Ωστόσο, οι παραπάνω συγκρούσεις συμφερόντων λαμβάνουν χώρα μόνο όταν οι εταιρείες αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας ή χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Δηλαδή, οι παραπάνω “εγωιστικές” στρατηγικές των μετόχων δεν εφαρμόζονται σε μεγάλες και κερδοφόρες εταιρείες, καθώς η πιθανότητα πτώχευσης αποτελεί ένα μη ρεαλιστικό ενδεχόμενο για αυτές. Συνεπώς, τα δανειακά κεφάλαια των εταιρειών αυτών μπορούν να χαρακτηριστούν ως κεφάλαια πολύ μικρού κινδύνου. Τα παραπάνω ισχύουν και για τις εταιρείες εκείνες που λειτουργούν υπό κρατικό έλεγχο. Ωστόσο, οι προαναφερθείσες συγκρούσεις συμφερόντων λαμβάνουν χώρα σε εταιρείες με πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία, σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες, έντονο ανταγωνισμό, αλλά και αβεβαιότητα ως προς τα μελλοντικά έσοδα.

Όπως γίνεται αντιληπτό, το κόστος των παραπάνω στρατηγικών επιβαρύνονται οι μέτοχοι της εταιρείας. Οι πιστωτές γνωρίζουν ότι, σε περίπτωση χρηματοοικονομικών δυσκολιών, οι μέτοχοι θα επιλέξουν επενδυτικές κινήσεις που μειώνουν την αξία των απαιτήσεων τους. Γι’αυτό οι πιστωτές προστατεύουν τα συμφέροντά τους, απαιτώντας τους τόκους των δανείων. Οι μέτοχοι, εξαιτίας της υποχρέωσης πληρωμής των τόκων, επιβαρύνονται εξολοκλήρου το κόστος των “εγωιστικών στρατηγικών”. Τέλος, είναι πολύ δύσκολο και δαπανηρό για τις

εταιρείες που αντιμετωπίζουν τέτοιες συγκρούσεις συμφερόντων να συνεχίσουν να δανείζονται. Γι'αυτό άλλωστε οι εταιρείες αυτές διαθέτουν περιορισμένα ποσά δανειακών κεφαλαίων.

### **Κεφάλαιο 3: Η Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση**

Οι επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν οποιοδήποτε συνδυασμό ιδίων και δανειακών κεφαλαίων επιθυμούν για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Μάλιστα, στην πραγματικότητα υπάρχουν πολλές διαφορετικές κεφαλαιακές δομές εταιρειών. Για παράδειγμα, τα δανειακά κεφάλαια αντιπροσωπεύουν για την Chrysler το 70% του συνόλου των κεφαλαίων της, ενώ αντιθέτως η Microsoft διαθέτει πολύ χαμηλά επίπεδα δανεισμού. Ωστόσο, οι εταιρείες καλούνται να προσεγγίσουν την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση ή άριστο συνδυασμό ιδίων και δανειακών κεφαλαίων, μέσω του οποίου θα μεγιστοποιήσουν την αξία τους. Δηλαδή, η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αυτή που εξισορροπεί την απόδοση με τον κίνδυνο των ξένων κεφαλαίων, μεγιστοποιώντας την αξία της μετοχής για την εταιρεία. Όπως γίνεται αντιληπτό, δεν υπάρχει η φόρμουλα εκείνη(συνδυασμός ιδίων και ξένων κεφαλαίων) που να μεγιστοποιεί την αξία της κάθε εταιρείας, ενώ παράλληλα η άριστη κεφαλαιακή δομή μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου, καθώς αλλάζουν οι ευρύτερες οικονομικές συνθήκες και η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε εταιρείας είναι αυτά που θα καθορίσουν της άριστες επιλογές κεφαλαιακής δομής.

Συγκεκριμένα, ο επιχειρηματικός κίνδυνος ασκεί μεγάλη επιρροή στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ο κίνδυνος αυτός, που συνδέεται με τη δραστηριότητα που αναπτύσσει η επιχείρηση, ορίζεται ως η σχετική διασπορά στην κατανομή πιθανοτήτων της αποδόσεως σε ρευστά των στοιχείων του ενεργητικού που έχει στην κατοχή της. Το βαθμό του επιχειρηματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση τον καθορίζουν οι επιλογές που θα γίνουν σχετικά με το επενδυτικό της έργο. Από τα παραπάνω καθίσταται σαφές ότι όσο μεγαλύτερος ο επιχειρηματικός κίνδυνος, τόσο μικρότερη η χρηματοοικονομική ευελιξία των εταιρειών ως προς την επιλογή ιδίων ή ξένων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των διαφόρων επενδύσεων.

Δηλαδή, τόσο χαμηλότερο το επίπεδο του δανεισμού που μπορεί να χαρακτηριστεί ως άριστο για την εταιρεία, και αντιστρόφως.

Επιπλέον, η εταιρεία καλείται να σταθμίσει τα οφέλη και τους κινδύνους του δανεισμού, προκειμένου να προσδιορίσει το άριστο επίπεδο δανειακών κεφαλαίων. Καταρχάς, καλείται να λάβει υπόψη της την αξία των φοροαπαλλαγών, η οποία καθορίζεται από το φορολογικό συντελεστή που αντιμετωπίζει και το επίπεδο δανεισμού που διαθέτει. Παράλληλα, θα πρέπει να αναλογιστεί τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης που επιφέρει ο υπερβολικός δανεισμός. Μάλιστα, τα κόστη αυτά, που απορρέουν από τη μείωση της αξίας της εταιρείας, είναι σημαντικότερα για τις μικρές εταιρείες, καθώς αντιστοιχούν σε μεγαλύτερο ποσοστό της αξίας τους. Σε κάθε περίπτωση, οι εταιρείες οφείλουν να δανείζονται σε τέτοιο βαθμό, ώστε το κόστος χρηματοοικονομικών δυσκολιών να μην υπερσκελίζει τις φορολογικές ελαφρύνσεις των δανειακών κεφαλαίων.

Τέλος, μέρος του προβλήματος της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελεί η σωστή επιλογή βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου δανεισμού, ανάλογα με τη διάρκεια ζωής των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Αν η επιχείρηση έχει πολλά πάγια ενεργητικά στοιχεία, τότε θα πρέπει να καταφεύγει σε μακροπρόθεσμο δανεισμό, ενώ αν διαθέτει στοιχεία που πρόκειται να ρευστοποιήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα, θα πρέπει να καταφεύγει σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις μπορούν να εγγυηθούν για την άμεση εκπλήρωση των υποχρεώσεων προς τους πιστωτές τους, μειώνοντας δραστικά την πιθανότητα πτωχεύσεως.

## **Κεφάλαιο 4: Πώς οι εταιρείες καθορίζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση;**

Πριν προχωρήσω σε κάποιους σημαντικούς παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής δομής των εταιρειών, θα ήθελα να παραθέσω τις επιλογές κεφαλαίου των εταιρειών με βάση τη διεθνή εμπειρία. Είναι αλήθεια ότι οι διάφορες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης προτείνουν χρηματοδοτικές επιλογές, οι οποίες συνοδεύονται από επιχειρηματολογία και θεωρητική θεμελίωση. Ωστόσο, δεν εξασφαλίζουν τον τέλειο συνδυασμό ιδίων και δανειακών κεφαλαίων, γεγονός που οδηγεί τις εταιρείες σε παγκόσμιο επίπεδο να λάβουν χρηματοδοτικές αποφάσεις, οι οποίες να ανταποκρίνονται στις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους. Μάλιστα, η διεθνής εμπειρία και έρευνα μας οδηγεί σε έναν αριθμό παρατηρήσεων.

Μία από αυτές τις παρατηρήσεις είναι ότι οι περισσότερες εταιρείες έχουν χαμηλά επίπεδα δανεισμού, συγκριτικά με τη λογιστική αξία των ενεργητικών τους στοιχείων. Μάλιστα, οι αμερικάνικες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν χαμηλότερα επίπεδα δανειακών κεφαλαίων απ'ότι ιδίων κεφαλαίων. Πολλές από αυτές τις εταιρείες πληρώνουν μεγάλα ποσά σε φόρους, καθώς ο επιχειρηματικός φόρος αποτελεί σημαντική πηγή κυβερνητικών εσόδων. Συνεπώς, είναι φανερό ότι υπάρχουν κάποια όρια στα ποσά δανεισμού, αφού για πολλές εταιρείες ο λόγος των δανειακών κεφαλαίων προς τα ενεργητικά στοιχεία είναι σημαντικά χαμηλότερος του 100%.

Μια δεύτερη παρατήρηση έχει να κάνει με το ότι κάποιες εταιρείες χρησιμοποιούν αποκλειστικά ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους. Οι εταιρείες αυτές είναι αντίθετες με οποιαδήποτε μορφή δανεισμού, ενώ παράλληλα διαθέτουν περισσότερα μετρητά και άμεσα ρευστοποιήσιμα αξιόγραφα από τις εταιρείες που δανείζονται. Συνήθως, οι μάνατζερς τέτοιων εταιρειών αποτελούν και ιδιοκτήτες αυτών, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις συνιστούν μέλη της ίδιας οικογένειας. Συνεπώς, η επιλογή του αυξημένου δανεισμού ενέχει έναν επιπρόσθετο κίνδυνο, τον οποίο οι παραπάνω μάνατζερς αρνούνται να αποδεχθούν.

Μια άλλη παρατήρηση αναφέρεται στο ότι οι μεταβολές στα επίπεδα του δανεισμού επηρεάζουν την εταιρική αξία. Σε μια σημαντική μελέτη, ο Shah εξετάζει την επίδραση που έχουν οι ανακοινώσεις για μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης

πάνω στις τιμές των μετοχών. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής δείχνουν μια σημαντική αύξηση στις τιμές των μετοχών κατά την ημερομηνία που ανακοινώνεται μια αύξηση στα δανειακά κεφάλαια των εταιρειών και αντιστρόφως. Δηλαδή, η αγορά ερμηνεύει την αύξηση του δανεισμού ως βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της εταιρείας και τη μείωση των δανειακών κεφαλαίων ως επιδείνωση των οικονομικών της αποτελεσμάτων. Τα παραπάνω αποτελέσματα συμβαδίζουν σε κάποιο βαθμό με τα συμπεράσματα της “Trade-off theory”, καθώς οι μάνατζερς αναμένεται να καταφύγουν σε αυξημένο δανεισμό σε περίπτωση που η πιθανότητα πτωχεύσεως είναι μικρή, αλλά και σε περιορισμό των δανειακών κεφαλαίων όταν η πιθανότητα χρηματοοικονομικών δυσκολιών είναι μεγάλη.

Τέλος, μια άλλη παρατήρηση αναφέρεται στο ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στην κεφαλαιακή δομή εταιρειών διαφορετικών κλάδων. Μάλιστα, σε αρκετές περιπτώσεις υπάρχουν εμφανείς διαφορές στην κεφαλαιακή διάρθρωση εταιρειών του ίδιου κλάδου. Οι φόροι που πληρώνουν οι εταιρείες, η αξία των άυλων και μη περιουσιακών στοιχείων που διαθέτουν, αλλά και ο βαθμός αβεβαιότητας ως προς τα λειτουργικά τους έσοδα επηρεάζουν την αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων των εταιρειών. Σε γενικές γραμμές, εταιρείες με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες- ακόμα και αν η ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση είναι μεγάλη- τείνουν να έχουν πολύ χαμηλά επίπεδα δανεισμού και αντιστρόφως.

## **Κεφάλαιο 5: Η κερδοφορία, το μέγεθος της εταιρείας και η αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού ως σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών**

Συνεχίζοντας, θα αναφερθώ σε κάποιους σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών. Οι παράγοντες αυτοί είναι το μέγεθος(size), η κερδοφορία(profitability) και η αναλογία των παγίων ενεργητικών στοιχείων προς το σύνολο των ενεργητικών στοιχείων της εταιρείας(tangibility). Συγκεκριμένα, θα παραθέσω τις διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν εκφραστεί κατά καιρούς για την επίδραση καθενός από τους παραπάνω παράγοντες στη χρηματοοικονομική δομή των εταιρειών, θα τονίσω τις πιο επικρατούσες, ενώ παράλληλα θα αναφερθώ ενδεικτικά και στην επίδραση που είχαν οι παράγοντες αυτοί στην κεφαλαιακή δομή ενός συνόλου 1054 αγγλικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1991-1997. Για την αναφορά των παραπάνω, θα στηριχθώ στο περιεχόμενο του εξής άρθρου: “*On the Determinants and Dynamics of UK Capital Structure*” των Alan A. Bevan και Jo Danbolt(Working Paper).

Σε αυτό το άρθρο αναλύονται οι παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης ενός συνόλου 1.054 αγγλικών επιχειρήσεων από το 1991 ως το 1997. Τρεις από αυτούς τους παράγοντες είναι το μέγεθος της εταιρείας(size of the firm), η κερδοφορία(profitability) και η αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού (tangibility).

Όσον αφορά το μέγεθος των εταιρειών, οι Rajan και Zingales(1995) συμφωνούν ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες είναι περισσότερο διαφοροποιημένες και αποτυγχάνουν σπανιότερα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το μέγεθος της εταιρείας είναι αρνητικά συσχετιζόμενο με την πιθανότητα πτωχεύσεως. Από την άλλη, οι Smith και Warner(1979) και Michaelas(1999) συμφωνούν ότι η διαμάχη συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των δανειστών είναι εντονότερη για τις μικρές εταιρείες. Οι δανειστές μπορούν να ελέγξουν τον κίνδυνο που ενέχει ο δανεισμός στις μικρές εταιρείες, περιορίζοντας τη ληκτότητα των δανειακών κεφαλαίων. Έτσι, οι μικρές εταιρείες αναμένεται να έχουν περιορισμένο μακροπρόθεσμο δανεισμό και υψηλότερο βραχυπρόθεσμο δανεισμό από τις μεγάλες εταιρείες(Barnea(1980), Whited (1982), Titman και Wessels(1988), Stohs και Mauer(1996)).



Ωστόσο, τα εμπειρικά αποτελέσματα εμφανίζονται αντικρουόμενα. Οι Crutchley και Hanson(1989), Bennett και Donnelly(1993), Lasfer(1995), Rajan και Zingales(1995), Barclay και Smith(1996), Berger(1997), Ozkan(2000) και Bevan και Danbolt(2001) βρίσκουν σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους της εταιρείας και δανεισμού. Από την άλλη, ο Remmers(1974) βρίσκει ότι το μέγεθος της εταιρείας δεν έχει καμία επίδραση στο ύψος των δανειακών κεφαλαίων, ενώ ο Kester(1986) βρίσκει μια ασήμαντη αρνητική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και μεγέθους εταιρειών. Επιπλέον, οι Barclay και Smith(1996), Stohs και Mauer(1996), οι Demirguc-Kunt και Maksimovic(1999), Michaelas(1999) και Ozkan(2000) βρίσκουν ότι η ληκτότητα των δανειακών κεφαλαίων σχετίζεται θετικά με το μέγεθος των εταιρειών. Τέλος, οι Bevan και Danbolt(2001) συμπεραίνουν ότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν την τάση να χρησιμοποιούν περισσότερο μακροπρόθεσμο δανεισμό, αλλά λιγότερο βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό από τις μικρές εταιρείες.

Συνεπώς, παρά τις αντικρουόμενες θεωρητικές προσεγγίσεις, η ευρύτερη εμπειρική έρευνα συμπεραίνει ότι η διάρκεια του δανεισμού σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της εταιρείας. Έτσι, η συγκεκριμένη μελέτη καταλήγει στις ακόλουθες δύο υποθέσεις προς εξέταση: H1: Το επίπεδο του μακροπρόθεσμου δανεισμού σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της εταιρείας και H2: Το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος της εταιρείας. Πάντως, η έρευνα, που πραγματοποιείται στο σύνολο των αγγλικών εταιρειών, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες εταιρείες τείνουν να έχουν υψηλότερα επίπεδα συνολικού δανεισμού(τόσο βραχυπρόθεσμου όσο και μακροπρόθεσμου) από τις μικρές εταιρείες.

Όσον αφορά την κερδοφορία, οι Modigliani και Miller(1963), βασιζόμενοι στο ότι οι τόκοι εκπίπτουν φορολογικά, συμφωνούν ότι η πλειοψηφία των εταιρειών θα προτιμήσει το δανεισμό από τα ίδια κεφάλαια. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι μεγάλες κερδοφόρες εταιρείες θα προτιμήσουν να έχουν υψηλά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων, προκειμένου να επιτύχουν σημαντικές φοροαπαλλαγές. Ωστόσο, οι DeAngelo και Masulis(1980) υποστηρίζουν ότι οι φοροαπαλλαγές μπορεί να είναι ασήμαντες για τις εταιρείες εκείνες που επιτυγχάνουν υψηλά επίπεδα αποσβέσεων.

Από την άλλη μεριά, οι Myers και Majluf(1984) προβλέπουν ότι, σαν αποτέλεσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι εταιρείες θα προτιμήσουν εσωτερική και όχι εξωτερική χρηματοδότηση. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, οι μεγάλες

κερδοφόρες εταιρείες θα χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους με παρακρατηθέντα κέρδη και όχι με δανεισμό. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, οι Toy(1974), Kester(1986), Titman και Wessels(1988), Bennett και Donnelly(1993), Rajan και Zingales(1995), Michaelas(1999), Ozkan(2000) και Bevan και Danbolt(2001) βρίσκουν ότι ο δανεισμός σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο της κερδοφορίας.

Συνεπώς, η μεγάλη πλειοψηφία των θεωρητικών προσεγγίσεων και εμπειρικών ερευνών συμφωνεί ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και επιπέδου δανεισμού. Έτσι, το άρθρο αυτό καταλήγει στην εξής υπόθεση προς εξέταση: H1: Το επίπεδο του δανεισμού σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο της κερδοφορίας. Πράγματι, η συγκεκριμένη μελέτη βρίσκει μια αρνητική συσχέτιση της κερδοφορίας των αγγλικών εταιρειών με όλες τις μορφές του δανεισμού, εκτός από το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, όπου βρίσκει μια στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση αυτού με το ύψος των εταιρικών κερδών.

Τέλος, θα αναφερθώ στην επίδραση που έχει η αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού(tangibility) πάνω στο επίπεδο των δανειακών κεφαλαίων. Εξαιτίας της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και δανειστών, οι τελευταίοι αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο να μην αντλήσουν το σύνολο των κεφαλαίων τους. Γι'αυτό το λόγο, οι δανειστές μπορεί να ζητήσουν εξασφάλιση των απαιτήσεών τους, ενώ οι εγγυήσεις, από πλευράς εταιρειών, ενδέχεται να αποτελέσουν σημαντικό παράγοντα επηρεασμού του επιπέδου των δανειακών κεφαλαίων για μια εταιρεία(Scott(1977), Stiglitz και Weiss(1981), Williamson(1988), Harris και Raviv(1990)).

Οι Bradley(1984), Titman και Wessels(1988) και οι Rajan και Zingales(1995) βρίσκουν μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του “tangibility” και του συνολικού δανεισμού, ενώ ο Marsh(1982) και οι Walsh και Ryan(1997) συμπεραίνουν ότι η πιθανότητα έκδοσης δανειακών κεφαλαίων σχετίζεται θετικά με τον εν λόγω παράγοντα. Ωστόσο, οι Van der Wijst και Thurik(1993), Chittenden (1996) και οι Bevan και Danbolt(2001) βρίσκουν ότι η σχέση μεταξύ δανεισμού και “tangibility” εξαρτάται από τη ληκτότητα των δανειακών κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, οι μελέτες αυτές συμπεραίνουν ότι η αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού σχετίζεται θετικά με όλες τις μορφές μακροπρόθεσμου δανεισμού, ενώ παράλληλα διαπιστώνουν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του “tangibility” και των μορφών βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Αντιστοίχως, οι Stohs και Mauer(1996) και Ozkan(2000) συμπεραίνουν ότι η ληκτότητα των δανειακών κεφαλαίων σχετίζεται

σημαντικά με τη διάρκεια ζωής των ενεργητικών στοιχείων της εταιρείας. Ωστόσο, οι Bennett και Donnelly(1993) βρίσκουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και “tangibility”, στα πλαίσια του συνολικού και βραχυπρόθεσμου δανεισμού, αλλά όχι του μακροπρόθεσμου.

Άρα, σχετικά με την αναλογία του πάγιου προς το σύνολο του ενεργητικού(tangibility), το άρθρο διαμορφώνει, στα πλαίσια των σχετικών θεωριών και μελετών, τις εξής υποθέσεις προς εξέταση: H1: Το επίπεδο του μακροπρόθεσμου δανεισμού σχετίζεται θετικά με το επίπεδο του “tangibility” και H2: Το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο του “tangibility”. Ωστόσο, η παραπάνω έρευνα βρίσκει ότι ο εν λόγω παράγοντας σχετίζεται θετικά με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό και το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, αλλά η συσχέτιση αυτού με τις υπόλοιπες μορφές βραχυπρόθεσμου δανεισμού είναι στατιστικά ασήμαντη.

## **Κεφάλαιο 6: Σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών, κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής.**

Ολοκληρώνοντας την αναφορά μου στους προηγούμενους παράγοντες χρηματοδοτικής διάρθρωσης, θα επικεντρωθώ, στη συνέχεια, στη ανάλυση των αναπτυξιακών ευκαιριών ως σημαντικού παράγοντα καθορισμού των χρηματοδοτικών αποφάσεων και μερισματικής πολιτικής των εταιρειών. Αρχικά, θα παραθέσω το θεωρητικό υπόβαθρο για το συγκεκριμένο θέμα, αναφερόμενος στο περιεχόμενο του παρακάτω άρθρου: “*Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan*” του Ferdinand A. Gul (Journal of Corporate Finance, Volume 5, Issue 2, June 1999, pages: 141-168).

Το άρθρο αυτό, χρησιμοποιώντας 5.308 παρατηρήσεις μιας λίστας ιαπωνικών επιχειρήσεων και για τα χρόνια 1988-1992, αποσκοπεί να ερευνήσει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών, της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής για το συγκεκριμένο σύνολο εταιρειών. Η θεωρητική και εμπειρική βάση για αυτό το άρθρο έχει στηριχθεί σε δύο σχετικές εργασίες. Η πρώτη εργασία είναι αυτή των Smith και Watts(1992) και η δεύτερη είναι αυτή των Gaver και Gaver(1993). Και οι δύο εργασίες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι εταιρείες με καλές αναπτυξιακές ευκαιρίες έχουν σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού και χαμηλότερες μερισματικές αποδόσεις από εκείνες που έχουν περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες.

Σύμφωνα με τον Myers(1977), οι αναπτυξιακές ευκαιρίες μιας εταιρείας καθορίζονται από το βαθμό στον οποίο η αξία της προέρχεται από τα ήδη υπάρχοντα ενεργητικά της στοιχεία. Συγκεκριμένα, όσο μικρότερη η αξία της εταιρείας που απορρέει από τα ήδη υπάρχοντα περιουσιακά της στοιχεία, τόσο μεγαλύτερες οι επενδυτικές ευκαιρίες που αυτή έχει. Οι Mason και Merton(1985) τονίζουν ότι ως εταιρείες με αναπτυξιακές ευκαιρίες μπορούν να χαρακτηριστούν εκείνες που έχουν περισσότερα επενδυτικά πλάνα, καινούριες γραμμές παραγωγής ή εκείνες που έχουν προχωρήσει σε συγχώνευση με άλλες εταιρείες ή σε αντικατάσταση των ενεργητικών τους στοιχείων. Τρεις θεωρίες που μπορούν να εξηγήσουν τη σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και επιχειρηματικής χρηματοδοτικής πολιτικής είναι η “tax theory”, η “signaling theory” και η “contracting theory”.

Σύμφωνα με την πρώτη θεωρία (tax theory), οι φορολογικές υποχρεώσεις μιας εταιρείας είναι μεγαλύτερες όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα στο φορολογήσιμο εισόδημα. Έτσι, εταιρείες με επενδυτικές ευκαιρίες και μεγάλη μεταβλητότητα στις χρηματοροές (εισροές και εκροές) έχουν κίνητρα να μειώσουν το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που διαθέτουν. Συνεπώς, η παραπάνω φορολογική επίδραση υποδηλώνει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και δανεισμού.

Η “signaling theory” βασίζεται στην επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης πάνω στις πολιτικές δανεισμού. Οι εταιρείες με μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης αναμένεται να δανειστούν περισσότερο, προκειμένου να υποδείξουν στην αγορά τις αναπτυξιακές προοπτικές τους. Συνεπώς, η συγκεκριμένη επίδραση υποδηλώνει μια θετική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και δανεισμού.

Τέλος, σύμφωνα με την “contracting theory”, εταιρείες με σημαντικές αναπτυξιακές ευκαιρίες αναμένεται να μην αυξήσουν το ύψος των δανειακών τους κεφαλαίων για δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος σχετίζεται με το πρόβλημα της υποεπένδυσης, σύμφωνα με το οποίο οι εταιρείες πρέπει να καταφεύγουν σε ύψος δανεισμού που μπορούν να υποστηρίξουν από τα ήδη υπάρχοντα περιουσιακά τους στοιχεία. Σε διαφορετική περίπτωση, οι μάντζερς μπορεί να μη χρηματοδοτήσουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία, προκειμένου να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους προς τους πιστωτές. Συμπερασματικά, όσο περισσότερα είναι τα επενδυτικά πλάνα μιας εταιρείας, τόσο μικρότερο είναι το ύψος του δανειακών κεφαλαίων που αυτή διαθέτει. Δεύτερον, εταιρείες με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες διαθέτουν κατά κύριο λόγο άυλα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που καθιστά τον έλεγχό τους από τους δανειστές ιδιαίτερα δύσκολο. Έτσι, είναι πολύ δύσκολο για τις εν λόγω εταιρείες να εξασφαλίσουν υψηλά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων, ενώ παράλληλα το κόστος χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης εμφανίζεται ιδιαίτερα αυξημένο. Συνεπώς, εταιρείες με σημαντικές αναπτυξιακές ευκαιρίες είναι λιγότερο πιθανό να καταφύγουν σε αυξημένο δανεισμό.

Με βάση τα παραπάνω, η πρώτη υπόθεση προς εξέταση του άρθρου διαμορφώνεται ως εξής: H1: Επιχειρήσεις με χαμηλότερα επίπεδα επενδυτικών ευκαιριών θα δανείζονται περισσότερο.

Όσον αφορά τη σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών και μερισματικής πολιτικής, έχουν αναπτυχθεί δύο κύριες θεωρητικές προσεγγίσεις. Η πρώτη, που βασίζεται στη “signaling theory”, προβλέπει ότι οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης

αναμένεται να διανείμουν υψηλότερα μερίσματα, προκειμένου να υποδείξουν στην αγορά τις ευοίωνες προοπτικές εξέλιξης και ανάπτυξή τους. Τα παραπάνω συμβαδίζουν με τις απόψεις του Bhattacharya(1979), σύμφωνα με τον οποίο οι εταιρείες αυτές πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα , προκειμένου να περιορίσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση που αναπτύσσεται μεταξύ των μάνατζερς και των επενδυτών. Συμπερασματικά, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ υψηλών μερισμάτων και σημαντικών επενδυτικών ευκαιριών.

Η δεύτερη θεωρία, που βασίζεται στην “contracting theory”, υποθέτει ότι τα μερίσματα εξυπηρετούν κάποιους συγκεκριμένους σκοπούς. Συγκεκριμένα, οι πληρωμές μερισμάτων περιορίζουν τους πόρους της εταιρείας και μετριάζουν το κόστος αντιπροσώπευσης, το οποίο απορρέει από τις ελεύθερες ταμειακές ροές των εταιρειών. Οι Milgrom και Roberts(1992), βασιζόμενοι στην παραπάνω επίδραση της μερισματικής πολιτικής, αναγνωρίζουν ότι τα μερίσματα θα πρέπει να είναι υψηλότερα για τις εταιρείες με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό σημαίνει ότι οι εν λόγω εταιρείες θα προτιμήσουν να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα από το να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία(Smith και Warner,1979). Από την άλλη, εταιρείες με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες αναμένεται να πληρώσουν χαμηλότερα μερίσματα, καθώς διαθέτουν περιορισμένες ελεύθερες ταμειακές ροές και χαρακτηρίζονται από περιορισμένη ευελιξία στη μερισματική τους πολιτική. Η παραπάνω αιτιολόγηση συμβαδίζει απόλυτα με τις απόψεις των Gaver και Gaver(1993) και του Rozeff(1982).

Με βάση τη δεύτερη θεωρία για τη σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών και μερισματικής πολιτικής, η δεύτερη υπόθεση προς εξέταση του άρθρου διαμορφώνεται ως εξής: H2: Επιχειρήσεις με χαμηλότερα επίπεδα επενδυτικών ευκαιριών θα πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα.

Πάντως, η συγκεκριμένη μελέτη, που διενεργείται στα πλαίσια του παραπάνω άρθρου, παρέχει επιπρόσθετη υποστήριξη στην “contracting theory” για τη σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών, κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγει δείχνουν στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών των εταιρειών και επιπέδου δανεισμού και μερισματικών αποδόσεων, αφού πρώτα έχουν ληφθεί υπόψη και άλλοι παράγοντες, όπως είναι το μέγεθος και η κερδοφορία των εταιρειών. Τα παραπάνω αποτελέσματα συμβαδίζουν με τα αντίστοιχα των Smith και Watts και

των Gaver και Gaver, ενώ παράλληλα επιβεβαιώνουν τη σημαντικότητα των επενδυτικών ευκαιριών στη σύγχρονη επιχειρηματική θεωρία χρηματοδότησης.

Ωστόσο, η σημαντικότητα του παράγοντα αυτού στη θεωρία χρηματοδότησης διαφαίνεται και από το περιεχόμενο του παρακάτω άρθρου: “*Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U.S. Defense Industry*” των Vidhan K. Goyal, Kenneth Lehn και Stanko Racic (Working Paper, Μάιος 2001).

Το άρθρο αυτό εξετάζει πώς άλλαξε η πολιτική χρηματοδότησης των αμερικάνικων αμυντικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1980-1995, μια περίοδο δραματικών αλλαγών στις αναπτυξιακές ευκαιρίες της αμερικάνικης αμυντικής βιομηχανίας. Στις αρχές του 1980, οι επενδυτικές ευκαιρίες αυτών των εταιρειών αυξήθηκαν σημαντικά, αλλά στις αρχές του 1990 οι παραπάνω ευκαιρίες περιορίστηκαν, καθώς τελείωσε ο ψυχρός πόλεμος και μειώθηκαν οι αμυντικές δαπάνες. Οι μεταβολές αυτές στις επενδυτικές δυνατότητες της αμερικάνικης αμυντικής βιομηχανίας αποτελούν ένα φυσικό παράδειγμα για τον έλεγχο θεωριών που αφορούν τη σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και χρηματοδοτικής πολιτικής.

Συγκεκριμένα, η μελέτη αυτή εξετάζει πόσο μεταβλήθηκε το επίπεδο και η δομή του δανεισμού για ένα δείγμα 61 αμυντικών επιχειρήσεων και 61 κατασκευαστικών εταιρειών για την περίοδο 1980-1995. Για το χρονικό αυτό διάστημα, οι κατασκευάστριες εταιρείες όπλων περιόρισαν σημαντικά τα δανειακά τους κεφάλαια κατά την περίοδο υψηλής ανάπτυξης και εν συνεχεία τα αύξησαν, καθώς μειώθηκαν οι επενδυτικές τους ευκαιρίες. Συνεπώς, η μελέτη αυτή παρέχει μια εμπειρική υποστήριξη στη “Free Cash Flow Theory” του Jensen (1986). Επιπλέον, η συγκεκριμένη έρευνα βρίσκει ότι η διάρκεια του δανεισμού των εταιρειών, μετά τη μείωση των ευκαιριών ανάπτυξης, είναι σαφώς μεγαλύτερη, γεγονός που υποδεικνύει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μακροπρόθεσμου δανεισμού και επενδυτικών ευκαιριών (Barclay και Smith, 1995). Παράλληλα, σε περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης, παρατηρείται μείωση του τραπεζικού χρέους και αύξηση του δημοσίου χρέους, συμπέρασμα που συμβαδίζει με τις απόψεις των Houston και James (1996). Τέλος, αναφορικά με τις εταιρείες περιορισμένων επενδυτικών ευκαιριών, παρατηρείται μείωση του ποσοστού του δανεισμού για το οποίο υπάρχει αντίστοιχη εγγύηση, συμπέρασμα που συμπίπτει με τα αντίστοιχα των Barclay και Smith (1995). Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τον καθοριστικό ρόλο του αναπτυξιακού παράγοντα στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

## Κεφάλαιο 7: Αντικείμενο Μελέτης

### 7.1: Σκοπός της εργασίας

Βασικός σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να προσδιοριστεί η επίδραση που έχουν στην αξία της εταιρείας ο δανεισμός και η μερισματική της πολιτική, όταν αυτή αντιμετωπίζει περιορισμένες ή αυξημένες επενδυτικές ευκαιρίες. Το δείγμα που θα χρησιμοποιηθεί είναι ένα σύνολο ελληνικών εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιρειών, μη συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρειών επενδύσεων, ασφαλιστικών εταιρειών και εταιρειών συμμετοχών, και για τα έτη 2000-2002. Η έρευνα αυτή θα αποσαφηνίσει το αν οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν το κόστος αντιπροσώπευσης των ελληνικών εταιρειών ή μεταβιβάζουν πληροφορίες στις κεφαλαιαγορές, σκιαγραφώντας τη χρηματοδοτική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί – καθορισμός των υποθέσεων προς εξέταση, καθορισμός των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών, διαχωρισμός του δείγματος σε εταιρείες με μεγάλες ή μικρές αναπτυξιακές ευκαιρίες και στατιστική ανάλυση για την εξαγωγή συμπερασμάτων- βασίζεται στο περιεχόμενο δύο άρθρων.

Το πρώτο από αυτά τα δύο άρθρα είναι το εξής: “*The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities*” του Kaifeng Chen(Working Paper, 2002). Σε αυτήν την εργασία εξετάζεται η επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης πάνω στην αξία της επιχείρησης, με βάση διαφορετικές αναπτυξιακές ευκαιρίες των επιχειρήσεων, ενώ χρησιμοποιείται ως δείγμα ένα σύνολο ολλανδικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, ελέγχονται οι παρακάτω δύο βασικές υποθέσεις: H1: Η συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και του δανεισμού είναι θετική, ανεξάρτητα από τις διαφορετικές, κάθε φορά, αναπτυξιακές ευκαιρίες των εταιρειών, και H2: Η συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και του δανεισμού είναι αρνητική για εταιρείες με μεγάλες αναπτυξιακές ευκαιρίες και θετική για εταιρείες με μικρές αναπτυξιακές ευκαιρίες. Αναμένεται ότι η διαμόρφωση των δανειακών κεφαλαίων θα παραβλέπει τον αναπτυξιακό παράγοντα εάν η πρώτη υπόθεση(H1) αποδειχτεί σωστή. Διαφορετικά, η επίδραση των αναπτυξιακών



ευκαιριών θα κυριαρχήσει στο μοντέλο. Τέλος, εξετάζεται η επίδραση που έχει η κεφαλαιακή δομή μηδενικών δανειακών κεφαλαίων πάνω στην αξία της επιχείρησης.

Τα δεδομένα της συγκεκριμένης μελέτης συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων Compustat. Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκε ένα σύνολο από 203 ολλανδικές επιχειρήσεις περί τα τέλη Μαρτίου 2001. Εν συνεχεία, αποκλείστηκαν από το δείγμα οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς οι εταιρείες αυτές έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τη χρηματοοικονομική τους δομή από τις υπόλοιπες. Έτσι, το δείγμα μειώθηκε σε 176 επιχειρήσεις. Εν συνεχεία, αποκλείστηκαν οι εταιρείες με αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων (Tobin's Q) μεγαλύτερη από 6 ή μικρότερη από 0,16, γεγονός που περιόρισε το δείγμα στις 127 επιχειρήσεις.

Ο διαχωρισμός του δείγματος σε εταιρείες με σημαντικές ή περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες γίνεται με βάση το δείκτη P/E, ακολουθώντας τη μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν οι McConnell και Servaes (1995) για να διαχωρίσουν ένα σύνολο αμερικάνικων επιχειρήσεων με βάση τις αναπτυξιακές τους δυνατότητες. Η πρώτη κατηγορία εταιρειών (υψηλής ανάπτυξης) αποτελεί το 1/3 του δείγματος με το υψηλότερο P/E, ενώ η δεύτερη κατηγορία εταιρειών (χαμηλής ανάπτυξης) αποτελεί το 1/3 του δείγματος με το χαμηλότερο P/E. Έτσι, προκύπτουν δύο υποσύνολα από 42 επιχειρήσεις το καθένα.

Για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ της αξίας της εταιρείας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης διενεργούνται κάποιες γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται είναι η αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων (Tobin's Q) ως εξαρτημένη μεταβλητή, καθώς επίσης η συνολική αξία των δανειακών κεφαλαίων προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων (total debt to assets ratio), το περιθώριο κέρδους προ φόρων (pre-tax profit margin), ο φορολογικός συντελεστής (tax rate), οι κεφαλαιακές δαπάνες προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων (capital expenditures to total asset ratio) και η συνολική αξία των ενεργητικών στοιχείων (total assets) ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Οι παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές, με εξαίρεση τη συνολική αξία των δανειακών κεφαλαίων προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων, χρησιμοποιούνται ως "control variables". Μάλιστα, στα πλαίσια της στατιστικής αυτής ανάλυσης, λαμβάνεται υπόψη η ετεροσκεδαστικότητα που υπάρχει μεταξύ των εταιρειών (White Heteroskedasticity- Consistent method) για την εξαγωγή των όποιων συμπερασμάτων.

Εν συνεχεία, η έρευνα αυτή επαναλαμβάνει τις παραπάνω παλινδρομήσεις, αφού όμως πρώτα διαχωρίσει το δανεισμό των εταιρειών σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο. Έτσι, ως ανεξάρτητες μεταβλητές εμφανίζονται ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων(current debt to assets ratio) και ο μακροπρόθεσμος δανεισμός προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων(long-term debt to assets ratio), έναντι του συνολικού δανεισμού προς την αξία των ενεργητικών στοιχείων(total debt to assets ratio). Τέλος, η μελέτη, προκειμένου να εξετάσει την επίδραση που έχει ο μηδενικός δανεισμός πάνω στην αξία της επιχείρησης, εισαγάγει στην παλινδρόμηση μια επιπλέον μεταβλητή μηδενικού δανεισμού(dummy variable of zero-debt). Η ανεξάρτητη αυτή μεταβλητή ορίζεται να ισούται με 1 αν η αναλογία του μακροπρόθεσμου προς το συνολικό δανεισμό της εταιρείας είναι μικρότερη του 1%, διαφορετικά η μεταβλητή αυτή λαμβάνει την τιμή 0.

Τα εμπειρικά τεστ που εφαρμόζονται παρέχουν μικρή υποστήριξη στο μοντέλο του Ross(1977), σύμφωνα με το οποίο η αξία της επιχείρησης αυξάνεται με το δανεισμό, καθώς ο αυξημένος δανεισμός επηρεάζει θετικά την αντίληψη της αγοράς για την αξία της εταιρείας. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, ο μάνατζερ θα μεγιστοποιήσει την αξία της εταιρείας επιλέγοντας τα υψηλότερα δυνατά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων. Ωστόσο, τα εμπειρικά τεστ της μελέτης παρέχουν μικρή υποστήριξη στη θετική αυτή συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και αξίας της επιχείρησης. Επίσης, τα αποτελέσματα της μελέτης αποτυγχάνουν να υποστηρίξουν και τη δεύτερη εξεταζόμενη υπόθεση, όπου οι δυνατότητες ανάπτυξης των εταιρειών επηρεάζουν τη συσχέτιση μεταξύ αξίας επιχείρησης και δανεισμού. Ο στενές σχέσεις μεταξύ τραπεζών και εταιρειών αποτελούν έναν από τους λόγους που ο δανεισμός δεν επηρεάζει την αξία της εταιρείας. Τέλος, παρατηρείται ότι η εταιρική αξία αυξάνεται αν η επιχείρηση επιλέξει κεφαλαιακή δομή μηδενικών δανειακών κεφαλαίων.

Το δεύτερο άρθρο, στο οποίο θα βασιστώ για την εκπόνηση της εργασίας μου, είναι το εξής: *“Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis”* των Pablo de Andres Alonso, Felix J. Lopez Iturriaga και Juan A. Rodriguez Sanz(Working Paper). Το συγκεκριμένο άρθρο αναφέρεται στην επίδραση που έχουν ο δανεισμός και τα μερίσματα στην αξία της επιχείρησης, δεδομένης της παρουσίας ή απουσίας επενδυτικών ευκαιριών για τις εταιρείες.

Συγκεκριμένα, αυτό το άρθρο εξετάζει τις επιδράσεις του δανεισμού και των μερισμάτων σε ένα δείγμα από 101 ισπανικές επιχειρήσεις και για την περίοδο 1991-1995, σχηματίζοντας ένα “panel data model” από 505 παρατηρήσεις. Αν και ο

αριθμός των εταιρειών δεν είναι μεγάλος, οι συμπεριλαμβανόμενες εταιρείες-που είναι μεσαίου και μεγάλου μεγέθους, σε σχέση με τον μέσο όρο των ισπανικών εταιρειών- αποτελούν τις πιο αντιπροσωπευτικές των ισπανικών κεφαλαιαγορών. Οι δύο πρώτες υποθέσεις προς εξέταση του άρθρου είναι οι εξής: Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δανεισμού και των μερισμάτων με την αξία της επιχείρησης, όταν οι εταιρείες έχουν αυξημένες επενδυτικές ευκαιρίες. Οι δύο αυτές υποθέσεις απορρέουν από το πρόβλημα της υποεπένδυσης που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οι παραπάνω εταιρείες σε περίπτωση υπερβολικού δανεισμού και υψηλών μερισμάτων. Οι δύο επόμενες υποθέσεις προς εξέταση είναι οι εξής: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του δανεισμού και των μερισμάτων με την αξία της επιχείρησης, όταν οι εταιρείες δεν έχουν κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες. Οι υποθέσεις αυτές απορρέουν από το πρόβλημα της υπερεπένδυσης ή της κατασπατάλησης των πλεοναζόντων πόρων, το οποίο ανακύπτει σε περίπτωση χαμηλού δανεισμού και σφιχτής μερισματικής πολιτικής από τις εν λόγω εταιρείες.

Καταρχάς, το συγκεκριμένο άρθρο χρησιμοποιεί το δείκτη P/E( Price-earning ratio) για το διαχωρισμό των εταιρειών σε εταιρείες με υψηλές ή χαμηλές επενδυτικές ευκαιρίες. Όσο υψηλότερος αυτός ο δείκτης, τόσο μικρότερη η αξία της επιχείρησης που απορρέει από τα στοιχεία του ενεργητικού της και άρα τόσο μεγαλύτερη η επίδραση των επενδυτικών ευκαιριών στην αξία των εταιρειών. Έτσι, οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης αποτελούν το 1/3 του δείγματος με το υψηλότερο P/E, ενώ οι εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης αποτελούν το 1/3 του δείγματος με το χαμηλότερο P/E. Στα πλαίσια του στατιστικού μοντέλου(Panel data model), ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η αξία της επιχείρησης, ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται το επίπεδο του δανεισμού και η μερισματική πολιτική των εταιρειών. Το επίπεδο του δανεισμού ορίζεται ως “Συνολικός δανεισμός/ Σύνολο ενεργητικών στοιχείων”, η μερισματική πολιτική ως “Μέρισμα/ Σύνολο ενεργητικών στοιχείων”, ενώ η αξία της επιχείρησης ορίζεται ως “Αγοραία αξία των ενεργητικών στοιχείων/ Λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”. Παράλληλα, εισάγεται στο μοντέλο το μέγεθος των εταιρειών-το οποίο ορίζεται ως ο λογάριθμος της αγοραίας αξίας των ενεργητικών στοιχείων της εταιρείας(LOGMV)- ως επιπλέον ανεξάρτητη μεταβλητή(control variable), προκειμένου να απομονώσει την επίδραση που ασκεί στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Εν συνεχεία, το άρθρο σχηματίζει ένα πολυμεταβλητό μοντέλο παλινδρόμησης, το οποίο περιλαμβάνει τις προαναφερθείσες μεταβλητές. Αυτό το

μοντέλο μπορεί να εκφραστεί με την ακόλουθη εξίσωση, όπου το  $i$  αναφέρεται στην εταιρεία και το  $t$  στο έτος ( $i = 1...101$ ;  $t = 1991...1995$ ):  $Q_{it} = \alpha_i + \beta_1 DTA_{it} + \beta_2 DIVTA_{it} + \beta_3 LOGMV_{it} + \varepsilon_{it}$ . Ο έλεγχος πραγματοποιείται, μέσω του παραπάνω μοντέλου, για καθένα από τα δύο υποσύνολα εταιρειών (με υψηλές ή περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες). Δύο είναι οι λόγοι επιλογής του παραπάνω μοντέλου. Καταρχάς, η συγκεκριμένη μέθοδος επιτρέπει τον έλεγχο της μη παρατηρούμενης σταθερής ετερογένειας που υπάρχει μεταξύ των εταιρειών. Παράλληλα, ο δυναμικός χαρακτήρας του μοντέλου επιτρέπει τον έλεγχο των μακροπρόθεσμων αλληλεπιδράσεων που ασκούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές στην εξαρτημένη.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τον παραπάνω έλεγχο ουσιαστικά συμβαδίζουν με τις υποθέσεις που έχουν διατυπωθεί για τις επιδράσεις του δανεισμού και της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης. Όσον αφορά το δανεισμό, η μεταβλητή αυτή γίνεται ιδιαίτερα σημαντική σε επιχειρήσεις με κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια, επηρεάζοντας αρνητικά την αξία των εταιρειών, ενώ στην αντίθετη περίπτωση ο δανεισμός επηρεάζει θετικά την αξία της επιχείρησης, αλλά μειώνεται η σημαντικότητα της μεταβλητής. Αναφορικά με την επίδραση των μερισμάτων, όταν οι εταιρείες δεν έχουν επενδυτικές ευκαιρίες, ο παράγοντας αυτός είναι στατιστικά σημαντικός και θετικά συσχετιζόμενος με την εξαρτημένη μεταβλητή. Στην αντίθετη περίπτωση, τα μερίσματα δεν έχουν σημαντική επίδραση στην αξία των εταιρειών. Απόρροια των παραπάνω είναι ότι ο δανεισμός και η μερισματική πολιτική αποτελούν εναλλακτικούς και όχι συμπληρωματικούς τρόπους ελέγχου της συμπεριφοράς των μάνατζερς και επηρεασμού της αξίας της επιχείρησης. Τέλος, το μέγεθος των εταιρειών εμφανίζεται να είναι στατιστικά σημαντικό και θετικά συσχετιζόμενο με την εξαρτημένη μεταβλητή σε όλες τις εκτιμήσεις. Αυτό βασίζεται, κατά κύριο λόγο, στην ασύμμετρη πληροφόρηση, κατά την οποία οι μεγάλες εταιρείες έχουν καλύτερη φήμη στην αγορά από τις μικρές.

Τέλος, το συγκεκριμένο άρθρο, προκειμένου να ελέγξει τη σημαντικότητα των παραπάνω αποτελεσμάτων, πραγματοποιεί μια ανάλυση ευαισθησίας, η οποία αποτελείται από τρεις διαφορετικούς ελέγχους: 1) αλλαγή του εξεταζόμενου δείγματος, 2) ενσωμάτωση στο μοντέλο κάποιων ειδικών χαρακτηριστικών των βιομηχανιών και 3) εναλλακτικό καθορισμό των επενδυτικών ευκαιριών. Ο πρώτος έλεγχος επιτυγχάνεται με την αφαίρεση των κρατικών εταιρειών από το εξεταζόμενο δείγμα, καθώς οι εταιρείες αυτές ενδέχεται να έχουν κοινωφελή και μη κερδοσκοπικά συμφέροντα ή μονοπωλιακό χαρακτήρα. Ο δεύτερος έλεγχος πραγματοποιείται με

την εισαγωγή στο μοντέλο ενός συνόλου από “dummy variables”, προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ετερογένεια που υπάρχει μεταξύ των διαφόρων βιομηχανιών(οι διάφορες βιομηχανίες μπορεί να βρίσκονται σε διαφορετική θέση του οικονομικού κύκλου και να αντιμετωπίζουν διαφορετικές νομοθετικές ρυθμίσεις). Ο τρίτος έλεγχος επιτυγχάνεται με τον εναλλακτικό ορισμό των επενδυτικών ευκαιριών ως “αγοραία προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων” και ως “ρυθμός αύξησης των πωλήσεων”, καθώς οι εταιρείες μεγάλης ανάπτυξης αναμένεται να έχουν υψηλή αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων(έναντι της αντίστοιχης λογιστικής) και υψηλό ρυθμό αύξησης πωλήσεων, και αντιστρόφως. Εν συνεχεία, επαναλαμβάνονται οι παλινδρομήσεις στα πλαίσια καθενός από τους παραπάνω ελέγχους και προκύπτουν τα ίδια αποτελέσματα, γεγονός που πιστοποιεί τη σημαντικότητα και εγκυρότητα των αρχικών συμπερασμάτων.

## **7.2: Καθορισμός εξεταζόμενου δείγματος**

Όπως προαναφέρθηκε, το δείγμα που θα χρησιμοποιηθεί, στα πλαίσια της στατιστικής ανάλυσης για καθένα από τα εξεταζόμενα έτη 2000, 2001 και 2002, αποτελείται από ελληνικές εισηγμένες στο Χ.Α.Α εταιρείες. Ωστόσο, από το σύνολο των παραπάνω εταιρειών εξαιρούνται οι τράπεζες, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι εταιρείες επενδύσεων, οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι εταιρείες συμμετοχών για λόγους συγκρισιμότητας. Οι εν λόγω εταιρείες χρηματοδοτούνται με διαφορετικά κριτήρια από τις υπόλοιπες, με αποτέλεσμα να χαρακτηρίζονται από μια ιδιαίτερη χρηματοδοτική πολιτική. Συνεπώς, μια ενδεχόμενη συμμετοχή τους στο εξεταζόμενο δείγμα θα μπορούσε να οδηγήσει την έρευνα σε μη αντιπροσωπευτικά αποτελέσματα και λανθασμένα συμπεράσματα.

Επιπλέον, ένα άλλο κριτήριο καθορισμού του δείγματος είναι η κερδοφορία που θα πρέπει να παρουσιάζουν οι εταιρείες κατά το εξεταζόμενο κάθε φορά έτος. Συγκεκριμένα, έχω αποκλείσει όλες τις εταιρείες που παρουσιάζουν ζημία ή πολύ χαμηλά επίπεδα κερδών, καθώς τα τελευταία αναμένεται να οδηγήσουν σε υπερβολικά υψηλό P/E για την εταιρεία. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για το διαχωρισμό των εταιρειών σε εταιρείες με σημαντικές ή περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Γι'αυτό το λόγο έχω επιλέξει εταιρείες με ικανοποιητικά επίπεδα κερδών,

προκειμένου να αποφύγω τις ακραίες τιμές που μπορεί να λάβει η παραπάνω μεταβλητή και παράλληλα να λάβω δύο αντιπροσωπευτικά υποσύνολα εταιρειών για κάθε έτος.

Βασιζόμενος στα παραπάνω κριτήρια, το εξεταζόμενο δείγμα αποτελείται από 154 εισηγμένες εταιρείες για το έτος 2000 και από 174 εταιρείες για τα έτη 2001 και 2002. Με βάση τα αριθμητικά δεδομένα των παραπάνω εταιρειών θα προσδιοριστούν οι μεταβλητές της στατιστικής μεθοδολογίας που θα εφαρμόσω. Η κύρια πηγή συλλογής στοιχείων για τις εταιρείες του δείγματος είναι το Finance. Μέσω του οικονομικού αυτού προγράμματος, έχω συλλέξει όλα τα αριθμητικά δεδομένα που απαιτούνται για να πραγματοποιήσω τις γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις, στις οποίες θα αναφερθώ αναλυτικά στη συνέχεια. Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι το δείγμα αποτελείται από τις πλέον αντιπροσωπευτικές και κερδοφόρες εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου, γεγονός που αυξάνει τη σημαντικότητα και εγκυρότητα των όποιων τελικών συμπερασμάτων.

### **7.3: Υποθέσεις προς εξέταση**

Όπως προαναφέρθηκε, σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να προσδιοριστεί το είδος και η σημαντικότητα της επίδρασης του δανεισμού και των μερισμάτων πάνω στην αξία της επιχείρησης, όταν αυτή έχει σημαντικές ή περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες. Συνεπώς, οι υποθέσεις προς εξέταση της εργασίας διαμορφώνονται ως εξής:

H1: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και αξίας της εταιρείας, όταν οι εταιρείες έχουν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες.

H2: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας της εταιρείας, όταν οι εταιρείες έχουν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες.

H3: Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και αξίας της εταιρείας, όταν οι εταιρείες έχουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

H4: Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας της εταιρείας, όταν οι εταιρείες έχουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Οι παραπάνω υποθέσεις βασίζονται στο σύνολο των θεωρητικών προσεγγίσεων και αντίστοιχων εμπειρικών ερευνών, καθώς επίσης και στο περιεχόμενο των δύο άρθρων που προανέφερα. Με βάση τη θεωρητική θεμελίωση

και διεθνή εμπειρία, οι παραπάνω υποθέσεις αναμένεται να βρίσκουν στήριξη και στην ελληνική πραγματικότητα, χωρίς όμως αυτό να θεωρείται απόλυτο. Οι ιδιαίτεροι στόχοι των εταιρειών, το νομοθετικό και φορολογικό πλαίσιο στο οποίο δραστηριοποιούνται, η χρηματοοικονομική τους ευελιξία και οι πληροφορίες που επιθυμούν να μεταβιβάσουν στο επενδυτικό κοινό μπορούν να διαμορφώσουν μια εταιρική χρηματοδοτική πολιτική, η οποία να απορρίπτει τις παραπάνω εξεταζόμενες υποθέσεις. Ουσιαστικά, οι υποθέσεις αυτές δίνουν μια πρώτη τάξεως ευκαιρία να διαπιστώσουμε το αν οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν σε κάποιο βαθμό τη χρηματοδοτική πολιτική ενός αντιπροσωπευτικού συνόλου ελληνικών εταιρειών, επιτρέποντας παράλληλα τη σύγκριση με τις επιλογές χρηματοδότησης των εταιρειών άλλων χωρών.

#### **7.4: Καθορισμός μεταβλητών**

Πριν προχωρήσω στον καθορισμό της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών της στατιστικής ανάλυσης που θα επακολουθήσει, θα αναφερθώ αρχικά στο διαχωρισμό των εταιρειών του δείγματος με βάση τις επενδυτικές τους δυνατότητες. Ο διαχωρισμός των εταιρειών θα πραγματοποιηθεί μέσω της μεταβλητής P/E. Ο αριθμητής αυτής της μεταβλητής- η τιμή της μετοχής(P)- υποδεικνύει την ικανότητα της επιχείρησης για δημιουργία μελλοντικών χρηματοροών, δηλαδή αντιπροσωπεύει τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες αυτής. Από την άλλη, τα κέρδη ανά μετοχή(E) αντιπροσωπεύουν αξία για την εταιρεία, η οποία προέρχεται από τα ήδη υπάρχοντα ενεργητικά της στοιχεία. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερο το P/E της εταιρείας, τόσο μεγαλύτερη είναι η επίδραση των επενδυτικών ευκαιριών στην αξία της και αντιστρόφως.

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας, θα θεωρήσω ως εταιρείες με σημαντικά επενδυτικά plána το 1/2 των εταιρειών του δείγματος με το υψηλότερο P/E, και ως εταιρείες με περιορισμένα επενδυτικά plána το 1/2 των εταιρειών του δείγματος με το χαμηλότερο P/E για καθένα από τα εξεταζόμενα έτη. Μάλιστα, η συγκεκριμένη τιμή του δείκτη για κάθε εταιρεία θα λαμβάνεται ως ο μέσος όρος των τιμών του P/E που έχει η εταιρεία στην αρχή και στο τέλος του κάθε έτους. Συγκεκριμένα, για το έτος 2000 προκύπτουν 77 εταιρείες με σημαντικές

αναπτυξιακές ευκαιρίες και 77 με περιορισμένες, ενώ αντίστοιχα για τα έτη 2001 και 2002 ο αριθμός σε καθένα από τα δύο υποσύνολα εταιρειών ανέρχεται στις 87 εταιρείες. Φυσικά, προκειμένου να ελεγχθούν οι εξεταζόμενες υποθέσεις, η στατιστική ανάλυση θα πρέπει να πραγματοποιηθεί για καθένα από τα δύο υποσύνολα εταιρειών και για κάθε έτος.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή θα χρησιμοποιήσω την αξία της εταιρείας, η οποία ορίζεται ως η “αγοραία προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων”(market to book equity ratio). Ως ανεξάρτητες μεταβλητές θα χρησιμοποιηθούν ο δανεισμός που ορίζεται ως η “συνολική αξία των δανειακών κεφαλαίων προς τη λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(total debt to total assets), και τα μερίσματα που ορίζονται ως η “αξία των μερισμάτων προς τη λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(dividends to total assets). Οι εκτιμήσεις των παραμέτρων των δύο αυτών ανεξάρτητων μεταβλητών θα μου υποδείξουν τη συσχέτιση που αναπτύσσεται μεταξύ αυτών και της εξαρτημένης μεταβλητής, ενώ θα με οδηγήσουν-δεδομένης της ύπαρξης στατιστικής σημαντικότητας- και στην αποδοχή ή απόρριψη των αντίστοιχων υποθέσεων προς εξέταση.

Παράλληλα, ως επιπλέον ανεξάρτητες μεταβλητές θα χρησιμοποιηθούν το μέγεθος της εταιρείας, το οποίο ορίζεται ως ο λογάριθμος των πωλήσεων( $\log(\text{sales})$ ), καθώς επίσης και η κερδοφορία των εταιρειών, η οποία ορίζεται ως “κέρδη προ φόρων προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(profits to total assets). Οι ανεξάρτητες αυτές μεταβλητές θα χρησιμοποιηθούν ως “control variables”, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εκτιμήσεις των παραμέτρων τους δε θα οδηγήσουν στην αποδοχή ή απόρριψη των εξεταζόμενων υποθέσεων. Δηλαδή, η επίδραση που έχουν το μέγεθος και η κερδοφορία στην αξία της επιχείρησης δεν σχετίζεται άμεσα με τον αντικειμενικό σκοπό της μελέτης αυτής. Ωστόσο, οι δύο αυτές μεταβλητές αντιπροσωπεύουν επιπλέον παράγοντες που δημιουργούν αξία σε μια εταιρεία, με αποτέλεσμα η χρησιμοποίησή τους να συμβάλλει στην επίτευξη περισσότερο αντιπροσωπευτικών αποτελεσμάτων για την επίδραση του δανεισμού και των μερισμάτων πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή.



## 7.5: Μεθοδολογία

Προκειμένου να εξετάσω τη σχέση που αναπτύσσεται μεταξύ της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών, θα προχωρήσω σε γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις για καθένα από τα δύο υποσύνολα εταιρειών και για τα έτη 2000, 2001 και 2002. Για την εκτίμηση των παραμέτρων των μεταβλητών θα χρησιμοποιήσω τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, ενώ παράλληλα θα λάβω υπόψη την ετεροσκεδαστικότητα που υπάρχει μεταξύ των εταιρειών σε τέτοιου είδους αναλύσεις(εφαρμόζοντας “White Heteroscedasticity- Consistent method”). Η διαστρωματική αυτή ανάλυση θα μου επιτρέψει να βγάλω συμπεράσματα για τις συσχετίσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των μεταβλητών για κάθε έτος ξεχωριστά και για διαφορετικά δείγματα κάθε έτος. Η ανομοιογένεια αυτή του δείγματος οφείλεται στο ότι κάποιες εταιρείες παρουσίασαν ζημίες σε κάποια από τα τρία αυτά έτη ή εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο σε μεταγενέστερα του 2000 έτη.

Οι παραπάνω γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις μπορούν να εκφραστούν με την ακόλουθη εξίσωση:

$$Q = \alpha_0 + \beta_1 DTA + \beta_2 DIVTA + \beta_3 LOGSALES + \beta_4 PROFTA + \varepsilon,$$

όπου  $Q$  = market to book value of equity,  $DTA$  = total debt to total assets,  $DIVTA$  = dividends to total assets,  $LOGSALES$  = μέγεθος της εταιρείας και  $PROFTA$  = profits to total assets.

Στα πλαίσια του συνόλου εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες, αν το  $\beta_1$  προκύψει θετικό, θα αποδεχθώ την πρώτη υπόθεση περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ δανεισμού και αξίας της εταιρείας, ενώ σε αντίθετη περίπτωση θα απορρίψω την εν λόγω υπόθεση. Επίσης, αν το  $\beta_2$  προκύψει θετικό, θα αποδεχθώ τη δεύτερη υπόθεση περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ μερισμάτων και αξίας της εταιρείας, ενώ διαφορετικά θα απορρίψω την υπόθεση αυτή. Από την άλλη, στα πλαίσια του συνόλου εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες, αν το  $\beta_1$  προκύψει θετικό, θα απορρίψω την τρίτη υπόθεση περί αρνητικής συσχέτισεως μεταξύ δανεισμού και αξίας της εταιρείας, ενώ σε αντίθετη περίπτωση θα αποδεχθώ την εν λόγω υπόθεση. Τέλος, αν το  $\beta_2$  προκύψει θετικό, θα απορρίψω την τέταρτη υπόθεση περί αρνητικής συσχέτισεως μεταξύ μερισμάτων και αξίας της εταιρείας, ενώ διαφορετικά θα αποδεχθώ την υπόθεση αυτή. Φυσικά, τα παραπάνω ισχύουν σε περίπτωση που οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές.

Όσον αφορά το μέγεθος της εταιρείας και την κερδοφορία, οι παράγοντες αυτοί έχουν συμπεριληφθεί στη μελέτη για να απομονώσουν την επίδραση που ασκούν πάνω στην αξία της επιχείρησης. Οι εκτιμήσεις για το είδος της επίδρασης που ασκεί το μέγεθος της εταιρείας στην εξαρτημένη μεταβλητή πηγάζουν από την άποψη ότι οι μεγάλες εταιρείες παρουσιάζουν μια καλύτερη εικόνα και έχουν καλύτερη φήμη στην αγορά από τις μικρές εταιρείες. Με βάση την ασύμμετρη αυτή πληροφόρηση, προβλέπεται θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους εταιρείας και εξαρτημένης μεταβλητής ( $\beta_3 > 0$ ), ανεξαρτήτως παρουσίας ή απουσίας επενδυτικών ευκαιριών. Όσον αφορά την κερδοφορία, προβλέπεται επίσης θετική συσχέτιση μεταξύ κερδών και αξίας όλων των εταιρειών ( $\beta_4 > 0$ ), η οποία πηγάζει από το γεγονός ότι η αύξηση των κερδών συνεπάγεται αύξηση των ιδίων κεφαλαίων για την εταιρεία και συνεπώς αύξηση της αξίας της.

Δύο είναι οι λόγοι επιλογής της παραπάνω στατιστικής ανάλυσης. Καταρχάς, η συγκεκριμένη μέθοδος επιτρέπει τον έλεγχο της μη παρατηρούμενης σταθερής ετερογένειας που υπάρχει μεταξύ των εταιρειών, καθώς κάθε εταιρεία έχει τις δικές της ιδιαιτερότητες, μοναδικό τρόπο διαχείρισης και ξεχωριστή εικόνα που παρουσιάζει στην αγορά. Τα παραπάνω στοιχεία μπορούν να επηρεάσουν με ποικίλους τρόπους τη χρηματοδοτική πολιτική των εταιρειών και να διαστρεβλώσουν τα αποτελέσματα μιας έρευνας που δε λαμβάνει υπόψη την ετερογένεια αυτή. Επίσης, η εν λόγω ανάλυση επιτρέπει την εξέταση του είδους και της σημαντικότητας της επίδρασης που έχουν οι ανεξάρτητες μεταβλητές στην εξαρτημένη από έτος σε έτος. Συγκεκριμένα, καθορίζεται το αν ο δανεισμός και τα μερίσματα παραμένουν το ίδιο σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της αξίας των εταιρειών για το διάστημα των τριών ετών ή αν υπάρχουν μεταβολές στο είδος και τη σημαντικότητα της επίδρασης. Τέλος, η μελέτη αυτή θα δώσει αποτελέσματα συγκρίσιμα με εκείνα άλλων αντίστοιχων εμπειρικών ερευνών.

## Κεφάλαιο 8: Αποτελέσματα μελέτης

Πριν προχωρήσω στα αποτελέσματα των γραμμικών διαστρωματικών παλινδρομήσεων, θα αναφερθώ περιληπτικά στην ερμηνεία κάποιων βασικών στατιστικών στοιχείων που εμφανίζονται στους πίνακες αποτελεσμάτων των παραπάνω παλινδρομήσεων. Από το μέγεθος και το πρόσημο που λαμβάνουν οι τιμές των στατιστικών αυτών στοιχείων μπορώ να συμπεράνω το είδος της συσχέτισης που αναπτύσσεται μεταξύ ανεξάρτητων και εξαρτημένης μεταβλητής, το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας των μεταβλητών, καθώς και το επίπεδο επεξηγηματικότητας του μοντέλου μου. Συνεπώς, μια σύντομη αναφορά και περιγραφή των παραπάνω στοιχείων κρίνεται ως απαραίτητη για την ανάλυση που θα ακολουθήσει.

Καταρχάς, η στήλη με τον τίτλο “Coefficient” απεικονίζει τους εκτιμώμενους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου. Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας, οι εκτιμώμενοι συντελεστές έχουν υπολογιστεί με τη βοήθεια της μεθόδου εκτιμήσεως των ελαχίστων τετραγώνων, αφού πρώτα έχει ληφθεί υπόψη και η ετερογένεια που αναπτύσσεται μεταξύ των εταιρειών (White Heteroskedasticity- Consistent method). Μάλιστα, για τα απλά γραμμικά μοντέλα, οι παραπάνω συντελεστές μετράνε την οριακή συνεισφορά της ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη, δεδομένου ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές παραμένουν σταθερές. Επιπλέον, ο συντελεστής της σταθεράς  $C$  της παλινδρόμησης αποτελεί το βασικό επίπεδο πρόβλεψης, όταν όλες οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές παίρνουν την τιμή 0.

Η στήλη “Std. Error” αναφέρει τα εκτιμώμενα τυπικά σφάλματα των τιμών που λαμβάνουν οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Τα τυπικά αυτά σφάλματα μετράνε την στατιστική αξιοπιστία των εκτιμώμενων συντελεστών- όσο μεγαλύτερα τα τυπικά σφάλματα, τόσο μεγαλύτερη η απόκλιση των εκτιμήσεων από την πραγματικότητα. Εάν τα σφάλματα κατανομούνται κανονικά, υπάρχει 66% πιθανότητα ο πραγματικός συντελεστής παλινδρόμησης να λαμβάνει την εκτιμώμενη τιμή με απόκλιση ενός τυπικού σφάλματος και 95% πιθανότητα να λαμβάνει την εκτιμώμενη τιμή με απόκλιση δύο τυπικών σφαλμάτων.

Το  $t$ -statistic, το οποίο υπολογίζεται ως ο λόγος ενός εκτιμώμενου συντελεστή προς το τυπικό σφάλμα του, χρησιμοποιείται για να ελέγξει την υπόθεση ότι ένας

συντελεστής ισούται με το 0. Προκειμένου να ερμηνεύσει κανείς το t-statistic, θα πρέπει να εξετάσει την πιθανότητα παρατήρησης του t-statistic δεδομένου ότι ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής ισούται με 0. Η τελευταία στήλη του πίνακα αποτελεσμάτων( με τον τίτλο “Prob”) δείχνει την πιθανότητα να λάβουμε ένα t-statistic τόσο ακραίο όσο αυτό που πραγματικά παρατηρείται, υπό την υπόθεση ότι τα τυπικά σφάλματα κατανέμονται κανονικά ή οι εκτιμώμενοι συντελεστές κατανέμονται ασυμπτωτικά κανονικά.

Η παραπάνω πιθανότητα είναι επίσης γνωστή ως p-value ή ως οριακό επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Γνωρίζοντας το p-value, μπορεί κάποιος άμεσα να απορρίψει ή να αποδεχθεί την υπόθεση ότι ο πραγματικός συντελεστής είναι 0, έναντι δύο εναλλακτικών επιλογών με βάση τις οποίες ο πραγματικός συντελεστής λαμβάνει θετική ή αρνητική τιμή. Για παράδειγμα, αν κάποιος πραγματοποιεί τον έλεγχο με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, ένα p-value χαμηλότερο του 5% τον οδηγεί σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης( $H_0$ ) περί μηδενικού συντελεστή. Τέλος, σε περίπτωση που κάποιος ελέγχει την μηδενική υπόθεση έναντι μόνο μίας εναλλακτικής επιλογής(κατά την οποία ο συντελεστής λαμβάνει είτε θετική είτε αρνητική τιμή), το σωστό p-value αποτελεί το  $\frac{1}{2}$  αυτού που προκύπτει από το EViews.

Τέλος, το R-squared μετρά την επιτυχία της παλινδρόμησης στο να προβλέψει τις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής με τη βοήθεια ενός συγκεκριμένου δείγματος. Δηλαδή, το R-squared μπορεί να ερμηνευθεί ως ο βαθμός στον οποίο η διακύμανση στις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής απορρέει από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Το στατιστικό αυτό στοιχείο θα ισούται με τη 1 αν οι ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν απόλυτα τις μεταβολές στην τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής, ενώ θα ισούται με 0 αν οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν ασκούν καμία επίδραση στην εξαρτημένη. Μάλιστα, το στατιστικό αυτό στοιχείο μπορεί να λάβει αρνητική τιμή σε περίπτωση που η παλινδρόμηση δεν περιέχει σταθερό όρο ή επιβάλλει κάποιους περιορισμούς για τους συντελεστές των μεταβλητών.

## 8.1: Αποτελέσματα 2000

Για το έτος 2000 πραγματοποίησα δύο γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις, για καθένα από τα δύο υποσύνολα εταιρειών. Όπως προαναφέρθηκε, ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε η αξία της εταιρείας και ως ανεξάρτητες ο δανεισμός, τα μερίσματα, το μέγεθος και η κερδοφορία των εταιρειών. Για το σύνολο των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:24				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.451157	5.252182	0.847487	0.3995
Debt	9.764746	2.774646	3.519276	0.0008
Dividends	23.31317	34.34962	0.678702	0.4995
Size	-1.280366	0.924898	-1.384333	0.1705
Profits	38.65302	11.70581	3.302039	0.0015
R-squared	0.610809	Mean dependent var		3.888190
Adjusted R-squared	0.589188	S.D. dependent var		5.053398
S.E. of regression	3.238957	Akaike info criterion		5.251111
Sum squared resid	755.3407	Schwarz criterion		5.403306
Log likelihood	-197.1678	F-statistic		28.24984
Durbin-Watson stat	1.331207	Prob(F-statistic)		0.000000

Όσον αφορά το δανεισμό, παρατηρείται μια θετική συσχέτιση της μεταβλητής με την αξία της επιχείρησης, αφού ο εκτιμώμενος συντελεστής της ανεξάρτητης αυτής μεταβλητής λαμβάνει την τιμή 9,764. Παράλληλα, το αντίστοιχο p-value είναι σημαντικά χαμηλότερο του 5% ενώ και το t-statistic λαμβάνει την τιμή 3,51, γεγονός που πιστοποιεί τη στατιστική σημαντικότητα του δανεισμού ως παράγοντα επιρροής της εξαρτημένης μεταβλητής. Παράλληλα, παρατηρείται μια θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και της εξαρτημένης μεταβλητής, αφού ο αντίστοιχος εκτιμώμενος συντελεστής παίρνει την τιμή 23,313. Ωστόσο, η θετική αυτή συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών χαρακτηρίζεται από έλλειψη στατιστικής σημαντικότητας, αφού το αντίστοιχο p-value ανέρχεται σε 49,95% και το t-statistic σε 0,67. Οι παραπάνω παρατηρήσεις οδηγούν στην αποδοχή της πρώτης εξεταζόμενης υποθέσεως(H1), περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ δανεισμού και αξίας των εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης.

Αναφορικά με το μέγεθος των εταιρειών, παρατηρείται μια στατιστικά ασήμαντη αρνητική συσχέτιση της μεταβλητής με τη αξία των εταιρειών (p-value:17,05% και t-statistic:-1,38). Επιπλέον, παρατηρείται μια θετική συσχέτιση της κερδοφορίας με την εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία μάλιστα είναι και στατιστικά σημαντική(p-value: 0,0015 και t-statistic:3,30). Οι δύο αυτές επιπλέον ανεξάρτητες μεταβλητές συμβάλλουν καθοριστικά στην επίτευξη ενός υψηλού R-squared: 0,610, το οποίο επιβεβαιώνει ότι οι μεταβολές της αξίας των εταιρειών απορρέουν σε σημαντικό βαθμό από τις διακυμάνσεις στις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Παράλληλα, για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:29				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.250064	4.126924	1.029838	0.3065
Debt	6.267576	2.630794	2.382390	0.0198
Dividends	-42.71396	20.02357	-2.133184	0.0363
Size	-0.803058	0.602261	-1.333405	0.1866
Profits	70.84889	12.24986	5.783649	0.0000
R-squared	0.585639	Mean dependent var	3.723075	
Adjusted R-squared	0.562619	S.D. dependent var	3.571621	
S.E. of regression	2.362084	Akaike info criterion	4.619697	
Sum squared resid	401.7198	Schwarz criterion	4.771892	
Log likelihood	-172.8583	F-statistic	25.44039	
Durbin-Watson stat	1.994849	Prob(F-statistic)	0.000000	

Αναφορικά με το δανεισμό, ο εκτιμώμενος συντελεστής(6,267) υποδηλώνει τη θετική συσχέτιση που αναπτύσσει η μεταβλητή αυτή με την αξία των εταιρειών, ενώ τα p-value:1,98% και t-statistic:2,38 πιστοποιούν τη στατιστική σημαντικότητα της παραπάνω συσχέτισης. Επιπλέον, τα μερίσματα επηρεάζουν αρνητικά την εξαρτημένη μεταβλητή(αφού ο εκτιμώμενος συντελεστής λαμβάνει αρνητική τιμή), ενώ παράλληλα τα χαμηλά p-value: 3,63% και t-statistic: -2,13 επιβεβαιώνουν τη στατιστική σημαντικότητα της αρνητικής αυτής επίδρασης. Τα αποτελέσματα αυτά οδηγούν στην απόρριψη της τρίτης εξεταζόμενης υποθέσεως(H3), περί αρνητικής συσχέτισης μεταξύ δανεισμού και αξίας των εν λόγω εταιρειών, καθώς επίσης και στην αποδοχή της τέταρτης εξεταζόμενης υποθέσεως(H4), περί αρνητικής συσχέτισης μεταξύ μερισμάτων και εξαρτημένης μεταβλητής.

Όσον αφορά τις δύο “control variables”, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με τα αντίστοιχα του συνόλου εταιρειών με περιορισμένα επενδυτικά πλάνα. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μια στατιστικά ασήμαντη αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αξίας εταιρειών, καθώς επίσης και μια στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και εξαρτημένης μεταβλητής. Παράλληλα, το R-squared είναι και σε αυτή την περίπτωση υψηλό(58,56%), δεδομένου ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές αποτελούν στο σύνολό τους σημαντικούς παράγοντες διαμόρφωσης των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής.

Με βάση τα αποτελέσματα των δύο παλινδρομήσεων για το έτος 2000, προκύπτουν κάποια βασικά συμπεράσματα. Καταρχάς, ο δανεισμός επηρεάζει θετικά την αξία των εταιρειών, ανεξαρτήτως των επενδυτικών ευκαιριών και προκλήσεων που αυτές αντιμετωπίζουν. Αυτό οφείλεται στο ότι ο αυξημένος δανεισμός υποδηλώνει την ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα των εταιρειών, καθώς επίσης τα θετικά οικονομικά αποτελέσματα που αυτές παρουσιάζουν. Πιστοποιώντας την καλή χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών, η αύξηση των δανειακών κεφαλαίων οδηγεί τους επενδυτές σε αγορά των μετοχών και άρα σε αύξηση της αξίας των εν λόγω επιχειρήσεων.

Παράλληλα, τα μερίσματα επηρεάζουν αρνητικά την αξία των εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες, καθώς η διανομή μερισμάτων περιορίζει σημαντικά τους χρηματοοικονομικούς πόρους που προορίζονται για τη χρηματοδότηση επενδύσεων με θετική καθαρή παρούσα αξία. Έτσι, περιορίζονται οι δυνατότητες ανάπτυξης των εν λόγω εταιρειών, ενώ και οι επενδυτές αντιδρούν ανάλογα, πουλώντας ένα μέρος των μετοχών τους. Ωστόσο, δεν είναι σημαντική η επίδραση που έχουν τα μερίσματα στην αξία των εταιρειών με περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες, καθώς ο δανεισμός είναι εκείνος που κατά κύριο λόγο αποτρέπει τους μάνατζερς από τη χρηματοδότηση επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Αυτό οφείλεται στο ότι η εταιρεία δεν έχει καμία νομική υποχρέωση ως προς τη διανομή συγκεκριμένου μερίσματος κάθε έτος, ενώ αντιθέτως είναι υποχρεωμένη να καλύψει εμπρόθεσμα τις δανειακές της υποχρεώσεις, γεγονός που καθιστά το δανεισμό αποτελεσματικότερο μέσο αντιμετώπισης του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ επενδυτών και μάνατζερς.

Επίσης, είναι ασήμαντη η επίδραση που ασκεί το μέγεθος στην αξία των εταιρειών. Αυτό οφείλεται στο ότι οι επενδυτές δε πιστεύουν ότι η εταιρική επιτυχία

είναι συνάρτηση του μεγέθους των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, αναγνωρίζουν ότι και οι μεγάλες εταιρείες αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο χρηματοοικονομικών δυσκολιών και πτώχευσης, καθώς εκτός από υψηλά έσοδα έχουν επίσης υψηλά λειτουργικά κόστη και σημαντικές δανειακές υποχρεώσεις. Τέλος, η αυξημένη κερδοφορία επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών, καθώς αυξάνει το σύνολο των εταιρικών ιδίων κεφαλαίων, εξασφαλίζοντας τη μακρόχρονη επιβίωση και ευημερία των επιχειρήσεων.

## 8.2: Αποτελέσματα 2001

Αντίστοιχα, για το 2001 πραγματοποίησα δύο γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις για κάθε μια κατηγορία εταιρειών. Για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:32				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.143273	1.765768	-0.647465	0.5191
Debt	3.858342	0.802107	4.810259	0.0000
Dividends	2.142810	10.73818	0.199551	0.8423
Size	-0.060017	0.246175	-0.243799	0.8080
Profits	25.28175	6.100356	4.144308	0.0001
R-squared	0.809220	Mean dependent var	2.737897	
Adjusted R-squared	0.799914	S.D. dependent var	2.487126	
S.E. of regression	1.112517	Akaike info criterion	3.106881	
Sum squared resid	101.4909	Schwarz criterion	3.248600	
Log likelihood	-130.1493	F-statistic	86.95355	
Durbin-Watson stat	1.365303	Prob(F-statistic)	0.000000	

Όπως και για το έτος 2000, ο δανεισμός είναι θετικά συσχετιζόμενος με την αξία των εταιρειών, ενώ και η συσχέτιση αυτή είναι στατιστικά σημαντική αφού το p-value λαμβάνει σχεδόν μηδενική τιμή και το t-statistic την τιμή 4,81. Τα αποτελέσματα αυτά οδηγούν στην αποδοχή της πρώτης υπόθεσης προς εξέταση(H1). Επίσης, παρατηρείται μια θετική συσχέτιση των μερισμάτων με την εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική, αφού το p-value στην προκειμένη περίπτωση ανέρχεται σε 84,23% και το t-statistic σε 0,19. Η έλλειψη



αυτή στατιστικής σημαντικότητας δε μου επιτρέπει να αποδεχθώ τη δεύτερη εξεταζόμενη υπόθεση(H2), περί θετικής συσχέτισης μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης.

Παράλληλα, είναι φανερή μια ασήμαντη αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αξίας εταιρειών(p-value: 80,80% και t-statistic:-0,24), καθώς επίσης και μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και εταιρικής αξίας(p-value:0,01% και t-statistic:4,14). Τέλος, το πολύ υψηλό R-squared της τάξεως του 80,92% υποδηλώνει ότι, για το συγκεκριμένο δείγμα εταιρειών, οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν σε σημαντικό βαθμό τη διακύμανση στις τιμές της εξαρτημένης.

Για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:36				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.46277	5.804593	1.802498	0.0751
Debt	5.207129	1.405238	3.705514	0.0004
Dividends	-57.97778	32.35301	-1.792037	0.0768
Size	-1.542382	0.764282	-2.018079	0.0469
Profits	68.33146	20.44116	3.342838	0.0013
R-squared	0.421744	Mean dependent var	3.165552	
Adjusted R-squared	0.393537	S.D. dependent var	3.535338	
S.E. of regression	2.753171	Akaike info criterion	4.919137	
Sum squared resid	621.5560	Schwarz criterion	5.060856	
Log likelihood	-208.9825	F-statistic	14.95145	
Durbin-Watson stat	1.691500	Prob(F-statistic)	0.000000	

Αντίστοιχα με τις προηγούμενες εκτιμήσεις, είναι φανερή η σημαντική θετική επίδραση που ασκεί ο δανεισμός στην εξαρτημένη μεταβλητή, καθώς το p-value είναι της τάξεως του 0,04% και το t-statistic της τάξεως του 3,70, γεγονός που με οδηγεί στην απόρριψη της τρίτης υπόθεσης προς εξέταση(H3). Από την άλλη, τα μερίσματα αναπτύσσουν μια σημαντική αρνητική συσχέτιση με την αξία των εταιρειών. Δεδομένου ότι το αντίστοιχο p-value είναι της τάξεως του 7,68%, η ανεξάρτητη αυτή μεταβλητή είναι σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και όχι 5%. Ωστόσο, η παραπάνω τιμή του p-value μου επιτρέπει να αποδεχθώ την τέταρτη εξεταζόμενη υπόθεση(H4).

Παράλληλα, σε αντίθεση με τις προηγούμενες εκτιμήσεις, παρατηρείται μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αξίας εταιρειών (p-value: 4,69% και t-statistic:-2,01). Επίσης, όπως απορρέει από τον παραπάνω πίνακα αποτελεσμάτων, η κερδοφορία επηρεάζει θετικά και σημαντικά την εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου (p-value: 0,13% και t-statistic:3,34). Τέλος, η σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών υποστηρίζεται από ένα αρκετά ικανοποιητικό R-squared της τάξεως του 42,17%.

Με βάση τους πίνακες αποτελεσμάτων των δύο παλινδρομήσεων για το έτος 2001, καταλήγω στα ίδια με το 2000 συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση που έχουν ο δανεισμός και τα μερίσματα στην αξία των εταιρειών με περιορισμένες και σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Συγκεκριμένα, ο δανεισμός επηρεάζει θετικά την αξία όλων των εταιρειών, πιστοποιώντας τα ικανοποιητικά οικονομικά μεγέθη που αυτές παρουσιάζουν και οδηγώντας τους επενδυτές στην αγορά των αντίστοιχων μετοχών τους. Από την άλλη, τα μερίσματα δεν επηρεάζουν την αξία των εταιρειών με περιορισμένα επενδυτικά πλάνα, ενώ επηρεάζουν αρνητικά την αξία των εταιρειών με σημαντικές αναπτυξιακές ευκαιρίες, ουσιαστικά για τους λόγους που έχουν προαναφερθεί.

Παράλληλα, το μέγεθος των εταιρειών, σε αντίθεση με το σύνολο των θεωρητικών προσεγγίσεων και εμπειρικών ερευνών, εμφανίζεται να είναι αρνητικά συσχετιζόμενο με την αξία των εταιρειών που έχουν σημαντικές αναπτυξιακές ευκαιρίες, ενώ αντιθέτως δεν έχει καμία επίδραση στην αξία των εταιρειών με περιορισμένη ανάπτυξη. Οι επιδράσεις του παραπάνω παράγοντα οφείλονται στο γεγονός ότι η αύξηση των πωλήσεων για μια εταιρεία δε συνεπάγεται απαραίτητα βελτίωση της χρηματοοικονομικής της κατάστασης, καθώς τα αυξημένα κόστη (από την αύξηση της παραγωγής) δύνανται να υπερβούν τα επιπλέον έσοδα. Τέλος, η κερδοφορία, όπως και το 2000, επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος.

### 8.3: Αποτελέσματα 2002

Αντίστοιχα, για το 2002 πραγματοποιήσα δύο γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις για κάθε μια κατηγορία εταιρειών. Για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:39				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.575212	1.875660	-2.439254	0.0169
Debt	5.004801	1.409498	3.550767	0.0006
Dividends	48.26257	18.82295	2.564028	0.0122
Size	0.288165	0.247303	1.165232	0.2473
Profits	2.246905	6.316791	0.355704	0.7230
R-squared	0.719174	Mean dependent var		2.076416
Adjusted R-squared	0.705475	S.D. dependent var		2.907212
S.E. of regression	1.577749	Akaike info criterion		3.805629
Sum squared resid	204.1219	Schwarz criterion		3.947347
Log likelihood	-160.5448	F-statistic		52.49888
Durbin-Watson stat	1.749317	Prob(F-statistic)		0.000000

Αναφορικά με τα δανειακά κεφάλαια, παρατηρείται μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και εξαρτημένης μεταβλητής(p-value: 0,06% και t-statistic:3,55), γεγονός που οδηγεί στην αποδοχή της πρώτης εξεταζόμενης υπόθεσης(H1). Παρομοίως, τα μερίσματα αναπτύσσουν μια σημαντική θετική συσχέτιση με την αξία των εταιρειών(p-value: 1,22% και t-statistic:2,56), αποτέλεσμα που συμβάλλει στην αποδοχή και της δεύτερης εξεταζόμενης υπόθεσης(H2).

Παράλληλα, τόσο το μέγεθος όσο και η κερδοφορία δεν επηρεάζουν την αξία των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Το πολύ υψηλό p-value των δύο παραγόντων(24,73% για το μέγεθος και 72,30% για την κερδοφορία) αλλά και χαμηλό t-statistic(1,16 για το μέγεθος και 0,35 για την κερδοφορία) καθιστούν τις δύο αυτές μεταβλητές στατιστικά ασήμαντες. Τέλος, το R-squared της συγκεκριμένης εκτίμησης είναι αρκετά υψηλό, καθώς διαμορφώνεται στα επίπεδα του 71,91%.

Για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/04 Time: 20:47				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.156306	1.430827	2.205931	0.0302
Debt	2.470578	0.720609	3.428460	0.0010
Dividends	5.542886	18.65100	0.297190	0.7671
Size	-0.491711	0.193193	-2.545183	0.0128
Profits	28.65192	9.882882	2.899147	0.0048
R-squared	0.518509	Mean dependent var	1.775566	
Adjusted R-squared	0.495022	S.D. dependent var	1.622061	
S.E. of regression	1.152666	Akaike info criterion	3.177786	
Sum squared resid	108.9484	Schwarz criterion	3.319505	
Log likelihood	-133.2337	F-statistic	22.07609	
Durbin-Watson stat	1.690388	Prob(F-statistic)	0.000000	

Παρομοίως με τα προηγούμενα έτη, παρατηρείται μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του δανεισμού και της εξαρτημένης μεταβλητής(p-value: 0,10% και t-statistic:3,42), αποτέλεσμα που οδηγεί στην απόρριψη της τρίτης εξεταζόμενης υποθέσεως(H3). Σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη, τα μερίσματα αναπτύσσουν μια ασήμαντη θετική συσχέτιση με την αξία των εταιρειών. Το πολύ υψηλό p-value:76,71% και χαμηλό t-statistic:0,29 δε μου επιτρέπουν να υποστηρίξω κάποια εκ των εξεταζόμενων υποθέσεων.

Επίσης, ο πίνακας αποτελεσμάτων φανερώνει μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αξίας εταιρειών(p-value:1,28% και t-statistic:-2,54), καθώς επίσης και μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και εξαρτημένης μεταβλητής(p-value:0,48% και t-statistic:2,89). Τέλος, ο βαθμός στον οποίο οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν τη διακύμανση στις τιμές της εξαρτημένης είναι αρκετά ικανοποιητικός, αφού το R-squared είναι της τάξεως του 51,85%.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των δύο παλινδρομήσεων για το έτος 2002, μπορούν να εξαχθούν κάποια συμπεράσματα. Καταρχάς, ο δανεισμός συνεχίζει να ασκεί μια θετική επίδραση στην αξία όλων των εταιρειών, όπως και τα δύο προηγούμενα έτη, γεγονός που παρέχει εμπειρική υποστήριξη στο μοντέλο του Ross. Επηρεάζοντας θετικά την αντίληψη της αγοράς για την εταιρική αξία, ο δανεισμός

εμφανίζεται ως ένας από τους βασικότερους παράγοντες μεγιστοποίησης της αξίας των επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως των επενδυτικών ευκαιριών που αυτές έχουν.

Αντιθέτως, η επίδραση των μερισμάτων στην εξαρτημένη μεταβλητή παρουσιάζει διαφοροποιήσεις σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη. Συγκεκριμένα, τα μερίσματα, όπως και ο δανεισμός, αυξάνουν την αξία των εταιρειών με λίγες επενδυτικές ευκαιρίες, καθώς αποτρέπουν τους μάνατζερς στο να προχωρήσουν σε άσκοπες για την εταιρεία επενδύσεις(π.χ αγορά πολυτελών αυτοκινήτων ή ταξιδιωτικών εισιτηρίων). Δηλαδή, η μερισματική πολιτική αποτελεί τροχοπέδη στη δημιουργία κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ επενδυτών και μάνατζερς. Παράλληλα, τα μερίσματα δεν επηρεάζουν την αξία των εταιρειών με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες, καθώς οι εν λόγω εταιρείες δεν υποχρεούνται να διανείμουν αυξημένα μερίσματα, γεγονός που θα τους στερούσε τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία.

Τέλος, η επίδραση των δύο “control variables” στην αξία των εταιρειών είναι σε γενικές γραμμές ανάλογη της αντίστοιχης των δύο προηγούμενων ετών. Πάντως, οι δύο αυτές μεταβλητές συμβάλλουν στην επίτευξη αρκετά υψηλού R-squared και για τις δύο πραγματοποιηθείσες εκτιμήσεις του έτους, γεγονός που ενισχύει τη σημαντικότητα των παραπάνω συμπερασμάτων.

Συνοπτικά, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την παραπάνω στατιστική ανάλυση οδηγούν στην αποδοχή ή απόρριψη των παρακάτω υποθέσεων προς εξέταση για τα έτη 2000, 2001 και 2002:

	Αποδ.Η1	Απόρρ.Η1	Αποδ.Η2	Απόρρ.Η2	Αποδ.Η3	Απόρρ.Η3	Αποδ.Η4	Απόρρ.Η4
2000	+					+	+	
2001	+					+	+	
2002	+		+			+		

## Κεφάλαιο 9: Ανάλυση ευαισθησίας

Η ανάλυση ευαισθησίας χρησιμοποιείται προκειμένου να προσδιορίσει πόσο “ευαίσθητο” είναι ένα μοντέλο σε μεταβολές στην αξία των παραμέτρων του και σε μεταβολές στη δομή του. Η ευαισθησία των παραμέτρων εξετάζεται συνήθως από μια σειρά ελέγχων, στους οποίους ο μοντελοποιός θέτει διαφορετικές αξίες στις μεταβλητές του μοντέλου προκειμένου να διαπιστώσει πώς μια τέτοια αλλαγή επηρεάζει τη δυναμική συμπεριφορά του μοντέλου. Για παράδειγμα, μπορεί να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η συμπεριφορά του συστήματος μεταβάλλεται σημαντικά από μεταβολές στην αξία μιας συγκεκριμένης μεταβλητής. Προσδιορίζοντας τον τρόπο με τον οποίο η συμπεριφορά ενός μοντέλου ανταποκρίνεται σε μεταβολές της αξίας των παραμέτρων του, η ανάλυση ευαισθησίας αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο στον προσδιορισμό και εκτίμηση του μοντέλου.

Παράλληλα, η ανάλυση ευαισθησίας παρέχει υποστήριξη στο μοντέλο, περιορίζοντας την αβεβαιότητα που συχνά σχετίζεται με τις παραμέτρους αυτού. Για παράδειγμα, μπορεί να υποδείξει ποιες τιμές παραμέτρων είναι πιο λογικό να χρησιμοποιηθούν στο μοντέλο. Εάν το μοντέλο συμπεριφέρεται ανάλογα με τον πραγματικό κόσμο, αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι οι τιμές των παραμέτρων αντιπροσωπεύουν τις πραγματικές οικονομικές συνθήκες. Τέλος, πραγματοποιώντας κάποιους ελέγχους με ένα πολύ μεγάλο εύρος τιμών, η ανάλυση ευαισθησίας έχει τη δυνατότητα να προσδιορίσει τη συμπεριφορά του συστήματος σε ακραίες καταστάσεις.

Συνεπώς, είναι σημαντικό να γνωρίζει κάποιος αν τα αποτελέσματα της μελέτης του είναι αντιπροσωπευτικά στα πλαίσια του συγκεκριμένου στατιστικού μοντέλου που χρησιμοποιεί και δείγματος εταιρειών που έχει επιλέξει. Προκειμένου να εκτιμήσω τη σημαντικότητα και εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μου, θα πραγματοποιήσω στη συνέχεια μια ανάλυση ευαισθησίας που περιλαμβάνει δύο διαφορετικούς ελέγχους. Ο πρώτος έλεγχος περιλαμβάνει μια αλλαγή στον ορισμό της εξαρτημένης μεταβλητής. Συγκεκριμένα, θα επαναλάβω την προαναφερθείσα μεθοδολογία και στατιστική ανάλυση, αφού όμως πρώτα ορίσω την αξία της εταιρείας ως την “αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(market to book asset ratio). Εν συνεχεία, θα πραγματοποιήσω το δεύτερο έλεγχο, σύμφωνα με τον οποίο ο διαχωρισμός των εταιρειών σε εταιρείες με σημαντικές και

περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες θα επιτευχθεί επίσης με τη βοήθεια του δείκτη “αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(market to book asset ratio), έναντι του δείκτη “P/E”.

Αναφορικά με τον πρώτο έλεγχο, η “αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων” αποτελεί έναν εναλλακτικό ορισμό της αξίας των εταιρειών, έναντι της “αγοραίας προς λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων”. Μάλιστα, η αγοραία αξία των ενεργητικών στοιχείων ισούται με το άθροισμα της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων. Έτσι, ορίζοντας με διαφορετικό τρόπο την εξαρτημένη μεταβλητή και διατηρώντας τις υπόλοιπες μεταβλητές σταθερές, πραγματοποίησα δύο γραμμικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις για καθένα από τα τρία έτη, λαμβάνοντας υπόψη την ετερογένεια που αναπτύσσεται μεταξύ των εταιρειών και αναμένοντας παρόμοια με πριν αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, οι παραπάνω διαστρωματικές παλινδρομήσεις μπορούν να εκφραστούν με την ακόλουθη εξίσωση:  $Q = a_0 + \beta_1 DTA + \beta_2 DIVTA + \beta_3 LOGSALES + \beta_4 PROFTA + \varepsilon$ , όπου  $Q =$  market to book value of assets,  $DTA =$  total debt to total assets,  $DIVTA =$  dividends to total assets,  $LOGSALES =$  μέγεθος της εταιρείας και  $PROFTA =$  profits to total assets.

Σχετικά με τα αποτελέσματα του 2000, ο δανεισμός εμφανίζεται να επηρεάζει θετικά και σημαντικά τις εταιρείες με περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες, ενώ τα μερίσματα αναπτύσσουν μια σημαντική αρνητική συσχέτιση με την αξία των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης. Οι παρατηρήσεις αυτές συντελούν στην αποδοχή της πρώτης(H1) και της τέταρτης εξεταζόμενης υποθέσεως(H4). Επίσης, το μέγεθος δεν ασκεί καμία επίδραση στην αξία των εταιρειών του δείγματος, ενώ αντιθέτως η κερδοφορία επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών. Τα αποτελέσματα αυτά είναι παρόμοια με τα αρχικά, με τη διαφορά ότι η αρχική ανάλυση προέβλεπε επιπλέον θετική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης.

Αναφορικά με τα αποτελέσματα του 2001, ο δανεισμός δεν επηρεάζει καθόλου την αξία των εταιρειών του δείγματος, ενώ τα μερίσματα επηρεάζουν αρνητικά μόνο την αξία των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, γεγονός που με οδήγησε στην αποδοχή της τέταρτης υπόθεσης προς εξέταση(H4). Παράλληλα, το μέγεθος αναπτύσσει μια σημαντική αρνητική συσχέτιση και η κερδοφορία μια σημαντική θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή. Η διαφορά με τα αρχικά

αποτελέσματα έγκειται στο ότι, εκτός της παραπάνω επίδρασης των μερισμάτων, ο δανεισμός επηρέαζε θετικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του 2002, ο δανεισμός και τα μερίσματα επηρεάζουν θετικά και σημαντικά την αξία των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες, γεγονός που συντελεί στην αποδοχή των δύο πρώτων εξεταζόμενων υποθέσεων(H1, H2). Παράλληλα, το μέγεθος επηρεάζει αρνητικά την αξία των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, ενώ η κερδοφορία επηρεάζει θετικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τα αρχικά, με τη διαφορά ότι η αρχική ανάλυση προέβλεπε επίσης θετική συσχέτιση μεταξύ δανεισμού και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης.

Συνοπτικά, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον πρώτο έλεγχο της ανάλυσης ευαισθησίας οδηγούν στην αποδοχή ή απόρριψη των παρακάτω υποθέσεων προς εξέταση για τα έτη 2000, 2001 και 2002:

	Αποδ.Η1	Απόρρ.Η1	Αποδ.Η2	Απόρρ.Η2	Αποδ.Η3	Απόρρ.Η3	Αποδ.Η4	Απόρρ.Η4
2000	+						+	
2001							+	
2002	+		+					

Σχετικά με το δεύτερο έλεγχο της ανάλυσης ευαισθησίας, θα ακολουθηθεί η αρχική μεθοδολογία, αφού όμως πρώτα γίνει ο διαχωρισμός των εταιρειών με τη βοήθεια του δείκτη “market to book asset ratio”. Ο προσδιορισμός των επενδυτικών ευκαιριών αποτελεί ένα πολύ σημαντικό ζήτημα της συγκεκριμένης μελέτης, γεγονός που καθιστά απαραίτητη την ανάλυση της επίδρασης που αυτός έχει στη διαμόρφωση των αποτελεσμάτων. Αναφορικά με τον παραπάνω δείκτη, η αγοραία αξία των ενεργητικών στοιχείων αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της αγοράς για τα μελλοντικά κερδοφόρα επενδυτικά πλάνα των εταιρειών, ενώ η λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων αντικατοπτρίζει την παρούσα χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών. Συνεπώς, εταιρείες με πολλές και σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες θα πρέπει να έχουν υψηλότερη αγοραία αξία ενεργητικών στοιχείων, σε σχέση με τη λογιστική αξία, και να επιτυγχάνουν υψηλότερες τιμές του συγκεκριμένου δείκτη από τις εταιρείες με περιορισμένες αναπτυξιακές ευκαιρίες. Βασιζόμενος στα παραπάνω, έχω προσδιορίσει για κάθε έτος το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές



ευκαιρίες ως το 1/2 των εταιρειών του δείγματος με τις υψηλότερες τιμές αυτού του δείκτη και αντιστρόφως. Έτσι, για το έτος 2000 προκύπτουν δύο υποσύνολα από 77 εταιρείες το καθένα, ενώ για το 2001 και 2002 προκύπτουν δύο υποσύνολα από 87 εταιρείες έκαστος. Στα παραπάνω υποσύνολα εταιρειών βασίστηκα για την εξαγωγή των παρακάτω συμπερασμάτων.

Αναφορικά με τα αποτελέσματα του 2000, ο δανεισμός επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος, ενώ αντιθέτως τα μερίσματα δεν ασκούν καμία επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Τα παραπάνω οδηγούν στην αποδοχή της πρώτης(H1) και στην απόρριψη της τρίτης(H3) υπόθεσης προς εξέταση. Παράλληλα, αναπτύσσεται μια θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και αξίας όλων των εταιρειών του δείγματος, καθώς επίσης και μια θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και αξίας εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης. Οι παραπάνω παρατηρήσεις συμπίπτουν με τα αρχικά αποτελέσματα, με τη διαφορά ότι η αρχική ανάλυση προέβλεπε επίσης μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του 2001, ο δανεισμός εξακολουθεί να επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος, ενώ τα μερίσματα επηρεάζουν θετικά την αξία των εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης. Οι παρατηρήσεις αυτές συμβάλλουν στην αποδοχή των δύο πρώτων εξεταζόμενων υποθέσεων(H1, H2), καθώς επίσης και στην απόρριψη της τρίτης(H3). Επίσης, το μέγεθος επηρεάζει αρνητικά και η κερδοφορία θετικά την αξία των εταιρειών υψηλής ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα αυτά διαφέρουν από τα αρχικά ως προς την επίδραση των μερισμάτων, καθώς η αρχική ανάλυση προέβλεπε αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του 2002, τόσο ο δανεισμός όσο και τα μερίσματα επηρεάζουν θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιρειών, γεγονός που συντελεί στην αποδοχή των δύο πρώτων εξεταζόμενων υποθέσεων(H1, H2), αλλά και στην απόρριψη των δύο τελευταίων(H3, H4). Παράλληλα, το μέγεθος δεν ασκεί καμία επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ αντιθέτως η κερδοφορία επηρεάζει θετικά την αξία των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Τα αποτελέσματα αυτά του ελέγχου διαφέρουν από τα αρχικά, καθώς η αρχική ανάλυση δεν προέβλεπε τη θετική επίδραση των μερισμάτων στην αξία των εταιρειών με αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες.

Συνοπτικά, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από το δεύτερο έλεγχο της ανάλυσης ευαισθησίας οδηγούν στην αποδοχή ή απόρριψη των παρακάτω υποθέσεων προς εξέταση για τα έτη 2000, 2001 και 2002:

	Αποδ.Η1	Απόρρ.Η1	Αποδ.Η2	Απόρρ.Η2	Αποδ.Η3	Απόρρ.Η3	Αποδ.Η4	Απόρρ.Η4
2000	+					+		
2001	+		+			+		
2002	+		+			+		+

## **Κεφάλαιο 10: Παλινδρόμηση μεταβλητών που περιέχουν διαστρωματικά και διαχρονικά στοιχεία(Pool Time Series Analysis)**

Πριν περάσω στην εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων, θα πραγματοποιήσω μια επιπλέον στατιστική ανάλυση, στην οποία υπάρχουν μεταβλητές που περιέχουν διαστρωματικές και διαχρονικές παρατηρήσεις(Pool Time Series Analysis). Για την πραγματοποίηση της παραπάνω ανάλυσης απαιτείται η ύπαρξη ενός συνόλου από μονάδες(π.χ. χώρες ή εταιρείες), για τις οποίες θα πρέπει κάποιος να διαθέτει παρατηρήσεις μεταβλητών(π.χ. Α.Ε.Π, κυβερνητικές δαπάνες, δανεισμός, μερίσματα) για περισσότερες από μία χρονικές περιόδους. Απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της αποτελεί η ύπαρξη ενός διαχρονικά κοινού εξεταζόμενου δείγματος. Σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις, υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός μονάδων, για τις οποίες διαθέτουμε διαστρωματικά- διαχρονικά στοιχεία για έναν περιορισμένο αριθμό ετών. Η “Pool Time Series Analysis” ενδείκνυται για την ανάλυση των παραπάνω δεδομένων, καθώς λαμβάνει υπόψη-παράλληλα με το διαστρωματικό χαρακτήρα των δεδομένων- τη διαχρονικότητα των παρατηρήσεων, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε περισσότερο αντιπροσωπευτικά αποτελέσματα.

Με βάση τα παραπάνω, θα εφαρμόσω την εν λόγω μεθοδολογία στα πλαίσια της συγκεκριμένης μελέτης, καθώς διαθέτω παρατηρήσεις για ένα κοινό σύνολο εταιρειών και για τα έτη 2000-2002. Συγκεκριμένα, έχω ένα διαχρονικά κοινό εξεταζόμενο δείγμα που αποτελείται από 159 εισηγμένες εταιρείες του Χ.Α.Α, για τις οποίες διαθέτω παρατηρήσεις για την εταιρική αξία, το δανεισμό, τα μερίσματα, το μέγεθος και την κερδοφορία. Μέσω της “Pool Time Series Analysis”, θα επιχειρήσω να εξετάσω την επίδραση που έχουν στην εταιρική αξία(εξαρτημένη μεταβλητή) ο δανεισμός, τα μερίσματα, το μέγεθος και η κερδοφορία(ανεξάρτητες μεταβλητές), ανεξαρτήτως των επενδυτικών ευκαιριών που οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν.

Το πολυμεταβλητό μοντέλο στο οποίο θα στηριχτώ για την πραγματοποίηση της διαστρωματικής-διαχρονικής αυτής ανάλυσης μπορεί να εκφραστεί με την ακόλουθη εξίσωση, όπου το  $i$  αναφέρεται στην εταιρεία και το  $t$  στο έτος:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DTA_{it} + \beta_2 DIVTA_{it} + \beta_3 LOGSALES_{it} + \beta_4 PROFTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

όπου  $Q$ = market to book equity ratio,  $DTA$ = total debt to total assets,  $DIVTA$ = dividends to total assets,  $LOGSALES$ = μέγεθος της εταιρείας και  $PROFTA$ = profits to total assets.

Τρεις είναι οι λόγοι επιλογής του παραπάνω δυναμικού μοντέλου. Πρώτον, το μοντέλο αυτό λαμβάνει υπόψη τη μη παρατηρούμενη σταθερή ετερογένεια που αναπτύσσεται μεταξύ των εταιρειών. Δεύτερον, στηρίζεται σε ένα μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων των εταιρειών, οι οποίες προέρχονται και από τα τρία εξεταζόμενα έτη και καθιστούν τη μελέτη περισσότερο αντιπροσωπευτική. Τέλος, ο δυναμικός χαρακτήρας του μοντέλου επιτρέπει τον έλεγχο των διαχρονικών επιδράσεων που ασκούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές στη διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης.

### 10.1: Αποτελέσματα της “Pool Time Series Analysis”

Πραγματοποιώντας τη διαστρωματική-διαχρονική αυτή ανάλυση έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: VALUE?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 04/04/04 Time: 20:05				
Sample: 2000 2002				
Included observations: 3				
Number of cross-sections used: 159				
Total panel (balanced) observations: 477				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.13625	2.406574	4.211898	0.0000
DEBT?	5.386034	1.110045	4.852085	0.0000
DIV?	5.713969	14.31683	0.399109	0.6900
SIZE?	-1.508986	0.374198	-4.032587	0.0001
PROF?	26.53119	4.334796	6.120516	0.0000
R-squared	0.360111	Mean dependent var	2.822953	
Adjusted R-squared	0.354688	S.D. dependent var	3.374104	
S.E. of regression	2.710463	Sum squared resid	3467.599	
F-statistic	66.40684	Durbin-Watson stat	0.888527	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αναφορικά με το δανεισμό, η ανεξάρτητη αυτή μεταβλητή εμφανίζεται θετικά συσχετιζόμενη με την εταιρική αξία, καθώς το αντίστοιχο p-value λαμβάνει σχεδόν μηδενική τιμή και το αντίστοιχο t-statistic λαμβάνει την τιμή 4,85. Αντιθέτως, τα μερίσματα αναπτύσσουν μια στατιστικά ασήμαντη θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή, καθώς το αντίστοιχο p-value είναι της τάξεως του 69% και το t-statistic του 0,39. Παράλληλα, το μέγεθος επηρεάζει αρνητικά και σημαντικά την εταιρική αξία, ενώ η κερδοφορία επηρεάζει, όπως αναμενόταν, θετικά την

εξαρτημένη μεταβλητή. Τέλος, το R-squared κυμαίνεται στα ικανοποιητικά επίπεδα του 36%, γεγονός που υποδηλώνει τη σημαντική διαχρονική συμβολή των ανεξάρτητων μεταβλητών στη διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης.

Συγκρίνοντας τα παραπάνω αποτελέσματα με τα αντίστοιχα των γραμμικών διαστρωματικών παλινδρομήσεων, συμπεραίνω ότι και στις δύο περιπτώσεις ο δανεισμός επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία όλων των εταιριών του δείγματος, ανεξαρτήτως αναπτυξιακών ευκαιριών. Το γεγονός αυτό παρέχει σημαντική εμπειρική υποστήριξη στη θετική αυτή συσχέτιση που αναπτύσσεται μεταξύ των δύο μεταβλητών. Αντιθέτως, η αδυναμία των μερισμάτων να επηρεάσουν διαχρονικά την εταιρική αξία δεν παρέχει εμπειρική υποστήριξη στα αρχικά αποτελέσματα(περί αρνητικής συσχέτισεως μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, καθώς επίσης περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης). Παράλληλα, η προβλεπόμενη επίδραση των δύο “control variables”(μέγεθος και κερδοφορία) στην εταιρική αξία συμπίπτει με την αντίστοιχη της αρχικής στατιστικής ανάλυσης, γεγονός που ενισχύει τη σημαντικότητα της επίδρασης των δύο παραγόντων στην εξαρτημένη μεταβλητή.

## **10.2: Ανάλυση ευαισθησίας**

Στηριζόμενος στην παραπάνω μεθοδολογία, θα πραγματοποιήσω μια ανάλυση ευαισθησίας που περιλαμβάνει έναν βασικό έλεγχο. Στα πλαίσια του ελέγχου αυτού, θα επαναλάβω την προαναφερθείσα στατιστική ανάλυση(Pool Time Series Analysis), αφού όμως πρώτα ορίσω την εξαρτημένη μεταβλητή(εταιρική αξία) ως “αγοραία προς λογιστική αξία των ενεργητικών στοιχείων”(market to book asset ratio) και δεν επιφέρω καμία αλλαγή στον ορισμό των ανεξάρτητων μεταβλητών. Τα αποτελέσματα που θα προκύψουν, συγκρινόμενα με τα προηγούμενα, αναμένεται να ενισχύσουν ή να αποδυναμώσουν τη σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών, στα πλαίσια του ίδιου στατιστικού μοντέλου και δείγματος εταιρειών. Συγκεκριμένα, διενεργώντας την ανάλυση ευαισθησίας έλαβα τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Dependent Variable: VALUE?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 04/04/04 Time: 20:45				
Sample: 2000 2002				
Included observations: 3				
Number of cross-sections used: 159				
Total panel (balanced) observations: 477				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.289341	1.013718	6.204230	0.0000
DEBT?	0.865669	0.357601	2.420767	0.0159
DIV?	-0.488108	5.436405	-0.089785	0.9285
SIZE?	-0.752355	0.140510	-5.354456	0.0000
PROF?	14.21566	2.306973	6.162041	0.0000
R-squared	0.333794	Mean dependent var		1.942470
Adjusted R-squared	0.328148	S.D. dependent var		1.582760
S.E. of regression	1.297334	Sum squared resid		794.4110
F-statistic	59.12245	Durbin-Watson stat		0.755504
Prob(F-statistic)	0.000000			

Βασιζόμενος στον παραπάνω πίνακα αποτελεσμάτων, οδηγούμαι σε παρόμοια με πριν συμπεράσματα ως προς την επίδραση των τεσσάρων ανεξάρτητων μεταβλητών στην εταιρική αξία. Συγκεκριμένα, διαφαίνεται η θετική επίδραση του δανεισμού και της κερδοφορίας στην εταιρική αξία, η αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους εταιρειών και εξαρτημένης μεταβλητής, καθώς και η αδυναμία των μερισμάτων να ασκήσουν κάποια επίδραση στην αξία των εταιρειών. Συνεπώς, η μεθοδολογία αυτή- που πραγματοποιείται στα πλαίσια της “Pool Time Series Analysis”- επιβεβαιώνει το ρόλο του δανεισμού ως παράγοντα θετικής επιρροής της εταιρικής αξίας, γεγονός που με οδηγεί στην αποδοχή της πρώτης εξεταζόμενης υπόθεσης(H1) αλλά και στην απόρριψη της τρίτης(H3). Αντιθέτως, η ασήμαντη επιρροή των μερισμάτων στη εταιρική αξία δε συμβαδίζει με τα αποτελέσματα των γραμμικών διαστρωματικών παλινδρομήσεων, γεγονός που δε μου επιτρέπει να υποστηρίξω κάποια από τις εξεταζόμενες υποθέσεις. Μάλιστα, η σημαντικότητα της επίδρασης του μεγέθους και της κερδοφορίας στην εξαρτημένη μεταβλητή ενισχύει την εγκυρότητα των αποτελεσμάτων για το δανεισμό και τα μερίσματα, καθώς η παρουσία των δύο αυτών ανεξάρτητων μεταβλητών(control variables) στο μοντέλο απομονώνει την επίδραση που ασκούν στην εταιρική αξία.

## Τελικά Συμπεράσματα- Επίλογος

Δεδομένης της επιρροής που έχουν οι χρηματοδοτικές αποφάσεις στην αξία των εταιρειών, καθίσταται αντιληπτό ότι οι παράγοντες κεφαλαιακής διάρθρωσης απολαμβάνουν ιδιαίτερης προσοχής από τους μάνατζερς όλων των εταιρειών. Έχουν εκφραστεί διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις για το θέμα αυτό, οι οποίες ωστόσο είναι αντικρουόμενες και αποτυγχάνουν να καταλήξουν σε ένα ισχυρό και κοινά αποδεκτό συμπέρασμα. Στην πραγματικότητα, η εμπειρική έρευνα καλείται να υποδείξει ποιοι από τους παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν σημαντικά και ουσιαστικά την αξία των επιχειρήσεων. Ο προσδιορισμός των παραγόντων αυτών θα επιτρέψει στους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά τις ταμειακές ροές που διαθέτουν, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την εταιρική αξία. Στα πλαίσια της συγκεκριμένης μελέτης, αποσκοπώ να καθορίσω τη σημαντικότητα που έχουν ο δανεισμός και τα μερίσματα στη διαμόρφωση της αξίας των εταιρειών, αλλά και το βαθμό στον οποίο οι δύο αυτοί παράγοντες επηρεάζονται από τις διαφορετικές αναπτυξιακές ευκαιρίες των επιχειρήσεων. Για την επίτευξη αντιπροσωπευτικών αποτελεσμάτων, έχω συμπεριλάβει το μέγεθος και την κερδοφορία των εταιρειών ως επιπλέον παράγοντες επηρεασμού της αξίας των επιχειρήσεων (control variables).

Βασιζόμενος στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για τα έτη 2000, 2001 και 2002, παρατηρώ ότι ο δανεισμός αποτελεί ένα πολύ σημαντικό παράγοντα θετικής επίδρασης της αξίας όλων των εταιρειών, είτε αυτές διαθέτουν σημαντικές είτε περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Η αύξηση των δανειακών κεφαλαίων συνεπάγεται αυξημένη πιστοληπτική ικανότητα εκ μέρους των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα η αγορά ερμηνεύει τη χρηματοδοτική αυτή απόφαση ως προσπάθεια περαιτέρω ανάπτυξης και βελτίωσης των οικονομικών μεγεθών των εταιρειών. Για παράδειγμα, σε περίπτωση τραπεζικού δανείου, ο έλεγχος της εταιρείας πραγματοποιείται από την τράπεζα, η οποία καλείται να διαπιστώσει το κατά πόσο η επιχείρηση δύναται να καλύψει μελλοντικά τις δανειακές της υποχρεώσεις. Δηλαδή, η λήψη ενός τραπεζικού δανείου από μια εταιρεία συνεπάγεται την καλή χρηματοοικονομική της κατάσταση και επιφέρει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, καθώς οι τελευταίοι σπεύδουν να αγοράσουν μετοχές της συγκεκριμένης επιχείρησης. Σε αντίθετη περίπτωση, κατά την οποία οι μετοχές των εταιρειών ήταν

υπερτιμημένες, οι επενδυτές θα ανέμεναν την έκδοση μετοχών και όχι δανειακών κεφαλαίων. Συμπερασματικά, ο δανεισμός επιδρά θετικά στην αντίληψη της αγοράς για την αξία των εταιρειών, όπως άλλωστε προβλέπεται και από τη signaling theory.

Αναφορικά με τους δύο ελέγχους της ανάλυσης ευαισθησίας, τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται σε κάποιο βαθμό. Σύμφωνα με τον πρώτο έλεγχο, ο δανεισμός επηρεάζει, για τα έτη 2000 και 2002, θετικά μόνο την αξία των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ για το 2001 δεν ασκεί καμία επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Αντιθέτως, σύμφωνα με τον δεύτερο έλεγχο, ο δανεισμός επηρεάζει θετικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος και για τα τρία έτη. Τέλος, η θετική αυτή επίδραση των δανειακών κεφαλαίων προκύπτει επίσης από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων στα πλαίσια της “Pool Time Series Analysis”.

Οι παραπάνω παρατηρήσεις με οδηγούν στο τελικό και σημαντικό συμπέρασμα ότι ο δανεισμός επηρεάζει θετικά την αξία των ελληνικών εταιρειών για την τριετία 2000-2002, ανεξαρτήτως των δυνατοτήτων ανάπτυξης που τις χαρακτηρίζουν. Το γενικευμένο αυτό συμπέρασμα παρέχει εμπειρική υποστήριξη στο μοντέλο του Ross(1977), κατά το οποίο η μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας επιτυγχάνεται μέσω της επιλογής των υψηλότερων δυνατών δανειακών κεφαλαίων. Το τελικό αυτό συμπέρασμα με οδηγεί στην αποδοχή της πρώτης εξεταζόμενης υπόθεσης(H1), περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ δανεισμού και αξίας εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης, καθώς επίσης και στην απόρριψη της τρίτης εξεταζόμενης υπόθεσης(H3), περί αρνητικής συσχέτισεως μεταξύ δανεισμού και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης.

Αναφορικά με την επίδραση των μερισμάτων, παρατηρώ ότι για τα έτη 2000 και 2001 η ανεξάρτητη αυτή μεταβλητή επηρεάζει αρνητικά την αξία των ελληνικών εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Η αρνητική αυτή επίδραση οφείλεται στην αδυναμία των εταιρειών αυτών να πραγματοποιήσουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία όταν διανέμουν σημαντικά ποσά μερίσματος στους μετόχους, καθώς η διανομή υψηλού μερίσματος περιορίζει σημαντικά τους διαθέσιμους χρηματοοικονομικούς πόρους των εταιρειών. Επιπλέον, για το έτος 2002, παρατηρώ ότι τα μερίσματα επηρεάζουν θετικά την αξία των εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Η θετική αυτή επίδραση πηγάζει από τον περιορισμό του προβλήματος της υπερεπένδυσης και κόστους αντιπροσώπευσης όταν η συγκεκριμένη κατηγορία εταιρειών διανέμει υψηλά μερίσματα στους μετόχους της,



καθώς η διανομή υψηλού μερίσματος αποτρέπει τους μανάτζερς από την πραγματοποίηση άσκοπων για την εταιρεία επενδύσεων.

Ωστόσο, οι δύο έλεγχοι της ανάλυσης ευαισθησίας καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα για την επίδραση των μερισμάτων στην εξαρτημένη μεταβλητή. Καταρχάς, ο πρώτος έλεγχος της ανάλυσης ευαισθησίας καταλήγει στα ίδια ακριβώς με τα παραπάνω συμπεράσματα. Αντιθέτως, ο δεύτερος έλεγχος προβλέπει για το 2000 αδυναμία των μερισμάτων να επηρεάσουν την εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ για τα έτη 2001, 2002 προβλέπει θετική συσχέτιση των μερισμάτων με την αξία των εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης. Παράλληλα, για το 2002 προβλέπει επίσης θετική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, καθώς οι εταιρείες επιδιώκουν, μέσω της διανομής υψηλού μερίσματος, να υποδείξουν στην αγορά τις αναπτυξιακές δυνατότητές τους και μελλοντική αύξηση της κερδοφορίας τους. Τέλος, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων στα πλαίσια της “Pool Time Series Analysis” υποδεικνύουν αδυναμία των μερισμάτων να επηρεάσουν την εταιρική αξία.

Βασιζόμενος στα αποτελέσματα των παραπάνω εκτιμήσεων, καταλήγω στο συμπέρασμα ότι ο ρόλος των μερισμάτων, ως παράγοντα επιρροής της εταιρικής αξίας, είναι ασαφής για τα έτη 2000, 2001. Για τα δύο αυτά έτη, δε διαφαίνεται ξεκάθαρα το είδος της επίδρασης των μερισμάτων, αλλά και η κατηγορία εταιρειών στην οποία η παραπάνω επίδραση επικεντρώνεται, γεγονός που δε μου επιτρέπει να υποστηρίξω κάποια από τις εξεταζόμενες υποθέσεις. Αντίθετα, για το 2002, το σύνολο των γραμμικών διαστρωματικών παλινδρομήσεων προβλέπει μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Η παρατήρηση αυτή παρέχει εμπειρική υποστήριξη στη “Free Cash Flow Theory” του Jensen, συμβαδίζει με τις επιταγές της contracting theory, ενώ παράλληλα με οδηγεί στην αποδοχή της δεύτερης εξεταζόμενης υπόθεσης(H2) περί θετικής συσχέτισεως μεταξύ μερισμάτων και αξίας εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης.

Παράλληλα, η κερδοφορία επηρεάζει θετικά την αξία όλων των εταιρειών του δείγματος και για τα τρία έτη, καθώς η αύξηση των κερδών συμβάλλει στην αύξηση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και άρα στην αύξηση της αξίας της. Από την άλλη, το μέγεθος των εταιρειών δεν αποτελεί τόσο σημαντικό παράγοντα επιρροής της εταιρικής αξίας, καθώς είτε αδυνατεί να ασκήσει επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή είτε αναπτύσσει αρνητική συσχέτιση με την αξία των

εταιρειών του δείγματος. Αυτό οφείλεται στο ότι η αύξηση των πωλήσεων δεν εξασφαλίζει την οικονομική ευρωστία και αναπτυξιακή πολιτική των εταιρειών, καθώς παράγοντες όπως τα αυξημένα κόστη και ο ανταγωνισμός μπορούν να επιφέρουν τα αντίθετα από τα επιθυμητά για την εταιρεία αποτελέσματα. Πάντως, οι δύο αυτές “control variables” εξασφάλισαν για το σύνολο των εκτιμήσεων ένα αρκετά ικανοποιητικό R-squared, ενώ παράλληλα απομόνωσαν την επιρροή που έχουν στην εξαρτημένη μεταβλητή, εξασφαλίζοντας περισσότερο αντιπροσωπευτικά αποτελέσματα για την επίδραση των μερισμάτων και δανεισμού στην εταιρική αξία.

Συμπερασματικά, είναι φανερό ότι οι αναπτυξιακές ευκαιρίες των ελληνικών εταιρειών δεν επηρεάζουν τα επίπεδα δανεισμού των επιχειρήσεων, ενώ αντιθέτως, ο αναπτυξιακός παράγοντας επηρεάζει σε κάποιο βαθμό τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα των εταιρειών χαμηλής ανάπτυξης. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της μελέτης με τα αντίστοιχα άλλων εμπειρικών μελετών, παρατηρώ ότι η επίδραση των δύο παραγόντων στην αξία των ελληνικών επιχειρήσεων προσομοιάζει με την αντίστοιχη επίδραση των μεταβλητών στην αξία των εταιρειών άλλων χωρών. Εξάιρεση αποτελεί η θετική επίδραση του δανεισμού στην αξία των ελληνικών εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, καθώς και η αδυναμία των μερισμάτων να επηρεάσουν την αξία της συγκεκριμένης κατηγορίας εταιρειών. Συνεπώς, η σχέση μεταξύ αναπτυξιακών ευκαιριών, κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής καθορίζει μια χρηματοδοτική πολιτική για τις ελληνικές εταιρείες, η οποία παρουσιάζει διαφορές και ομοιότητες με την αντίστοιχη που προβλέπει το σύνολο των θεωρητικών προσεγγίσεων και εμπειρικών ερευνών.

Τέλος, δεδομένης της σημαντικότητας της χρηματοδοτικής πολιτικής όσον αφορά την πορεία ανάπτυξης των εταιρειών, το θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελεί ένα πολύ σημαντικό χρηματοοικονομικό ζήτημα, για το οποίο θα πρέπει να διευρυνθεί η εμπειρική έρευνα σε διεθνές επίπεδο. Μάλιστα, στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας, είναι σχετικά λίγες οι αντίστοιχες μελέτες, γεγονός που καθιστά επιτακτική την ανάγκη να αυξηθούν οι εμπειρικές έρευνες προς την κατεύθυνση αυτή, προκειμένου να προσδιοριστούν όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδοτική πολιτική των ελληνικών εταιρειών.

## Αρθρογραφία

1. “The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities”, *Kaifeng Chen*, 2002.
2. “Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis”, *Pablo de Andres Alonso, Felix J. Lopez Iturriaga, Juan A. Rodriguez Sanz*.
3. “Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan”, *Ferdinand A. Gul*, Ιούνιος 1999.
4. “Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U.S. Defense Industry”, *Vidhan K. Goyal, Kenneth Lehn, Stanko Racic*, Μάιος 2001.
5. “On the Determinants and Dynamics of UK Capital Structure”, *Alan A. Bevan, Jo Danbolt*.
6. “The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme”, *Campbell R. Harvey, Karl V. Lins, Andrew H. Roper*, Ιούνιος 2003.
7. “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”, *Murray Frank, Vidhan Goyal*, Δεκέμβρης 2000.
8. “An Introduction to Sensitivity Analysis”, *Lucia Breierova, Mark Choudhari*, Σεπτέμβρης 1996.

## Βιβλιογραφία

1. “Essentials of Managerial Finance”, *Scott Bessley, Eugene F. Brigham*, 12<sup>η</sup> έκδοση, εκδόσεις Harcourt, 2000.
2. “Advanced Corporate Finance, Principles and Strategies”, *Joseph P. Ogden, Frank C. Jen, Philip F. O’ Connor*, εκδόσεις Pearson Education, New Jersey, 2003.
3. “Corporate Finance”, *Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe*, 6<sup>η</sup> έκδοση, McGraw-Hill International Editions, New York, 2002.
4. “Financial Management, Theory and Practice”, *Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Michael C. Ehrharolt*, 9<sup>η</sup> έκδοση, εκδόσεις Dryden Press, 1999.

5. “Corporate Finance, Principles and Practice”, Gary W. Emery, εκδόσεις Addison-Wesley, 1998.
6. “The New Corporate Finance: where theory meets practice”, Donald H. Chew, Jr., 2<sup>η</sup> έκδοση, McGraw-Hill International Editions, New York, 1999.
7. “Principles of Corporate Finance”, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, 7<sup>η</sup> έκδοση, McGraw-Hill International Editions, New York, 2003.
8. “Χρηματοδοτική Διοίκηση”, Ιωάννη Γ. Τζωάννου, εκδόσεις Σμπίλιας «ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ», Αθήνα, 1996.
9. “Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές”, Γεωργίου Α. Καραθανάση, 3<sup>η</sup> έκδοση, εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1999.
10. “Χρηματοοικονομικά Θέματα”, Γεωργίου Α. Καραθανάση, εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 2000.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του πρώτου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2000 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 10:53				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.206368	1.573904	1.401844	0.1653
Debt	1.548262	0.828793	1.868092	0.0658
Dividends	2.830199	9.123272	0.310217	0.7573
Size	-0.340858	0.256163	-1.330628	0.1875
Profits	17.71497	3.186430	5.559504	0.0000
R-squared	0.641748	Mean dependent var	2.392523	
Adjusted R-squared	0.621845	S.D. dependent var	1.716030	
S.E. of regression	1.055261	Akaike info criterion	3.008185	
Sum squared resid	80.17752	Schwarz criterion	3.160380	
Log likelihood	-110.8151	F-statistic	32.24390	
Durbin-Watson stat	1.180623	Prob(F-statistic)	0.000000	

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2000 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 10:58				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.748278	2.413618	1.138655	0.2586
Debt	0.963419	0.834758	1.154130	0.2523
Dividends	-28.74610	14.03983	-2.047467	0.0443
Size	-0.355683	0.324716	-1.095364	0.2770
Profits	46.27894	8.116190	5.702052	0.0000
R-squared	0.613877	Mean dependent var	2.650542	
Adjusted R-squared	0.592426	S.D. dependent var	2.061066	
S.E. of regression	1.315816	Akaike info criterion	3.449522	
Sum squared resid	124.6588	Schwarz criterion	3.601717	
Log likelihood	-127.8066	F-statistic	28.61732	
Durbin-Watson stat	2.066990	Prob(F-statistic)	0.000000	

### Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του πρώτου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2001 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 11:02				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.086498	0.910031	2.292778	0.0244
Debt	0.517549	0.351067	1.474219	0.1443
Dividends	-1.702751	4.662128	-0.365230	0.7159
Size	-0.210208	0.122547	-1.715328	0.0901
Profits	11.23676	2.383865	4.713676	0.0000
R-squared	0.694220	Mean dependent var		1.793992
Adjusted R-squared	0.679304	S.D. dependent var		0.956568
S.E. of regression	0.541705	Akaike info criterion		1.667564
Sum squared resid	24.06245	Schwarz criterion		1.809283
Log likelihood	-67.53903	F-statistic		46.54164
Durbin-Watson stat	1.336698	Prob(F-statistic)		0.000000

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2001 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 11:06				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.289086	2.797132	2.248405	0.0272
Debt	0.657387	0.533148	1.233031	0.2211
Dividends	-31.52177	16.71278	-1.886088	0.0628
Size	-0.768666	0.362024	-2.123249	0.0367
Profits	39.63997	10.75668	3.685150	0.0004
R-squared	0.488015	Mean dependent var		2.169325
Adjusted R-squared	0.463040	S.D. dependent var		1.829790
S.E. of regression	1.340825	Akaike info criterion		3.480201
Sum squared resid	147.4206	Schwarz criterion		3.621920
Log likelihood	-146.3888	F-statistic		19.54025
Durbin-Watson stat	1.660983	Prob(F-statistic)		0.000000

### Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του πρώτου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2002 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 11:11				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.220508	0.427385	-0.515946	0.6073
Debt	0.942517	0.217682	4.329792	0.0000
Dividends	6.822111	2.489736	2.740094	0.0075
Size	0.046698	0.053141	0.878756	0.3821
Profits	4.889271	1.503951	3.250950	0.0017
R-squared	0.797576	Mean dependent var		1.358189
Adjusted R-squared	0.787701	S.D. dependent var		0.745798
S.E. of regression	0.343633	Akaike info criterion		0.757267
Sum squared resid	9.682842	Schwarz criterion		0.898986
Log likelihood	-27.94111	F-statistic		80.77249
Durbin-Watson stat	1.092892	Prob(F-statistic)		0.000000

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2002 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 11:16				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.661079	0.837341	3.178013	0.0021
Debt	0.397211	0.380789	1.043127	0.3000
Dividends	2.834617	16.67927	0.169948	0.8655
Size	-0.304589	0.113690	-2.679107	0.0089
Profits	18.96933	8.498096	2.232186	0.0283
R-squared	0.524396	Mean dependent var		1.395787
Adjusted R-squared	0.501196	S.D. dependent var		1.016345
S.E. of regression	0.717805	Akaike info criterion		2.230515
Sum squared resid	42.24997	Schwarz criterion		2.372234
Log likelihood	-92.02741	F-statistic		22.60308
Durbin-Watson stat	1.678530	Prob(F-statistic)		0.000000

**Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του δεύτερου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας**

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2000 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 18:49				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.285294	0.744424	-0.383241	0.7027
Debt	0.793970	0.471741	1.683066	0.0967
Dividends	-7.071779	6.395373	-1.105765	0.2725
Size	0.178050	0.102112	1.743673	0.0855
Profits	7.383563	2.985860	2.472843	0.0158
R-squared	0.228198	Mean dependent var		1.596559
Adjusted R-squared	0.185320	S.D. dependent var		0.543913
S.E. of regression	0.490934	Akaike info criterion		1.477716
Sum squared resid	17.35315	Schwarz criterion		1.629911
Log likelihood	-51.89206	F-statistic		5.322034
Durbin-Watson stat	0.819861	Prob(F-statistic)		0.000822

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2000 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 18:55				
Sample: 1 77				
Included observations: 77				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.409207	2.824310	1.207094	0.2313
Debt	9.287929	1.869101	4.969197	0.0000
Dividends	-8.979884	11.01596	-0.815171	0.4177
Size	-0.445197	0.440363	-1.010978	0.3154
Profits	14.08241	5.780566	2.436165	0.0173
R-squared	0.458930	Mean dependent var		4.505416
Adjusted R-squared	0.428870	S.D. dependent var		2.629533
S.E. of regression	1.987220	Akaike info criterion		4.274082
Sum squared resid	284.3312	Schwarz criterion		4.426277
Log likelihood	-159.5521	F-statistic		15.26741
Durbin-Watson stat	0.705005	Prob(F-statistic)		0.000000



**Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του δεύτερου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας**

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2001 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 18:58				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.482685	0.626757	0.770130	0.4434
Debt	1.186538	0.303553	3.908834	0.0002
Dividends	6.878310	3.712130	1.852928	0.0675
Size	0.022356	0.084199	0.265517	0.7913
Profits	1.975342	1.462743	1.350436	0.1806
R-squared	0.303825	Mean dependent var		1.311202
Adjusted R-squared	0.269865	S.D. dependent var		0.476158
S.E. of regression	0.406867	Akaike info criterion		1.095095
Sum squared resid	13.57437	Schwarz criterion		1.236814
Log likelihood	-42.63662	F-statistic		8.946611
Durbin-Watson stat	0.789299	Prob(F-statistic)		0.000005

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2001 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 19:02				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.555809	1.399077	2.541540	0.0129
Debt	7.481165	1.068974	6.998451	0.0000
Dividends	0.445481	10.64422	0.041852	0.9667
Size	-0.598463	0.211654	-2.827561	0.0059
Profits	17.65193	5.085714	3.470885	0.0008
R-squared	0.669356	Mean dependent var		3.679048
Adjusted R-squared	0.653227	S.D. dependent var		2.120384
S.E. of regression	1.248641	Akaike info criterion		3.337742
Sum squared resid	127.8465	Schwarz criterion		3.479461
Log likelihood	-140.1918	F-statistic		41.50014
Durbin-Watson stat	1.030063	Prob(F-statistic)		0.000000

**Αποτελέσματα παλινδρομήσεων του δεύτερου ελέγχου της ανάλυσης ευαισθησίας**

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2002 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 19:07				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.839181	0.396159	2.118291	0.0372
Debt	0.360019	0.163877	2.196889	0.0309
Dividends	3.856065	2.220840	1.736309	0.0863
Size	-0.053585	0.054842	-0.977076	0.3314
Profits	2.609067	0.963827	2.706987	0.0083
R-squared	0.292573	Mean dependent var	0.720869	
Adjusted R-squared	0.258065	S.D. dependent var	0.265055	
S.E. of regression	0.228306	Akaike info criterion	-0.060502	
Sum squared resid	4.274156	Schwarz criterion	0.081217	
Log likelihood	7.631831	F-statistic	8.478264	
Durbin-Watson stat	1.017102	Prob(F-statistic)	0.000009	

Αποτελέσματα ελέγχου για το σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες έτους 2002 :

Dependent Variable: Value				
Method: Least Squares				
Date: 04/20/04 Time: 19:12				
Sample: 1 87				
Included observations: 87				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.948475	1.401725	0.676648	0.5005
Debt	4.718340	1.278752	3.689799	0.0004
Dividends	21.93729	10.99810	1.994644	0.0494
Size	-0.261454	0.231571	-1.129044	0.2622
Profits	5.979432	3.855988	1.550687	0.1248
R-squared	0.410052	Mean dependent var	2.440945	
Adjusted R-squared	0.381274	S.D. dependent var	1.579465	
S.E. of regression	1.242393	Akaike info criterion	3.327710	
Sum squared resid	126.5704	Schwarz criterion	3.469429	
Log likelihood	-139.7554	F-statistic	14.24883	
Durbin-Watson stat	0.986115	Prob(F-statistic)	0.000000	

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2000, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
A.S Company	1,33222	1,16429	0,47761	0,03891	7,10199	0,08944	6,38029
Kego	1,12209	1,054	0,53059	0,05417	7,3961	0,11338	6,40952
Αλμα- Ατέρμων	0,36472	0,84651	0,76559	0,10093	7,57939	0,06193	7,35012
Έλτον	0,56854	0,77332	0,47463	0,03609	7,28408	0,07375	7,90943
ΕΥΔΑΠ	1,18149	0,97644	0,16008	0,02192	8,40962	0,10127	7,95852
Αλουμίνιο Ελλάδος	3,70661	2,50041	0,29774	0,12556	8,6281	0,20971	10,87411
Δρομέας	1,46161	1,37575	0,17734	0,05696	7,11995	0,09748	11,60175
Ο.Τ.Ε	2,32127	1,55179	0,41823	0,07626	9,50693	0,11452	12,40269
Ελληνικά Πετρέλαια	2,19346	1,65671	0,32892	0,02615	9,51532	0,11963	14,33975
CPI	14,12298	4,39766	0,7242	0,11729	7,2506	0,25633	14,43024
Καρέλιας	2,56659	1,63535	0,57052	0,04933	8,09839	0,10456	14,53783
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	1,46198	1,3092	0,31134	0,03276	8,39668	0,10149	15,74352
Sex Form	1,15641	1,06718	0,5182	0,01039	7,52103	0,04686	16,25069
Rilken	3,6012	2,53326	0,32693	0,06497	7,38215	0,24986	16,36131
Μάθιος Πυρίμαχα	1,16945	1,12522	0,25796	0,02337	6,98755	0,10724	16,85019
Βογιατζόγλου Systems	2,2677	1,78467	0,37922	0,03261	7,30576	0,10414	17,29715
Παπαστράτος	4,32702	1,90594	0,66141	0,08295	8,42148	0,1169	17,36028
Ελαίς	5,34413	3,17793	0,48957	0,10819	8,2267	0,2206	18,00731
Αφοί Χ.Κορδέλλου	1,23544	1,10052	0,53194	0,00625	7,38709	0,04269	18,1078
Datamedia	4,32302	2,42232	0,54829	0,0408	7,4899	0,17997	19,60088
Γέκε	2,24454	2,0697	0,13499	0,07487	6,86042	0,1218	20,10108
Τπάν	5,43693	3,95999	0,25509	0,06378	8,53132	0,20159	20,76882
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	4,66024	2,68485	0,42341	0,0752	7,91478	0,2297	20,92473
Ζάμπα	3,33252	2,99179	0,14233	0,05313	7,34995	0,23354	21,37294
Vodafone- Panafon	8,84137	4,56498	0,50577	0,06075	8,92244	0,25488	21,90093
Αλτέ	1,81472	1,37063	0,54493	0,02859	7,7701	0,07336	22,40352
Ελληνικά Ιχθυοκαλλ.	1,97876	1,62296	0,35599	0,02062	7,18606	0,07214	23,06273
Jumbo	3,15695	1,77842	0,60821	0,02183	7,90187	0,07908	23,6074
Κλωστοϋφ. Ναυπάκτου	1,51691	1,42351	0,13499	0,06409	7,19755	0,13795	23,92142
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	4,16663	2,98133	0,32347	0,03344	8,11894	0,13517	24,06376
Διεκάτ	1,67923	1,40486	0,19346	0,02946	7,76247	0,11074	24,90926
Λανακάμ	1,89087	1,75431	0,12427	0,02573	6,92988	0,1185	24,9972
Μουσ. Οίκος Φιλ.Νάκας	7,42142	2,92678	0,6963	0,05711	7,37786	0,13268	25,76619
Βασιλόπουλος	3,57048	1,66715	0,70376	0,01452	8,69858	0,05322	26,60408
Ινφορμάτικς	4,55714	2,3849	0,6003	0,01637	7,5275	0,0828	27,61474
Καλπίνης- Σίμος	1,20997	1,10066	0,39912	0,01373	7,756	0,06189	27,73663
Παντεχνική	1,61037	1,47581	0,21484	0,03403	7,55823	0,07808	28,16706
Unisystems	12,44954	7,44861	0,39166	0,1382	7,78825	0,40903	28,33002
Χ.Ροκάς	3,12929	2,7445	0,17647	0,02957	7,49675	0,12587	28,58789

Elmec Sport	2,32244	1,64251	0,5049	0,04262	7,84413	0,08943	29,47258
Δάιος Πλαστικά	3,18676	2,59394	0,26332	0,02865	7,02861	0,1248	29,72282
Δομική Κρήτης	3,13239	2,72545	0,16592	0,02231	7,03524	0,10264	29,87889
Γερμανός	3,02817	2,44005	0,28811	0,03787	8,52885	0,11083	30,34883
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,32314	4,22627	0,53388	0,02014	8,77456	0,12263	30,38867
Quality and Reliability	40,9923	12,9735	0,70011	0,1989	6,72292	0,374	30,90586
Ιασώ	2,07119	1,96584	0,08908	0,04404	7,71738	0,0934	30,98138
Πλαστικά Κρήτης	3,56356	2,77742	0,29879	0,0258	7,69983	0,1268	31,26149
Εβροφάρμα	3,36194	2,68706	0,28573	0,02746	6,99291	0,06775	32,10773
Imperio	2,71823	2,37359	0,19448	0,08584	7,24606	0,14518	33,35675
Ηρακλής	3,98199	2,27447	0,38111	0	8,60559	0,09029	33,52825
Κτήμα Κ.Λαζαριδίη	1,88651	1,67894	0,23156	0,027	6,64888	0,11352	33,60236
Inform Π.Λύκος	8,48592	5,86813	0,34209	0,09813	7,68476	0,21803	33,9434
Δούρος	1,65146	1,50408	0,22483	0,01689	6,94519	0,06696	34,54772
Τέρνα	2,27995	1,99939	0,23109	0,03483	7,42643	0,09402	34,58526
Μπάμπια Στάθης	2,02029	1,71128	0,2981	0,03414	7,60749	0,07034	34,64947
Kleeman Hellas	2,54548	2,24827	0,17322	0,0491	7,44122	0,1291	35,18256
Ακτωρ	2,18307	1,86661	0,2666	0,03252	7,92367	0,09586	35,41677
Hyatt Regency	12,17259	5,03679	0,61471	0,07283	7,97784	0,20075	35,65035
Ελβάλ	1,86212	1,62777	0,24808	0,01971	8,51809	0,08073	36,39198
Τρία Άλφα	4,66078	2,79549	0,45971	0,0246	6,76264	0,13324	36,53844
Χαλκόρ	3,45407	2,45386	0,40203	0,03249	8,46029	0,0839	36,65968
Ιντρακόμ	7,47768	2,85386	0,69658	0,03424	8,78762	0,08683	36,71454
Κυλινδρ.Λούλη	1,16522	1,0815	0,49314	0,00735	7,60852	0,03386	37,4178
Auto- Hellas	3,56001	1,82135	0,6675	0,03065	7,84843	0,0583	38,65368
Κρέκα	1,32974	1,20053	0,3911	0,01192	7,15745	0,05629	38,69296
Ικτίνος Ελλάς	4,47081	2,68374	0,50435	0,01332	6,96578	0,0565	39,17509
Βαρβαρέσος	3,01747	2,61718	0,19604	0,01306	7,33038	0,05188	39,97765
Αθηνά	1,9528	1,71583	0,23527	0,09148	7,72396	0,12983	40,3509
Ελτράκ	2,8647	2,10381	0,39159	0,02877	7,66615	0,08728	41,12768
Ridenco	1,685	1,46934	0,30359	0,02959	7,38388	0,06792	41,60235
Ελεύθερη Τηλεόραση	1,27173	1,22503	0,16474	0	7,0012	0,03856	42,07578
Κατσέλης	1,18748	1,14525	0,20897	0,02936	7,4594	0,06462	42,78597
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	4,4337	3,81907	0,17779	0,04567	7,46338	0,12469	43,58857
PC Systems	6,03434	2,73951	0,65147	0,00489	7,65447	0,06024	43,61607
Σαραντόπουλος	1,09921	1,05063	0,40923	0,01519	7,70479	0,06467	44,14034
Καρατζή	1,7885	1,57538	0,25856	0,00946	7,49557	0,03623	44,17751
Ναυτεμπορική	5,67209	4,93738	0,15726	0,06563	7,04001	0,14431	44,64846

**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2000, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	1,33367	1,26005	0,18954	0,02148	7,61326	0,05049	46,73348
Αππ- Κατ	2,19254	1,70349	0,40753	0,02312	7,40897	0,08	46,82698
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης	2,21749	2,12048	0,07469	0,02132	7,43091	0,04582	47,36864
ΟΠ.Πετρόπουλος	3,35061	2,0693	0,5123	0,03477	7,60076	0,136	47,62313
Μπενρουμπή	2,08248	1,82736	0,23223	0,07376	7,22331	0,09132	47,9968
Informet	6,43757	5,37727	0,19029	0,04452	7,11653	0,10995	49,95996
Επίλεκτος	2,13193	1,69317	0,38157	0,02583	7,70239	0,06354	50,46178
Βαράγκης	1,85112	1,64999	0,22956	0,02831	6,86859	0,08248	51,85821
Αλουμύλ Μύλωνας	1,81601	1,42799	0,46887	0,01279	7,88726	0,05327	54,06705
Ελγέκα	1,52594	1,33679	0,33586	0,0167	7,93902	0,06457	54,65999
Καθημερινή	1,47186	1,42235	0,10181	0,02326	7,55769	0,03888	54,8575
Εκτέρ	1,22837	1,20127	0,1142	0,01713	6,86218	0,06081	55,1919
Connection	2,44403	1,444	0,68882	0,00754	7,29114	0,03011	56,24534
Τηλέτυπος	3,48757	2,25177	0,49347	0,03214	8,0692	0,0606	56,4355
Αεγέκ	1,0647	1,05124	0,12068	0,01927	7,89516	0,04238	56,96399
Lavipharm	1,6125	1,31506	0,42294	0,01175	8,1552	0,02881	57,01243
Τεξαπρέτ	4,01469	3,44864	0,17801	0,01528	6,98511	0,07095	58,88466
Imaco Media	5,73948	3,61184	0,44754	0,01723	7,37546	0,07582	58,97497
Creta Farm	10,055	6,7825	0,36095	0,00668	7,50698	0,07488	60,39188
Έμπεδος	1,71136	1,56461	0,20512	0,01078	7,16276	0,04098	61,02966
Seafarm Ionian	1,19381	1,13983	0,26631	0,00897	7,25558	0,02625	61,73081
Χαϊδεμένος	1,99163	1,83784	0,15074	0,03228	7,25346	0,06812	61,80277
Πλαίσιο Computers	5,9059	3,76237	0,42497	0,03744	7,89835	0,10276	62,3719
Spider	7,92932	5,64114	0,30772	0,06998	7,25061	0,11642	63,41458
Ελβέ	2,65871	1,92326	0,44035	0,03597	7,05942	0,06998	64,23037
Ετέμ	2,18825	1,8622	0,25177	0,03135	7,70636	0,08765	64,23452
Veterin	1,37246	1,21349	0,38572	0,00784	7,81391	0,03366	64,9849
Σιδενόρ	2,33499	1,97355	0,25271	0,03036	8,33409	0,06369	65,16465
Frigoglass	1,55091	1,51031	0,04082	0,0106	7,50813	0,04617	67,20403
Crown Hellas Can	2,42473	1,85362	0,33497	0,09709	8,14709	0,08405	67,46527
Εκδόσεις Λυμπέρη	9,9841	7,06995	0,29487	0	7,51321	0,11374	67,4655
Altec	3,97678	2,57283	0,46525	0,0393	8,24036	0,06502	68,36589
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	13,3522	3,63848	0,78558	0,01365	7,60384	0,05381	68,46781
Πουλιάδης & Συνεργάτες	4,56888	2,26998	0,64051	0,03325	8,32242	0,05693	71,18027
Μέτκα	3,09487	2,56035	0,25296	0,0357	7,78009	0,07143	71,87266
Πλαστικά Θράκης	1,83168	1,58057	0,28992	0,00704	7,67224	0,04408	73,5132
Ηλεκτρονική Αθηνών	5,31581	3,02352	0,52622	0,02584	7,74243	0,09418	74,07411
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,41422	1,30725	0,24903	0,02023	7,22406	0,04515	75,00736

Chipita	2,84596	1,9963	0,45598	0,01081	7,97719	0,03121	76,52722
Alpha Αστικά Ακίνητα	3,70882	3,41574	0,1036	0,04093	7,03345	0,10234	77,21774
Βερνίκος Συμμετοχών	2,41804	2,14968	0,18242	0,01306	6,49954	0,07684	77,32113
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	2,15372	1,81419	0,2943	0,02131	6,55817	0,05434	80,04724
Goody's	7,93099	6,95706	0,13281	0,0599	7,15538	0,1028	81,25401
Ελληνικά Καλώδια	1,9988	1,58424	0,3919	0,01651	8,02608	0,05226	81,36454
Νότος Com Holdings	1,12987	1,07157	0,36358	0	7,86636	0,02547	82,04177
Follie- Follie	7,83655	6,57001	0,18209	0,03493	7,58211	0,12104	82,49682
Intralot	15,87168	9,62906	0,40226	0,16273	7,48244	0,33247	82,64863
Everest	10,50969	8,31912	0,22984	0,0572	6,22121	0,16647	82,78299
Σέλμαν	1,33482	1,20008	0,38223	0,01021	8,08984	0,03638	83,67612
Coca- Cola	1,47416	1,36985	0,20215	0,01193	8,74942	0,01633	84,53736
Byte Computer	7,33389	4,53494	0,43901	0,02941	7,37403	0,09535	84,6141
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,80402	0,82487	0,10737	0,00966	7,16142	0,02382	86,00389
Σφακιανάκης	1,04382	1,00379	0,8431	0	8,13186	0,00694	86,84267
Logidis	8,01937	5,35545	0,37544	0,02243	7,37419	0,09766	87,65618
Ε.Παϊρης	3,32848	2,35377	0,4077	0,01222	6,98387	0,05269	90,2543
Μοχλός	2,07728	1,7637	0,28701	0,01866	7,41089	0,03553	96,64564
Μηχανική	0,56353	0,58898	0,0585	0,01204	7,54317	0,0129	96,84337
Δέλτα Παγωτού	11,52951	8,36748	0,29019	0,01708	7,14753	0,07901	97,81205
Νίκας	1,57491	1,34997	0,37025	0,02759	7,71971	0,03625	97,94591
Άβαξ	2,24327	2,07503	0,13179	0,02915	7,60717	0,05297	101,26583
Ερμής	1,03416	1,03335	0,01061	0	5,92007	0,02679	104,59505
Άλκο Ελλάς	1,90065	1,47369	0,46788	0	7,41807	0,02626	105,67494
Αττικές Εκδόσεις	18,46201	8,19247	0,57	0,04215	7,16302	0,11907	107,43164
Menaco	2,32701	2,06654	0,13418	0,03936	6,8074	0,07872	107,48648
Γενέρ	1,23734	1,12874	0,40566	0,01722	7,24593	0,03264	109,54222
Γενική Εμπορίου	2,6808	1,91031	0,45751	0,04901	7,39792	0,08295	110,06617
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	1,22996	1,18454	0,17746	0,01083	7,28186	0,03225	110,5816
Βάλκαν Έξπορτ	0,86234	0,8698	0,08929	0	7,2177	0,00549	111,48999
Βιοτέρ	1,83729	1,65316	0,21896	0,02239	7,16625	0,04116	112,88568
Προοδευτική	1,7716	1,59653	0,22576	0,01923	7,50495	0,05766	112,98583
Parepack- Τσουκαριδης	6,71639	4,01587	0,46182	0,01422	7,102	0,02465	125,77244
Ιατρικό Αθηνών	6,36661	4,14952	0,41007	0,04003	7,93392	0,09583	126,86024
Νηρέυς	1,28166	1,19893	0,27898	0,01171	7,66551	0,02077	127,72181
Εθνική Ακινήτων	2,36476	2,30515	0,03986	0,00181	6,9499	0,03173	140,93244
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	2,09805	1,73991	0,3251	0,02315	7,23322	0,04939	144,93754
Αρτοβιομηχανία Καραμολέγκος	3,2381	2,18419	0,4709	0,00797	7,14079	0,03552	154,56025
Μουζάκης	2,6787	1,79447	0,51112	0,01828	7,66233	0,03024	159,01885

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2001, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
ΕΥΑΘ	1,82061	1,38746	0,4696	0,03117	7,64994	0,18434	4,06785
Έλτον	0,59583	0,79719	0,49816	0,02659	7,34912	0,06421	4,24318
Κεγο	0,98768	0,99195	0,55782	0,03001	7,42987	0,09803	4,38781
Άλμα- Ατέρμων	1,76644	1,16873	0,77716	0,04038	7,75866	0,06947	5,28816
ΟΠΑΠ	15,29495	3,65581	0,79817	0,23625	9,25512	0,4615	5,39032
Νότος Com Holdings	0,52757	0,75238	0,48844	0	8,12804	0,05168	6,41072
Καρέλιας	1,99906	1,42111	0,54765	0,03922	8,16868	0,14274	6,55621
ΕΥΔΑΠ	1,02312	0,79488	0,18791	0,021	8,45889	0,09673	7,01493
Jumbo	4,23717	2,05121	0,65504	0,02544	8,0172	0,15292	7,25941
ΔΕΗ	1,54079	1,08544	0,72458	0	9,48772	0,04515	7,86783
Σαραντόπουλος	1,00645	0,99638	0,42552	0,0151	7,48637	0,06444	8,76274
Rilken	2,60173	2,03019	0,26137	0,06489	7,3775	0,21755	8,95734
Αλουμίνιο Ελλάδος	2,67431	1,92733	0,25714	0,12301	8,60704	0,20545	9,49484
Παντεχνική	1,49902	1,37908	0,23689	0,03936	7,65116	0,11846	9,66568
Δρομέας	0,98625	0,98558	0,17165	0,05909	7,12927	0,10043	9,69765
Μάθιος Πυρίμαχα	0,88758	0,91667	0,25928	0,01603	7,08389	0,07498	10,06827
Elmec Sport	1,60591	1,29123	0,50302	0,02252	7,90254	0,09138	10,10367
Μοτορ όιλ	5,82969	2,27961	0,60608	0,10764	9,17863	0,1742	10,23674
Άκτωρ	2,54353	2,0577	0,25649	0,06248	8,08234	0,15594	10,49918
Παπαστράτος	5,44138	1,84993	0,74849	0,07167	8,46432	0,10239	10,90432
Τρία Άλφα	5,02022	3,1006	0,43736	0,03021	6,81486	0,13998	11,01892
Διεκάτ	1,6427	1,26501	0,38329	0,02085	7,84205	0,07797	11,14151
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,66944	1,78147	0,49006	0,03384	7,61165	0,12404	11,15492
Μπάμπης Βωβός	9,80123	4,11225	0,61123	0,05052	7,84103	0,22817	11,67399
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	1,33627	1,28521	0,10539	0,0671	7,19737	0,10736	11,75611
Βάρδας	3,78036	2,0017	0,63516	0,04776	7,41219	0,12561	11,85086
Αθηνά	2,53261	2,05316	0,29911	0,04657	7,93642	0,12516	11,86078
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	2,07483	1,38564	0,39925	0,05907	7,72027	0,12215	12,3578
CPI	4,46526	2,49279	0,55718	0,06204	7,28413	0,1502	12,50103
Ερμής	0,98775	0,98852	0,10331	0,01763	7,30586	0,06936	12,55875
Ελγέκα	1,15578	1,08134	0,41809	0,01255	7,98902	0,05937	12,59126
Auto- Hellas	2,38926	1,39218	0,7053	0,0424	7,91995	0,06454	12,90099
Intralot	13,55494	7,452	0,4701	0,27698	7,77438	0,53659	12,90741
Ο.Τ.Ε	2,68757	1,66595	0,44447	0,04577	9,53729	0,08516	13,26141
Τιπάν	4,87207	2,78612	0,42029	0,04839	8,57504	0,16772	13,36577
Γέκε	2,0033	1,84651	0,15117	0,07892	6,8664	0,13059	13,7652
Μπενρουμπή	2,67846	2,19543	0,28228	0,06456	7,2795	0,12269	13,7793
Έτρα	0,57716	0,73779	0,38591	0,00255	7,16879	0,02171	13,83583
Vodafone- Panafon	5,39806	2,78082	0,56255	0,04279	8,98991	0,1823	14,05651

Απτι- Κατ	1,22488	1,13437	0,39839	0,01533	7,54222	0,06786	14,12181
Αλτέ	1,04065	1,02418	0,39955	0,00183	7,96781	0,05765	14,16731
Kleeman Hellas	1,9476	1,74935	0,18938	0,05279	7,55415	0,12212	14,20161
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,68778	3,82319	0,60168	0,04231	8,92875	0,19656	14,3518
Γερμανός	1,65496	1,42033	0,35269	0,0367	8,61658	0,10448	14,38943
Βασιλόπουλος	2,72632	1,26926	0,81514	0,00822	8,79282	0,03435	14,55085
Γενική Εμπορίου	2,36505	1,73077	0,46392	0,04904	7,44671	0,09044	14,59447
Ετέμ	1,46045	1,29885	0,3072	0,02732	7,7799	0,07968	14,75992
Ελτράκ	1,41973	1,20954	0,47092	0,02471	7,50621	0,073	14,9506
F.H.L Κυριακίδης Μάρμαρα	2,53525	1,69418	0,54559	0,02307	7,38786	0,06939	15,40101
Hyatt Regency	6,16911	3,09322	0,56929	0,08703	7,99816	0,21797	15,41657
Μπάρμπα Στάθης	1,6509	1,37106	0,42227	0,04008	7,70748	0,06369	15,62709
Ελαίς	4,55266	2,90834	0,45013	0,0718	8,20588	0,16463	15,91354
Πλαστικά Κρήτης	2,24415	1,793	0,35215	0,02189	7,74436	0,10913	16,10231
Ιντρακόμ	2,30937	1,53113	0,57691	0,03159	8,88676	0,07703	16,18124
Τέρνα	2,03999	1,67958	0,34535	0,02944	7,55109	0,08611	16,19317
Imperio	1,80371	1,67369	0,15815	0,06671	7,2116	0,11535	16,19346
Ηλεκτρονική Αθηνών	3,23196	1,92469	0,58133	0,04307	7,87491	0,1016	16,59144
Τηλέτυπος	1,61089	1,25357	0,56995	0,02797	8,09592	0,06198	16,62304
Βετανέτ	2,04767	1,81804	0,21902	0,03754	7,03225	0,08466	16,62575
Ελβάλ	1,39869	1,26401	0,29915	0,01721	8,55916	0,06442	16,96374
Ηρακλής	4,7261	2,58675	0,40674	0,02504	8,68219	0,13597	17,34627
Νίκας	1,04853	1,02898	0,31692	0,05172	7,7535	0,05054	17,46829
Χαλκόρ	2,8618	2,04788	0,43263	0,03739	8,46931	0,10049	17,85957
Καλπίνης- Σίμος	0,8883	0,93809	0,45622	0,0085	7,77613	0,03094	17,86397
Ιντρακόμ Κατασκευές	4,03819	2,9868	0,33109	0,08927	7,68474	0,16054	17,93277
Βογιατζόγλου Systems	1,90848	1,55365	0,38739	0,02665	7,30623	0,06849	18,07698
Crown Hellas Can	1,94503	1,63131	0,26185	0,01565	8,20779	0,08589	18,13177
Αlpha Αστικά Ακίνητα	1,93424	1,8103	0,1217	0,04784	7,16911	0,12984	18,1453
Ιασώ	1,76767	1,68067	0,09974	0,06508	7,74089	0,09242	18,30242
Χ.Ροκάς	2,2096	1,99158	0,16359	0,03158	7,43408	0,10272	18,47605
Αλουμύλ Μύλωνας	2,2179	1,62812	0,48292	0,00286	8,00369	0,05141	19,11878
Μουσικός Οίκος Φιλ.Νάκας	1,60185	1,48046	0,19939	0,01765	7,40102	0,0753	19,1654
Άβαξ	2,40027	2,14286	0,18014	0,03366	7,82437	0,09651	19,28481
Μέτκα	2,52378	2,03325	0,31899	0,03571	7,96445	0,09615	19,35234
Προοδευτική	1,31126	1,25339	0,16853	0,0174	7,58318	0,06342	19,66697
Κυλινδρ.Λούλη	0,99535	0,99381	0,52046	0,00698	7,62573	0,02552	19,9241
Medicon Hellas	6,6415	3,73365	0,47209	0,05596	7,10178	0,10654	20,26924
Αεγέκ	1,07668	0,98291	0,08812	0,02011	7,8565	0,04133	20,35335
Εκτέρ	1,34754	1,28616	0,17081	0,01648	6,93899	0,05321	20,64287
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	4,37814	3,04224	0,39369	0,02016	6,68561	0,08845	20,65113
Βαράγκης	1,86044	1,66394	0,22444	0,02686	6,89448	0,06848	20,82455
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	1,52397	1,34529	0,34101	0,02163	6,61384	0,05451	21,04426
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	1,62843	1,34463	0,43097	0,0187	7,33522	0,04753	21,55971
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	1,62223	1,39406	0,35004	0,02553	7,70239	0,04686	21,80404
Λανακάμ	2,06738	1,97127	0,09004	0,01929	6,71357	0,06523	22,26858
Ελληνικάί Ιχθυοκαλλιέργειαι	2,17649	1,72948	0,3766	0,04063	7,30815	0,0555	22,35236
Lanipharm	0,87775	0,90703	0,43692	0,01141	8,24466	0,02886	22,36093



**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2001, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
Ridenco	0,98874	0,9867	0,33363	0,03911	7,34366	0,04009	22,43325
Ζάμπα	1,63909	1,55418	0,12514	0,03388	7,01831	0,09399	22,53675
Mevaco	1,65747	1,5536	0,15466	0,04974	6,81597	0,07358	22,60306
Veterin	1,39321	1,19413	0,46523	0,00705	7,753	0,03169	22,66031
Καθημερινή	0,85041	0,86393	0,09298	0,04176	7,56519	0,04506	23,04788
Ελληνικά Καλώδια	1,70462	1,37739	0,43757	0,01524	8,01688	0,0422	23,17209
Unisystems	4,38566	2,90798	0,33359	0,06566	7,70201	0,20251	23,70018
Ελβέ	2,40845	1,70039	0,48171	0,01887	7,21461	0,05427	23,7975
Βερνίκος Συμμετοχών	1,12323	1,08622	0,26672	0,02138	6,54785	0,05126	23,97837
Δούρος	1,57688	1,47572	0,17531	0,0111	6,9504	0,05286	24,34743
Μηχανική	0,58692	0,61158	0,06001	0,02432	7,48365	0,01971	24,97918
Γενέρ	1,12259	1,0627	0,31486	0,01041	7,21891	0,03054	25,11301
Γρ.Σαράντης	0,83642	0,90984	0,48619	0	7,93492	0,02203	25,56413
Quality and Reliability	4,23908	3,7002	0,16621	0,03638	6,87027	0,12989	25,70496
Πλαίσιο Computers	4,64285	2,65942	0,5378	0,03155	8,02942	0,08988	26,23823
Delta Singular	2,52012	2,20742	0,19558	0,0503	7,97504	0,09856	26,38345
Σιδενόρ	2,0656	1,65076	0,37443	0,02809	8,4059	0,05349	26,66426
Connection	2,37612	1,2981	0,77841	0,0044	7,50393	0,01937	26,7756
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	2,27123	1,60836	0,46351	0,0249	8,12118	0,09295	26,92483
Κατσέλης	1,97059	1,68899	0,28196	0,02741	7,53206	0,04265	27,3615
Μοχλός	1,71735	1,5299	0,26058	0,01465	7,57923	0,04856	28,34216
Σέλμαν	0,61136	0,76173	0,39871	0,00982	8,12204	0,01994	28,3605
Seafarm Ionian	0,85534	0,9093	0,37888	0,00726	7,34189	0,02167	28,66848
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,55009	0,76373	0,4752	0,00605	7,36515	0,01559	29,08935
Ναυτεμπορική	3,63763	3,12189	0,18219	0,06562	7,06017	0,12711	29,32085
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	2,5337	1,94028	0,26334	0,0056	8,43192	0,06827	29,54884
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,85139	0,89998	0,34331	0,00631	8,28827	0,02524	29,67793
PC Systems	4,89542	2,47338	0,61984	0,02757	7,68838	0,06293	29,71752
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	1,98768	1,78903	0,19938	0,05759	7,35582	0,08397	30,39352
Καρατζή	0,73024	0,79865	0,27027	0,01048	7,55214	0,02939	30,72054
Sex Form	5,29032	2,72297	0,5887	0,02808	7,53375	0,04848	31,1926
Byte Computer	5,25974	3,27658	0,46322	0,04487	7,46156	0,10249	31,38961
Inform Π.Λύκος	3,59424	2,92958	0,25617	0,08328	7,64415	0,1387	31,5214
Δάιος Πλαστικά	3,09109	2,66941	0,19122	0,01897	7,06999	0,07467	32,42631
Αλλατίνη	0,90616	0,92972	0,26413	0	7,49205	0,02039	32,50654
Πουλιάδης & Συνεργάτες	2,10598	1,42025	0,61567	0,01243	8,24855	0,03505	33,94565
Κρέκα	3,92423	2,55043	0,46967	0,01153	7,10546	0,03952	34,75707
Έμπεδος	1,05805	1,0397	0,31072	0	7,04599	0,02633	36,81697
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,16667	1,11132	0,31028	0,01115	7,26097	0,02324	36,84538

Νηρεύς	0,90773	0,92794	0,29121	0,01202	7,69322	0,02061	37,30984
Informar	5,4003	4,34637	0,22971	0,04756	7,29431	0,11837	37,65441
MLS Πληροφορική	8,24674	7,01414	0,16769	0,03039	6,47459	0,14063	38,0793
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης	1,79805	1,72629	0,08271	0,02389	7,40344	0,04716	38,64851
Βιοτέρ	1,17698	1,11111	0,37106	0,01328	7,25674	0,02397	40,04146
Ε.Παίρης	2,28744	1,52857	0,57401	0,0083	7,05936	0,02886	40,91789
Everest	3,56417	3,36003	0,07868	0,05076	6,32271	0,09376	41,42337
Ικτίνος Ελλάς	3,03179	2,10772	0,44734	0,01654	7,0163	0,04576	41,6162
Ινφορμάτικς	4,09936	1,97937	0,67242	0,01177	7,58729	0,05388	41,73945
Δομική Κρήτης	1,44005	1,26262	0,34074	0,01606	7,10999	0,03225	41,80978
Logicdis	3,51263	2,59542	0,36183	0,02607	7,4291	0,06489	42,52518
Fitco	6,77237	3,83667	0,50668	0,04243	7,3193	0,10234	43,06732
Βάλκαν Έξπορτ	0,90132	0,90717	0,07323	0	7,30974	0,01923	43,84175
Ιατρικό Αθηνών	2,03717	1,50737	0,50627	0,02067	8,09739	0,03629	44,71326
Ατλάντικ Super Market	1,30702	1,05648	0,80707	0,00401	8,44996	0,00591	45,69148
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,53955	0,63783	0,21474	0	7,17173	0,0146	45,93781
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	6,78934	2,31481	0,77203	0,0128	7,65991	0,04874	46,0975
A.S Company	4,89533	3,15124	0,44253	0,018	7,11971	0,06631	46,98667
Αφοί Μεσοχωρίτη	1,04478	1,03706	0,17118	0,01682	7,05193	0,02321	47,77918
Πλαστικά Θράκης	1,20831	1,14719	0,24055	0,0095	7,6541	0,02483	48,25302
Chipita	3,37561	2,16224	0,50595	0,01127	8,04676	0,03144	49,27845
Rainbow Computer	16,42678	9,56487	0,44184	0,03823	6,90929	0,16474	50,58017
Alfa Alfa Energy	9,33048	1,91934	0,88771	0,0012	7,13654	0,02418	50,88671
Απτικές Εκδόσεις	12,18358	4,96787	0,6279	0,03338	7,19834	0,09832	52,3467
Άλκο Ελλάς	1,48437	1,2748	0,42102	0,01146	7,42067	0,02472	52,49563
Datamedia	1,44283	1,17368	0,56763	0,00532	7,34745	0,02262	53,36029
Ελληνικά Πετρέλαια	1,42947	1,22349	0,29166	0,01607	9,46022	0,02117	54,26237
Βαρβαρέσος	2,87112	2,14028	0,38585	0,0086	7,34305	0,0276	54,44634
Goody's	6,29113	5,52461	0,14068	0,05664	7,15543	0,10066	58,18898
Creta Farm	5,92508	3,69874	0,44593	0,00534	7,64966	0,06667	61,34906
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,60594	0,69489	0,23241	0,00353	7,31107	0,01141	61,41787
Βις	1,18075	1,05805	0,60024	0	7,40665	0,00656	62,87741
Εβροφάρμα	2,9909	1,98295	0,50628	0,01303	7,20088	0,03754	64,08671
Αρτοβιομηχ. Καραμολέγκος	1,32077	1,15179	0,52681	0,00348	7,2066	0,01622	66,12678
Μουζάκης	2,37892	1,66592	0,50044	0,01185	7,75225	0,01837	67,29558
Coca- Cola	1,38756	1,30198	0,20983	0,01213	8,76366	0,01625	69,89473
Euromedica	2,27406	1,75384	0,40422	0,00536	7,60865	0,0221	72,35052
Επίλεκτος	1,54844	1,3553	0,34026	0,00792	7,74908	0,01607	75,25658
Frigoglass	1,07226	1,06104	0,06009	0,0143	7,54	0,01638	75,52416
Follie- Follie	7,30502	5,75278	0,23881	0,03352	7,51711	0,06974	82,06707
Ευρωπαϊκή Τεχνική	1,38616	1,23469	0,39218	0	6,9408	0,00876	105,27889
Imaco Media	2,95646	1,8834	0,54644	0	7,33058	0,02242	109,67986
Κέκρω	25,29723	12,45746	0,27285	0,02433	6,68596	0,09263	110,76616
Dionic	2,86265	1,9518	0,48726	0,00945	7,41338	0,02815	116,66718
Paperepack- Τσουκαρίδης	4,32635	2,40765	0,55936	0,02016	7,13104	0,0217	117,49277
Εθνική Ακινήτων	2,35682	2,32038	0,02473	0,00349	7,01647	0,02098	122,36881
Τεξαπρέτ	3,83877	3,19649	0,21821	0,01282	6,96497	0,02869	132,32593
Comm Group	3,46718	2,56016	0,3675	0,01146	6,87578	0,01845	134,55452

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2002, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
ΕΥΑΘ	1,42807	1,22344	0,3762	0,05275	7,75957	0,23793	3,74894
Σφακιανάκης	0,60876	0,89993	0,78247	0,00604	8,17095	0,03228	4,10678
Compucon	0,78052	0,8392	0,27795	0,03092	6,74174	0,14656	4,47855
Προμότα Ελλάς	1,12517	1,04814	0,54704	0,00665	7,37218	0,09443	5,06015
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	1,3348	1,09248	0,37227	0,04617	7,77999	0,16696	5,43808
Καρέλιας	1,62691	1,32954	0,42861	0,03917	8,07074	0,17374	5,46722
Νότος Com Holdings	1,22061	1,07861	0,56817	0,0176	8,27274	0,09605	5,8488
Elmec Sport	1,15923	1,06048	0,52923	0,02117	7,97485	0,09415	6,62383
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,49952	0,7734	0,54872	0,0081	7,46719	0,0366	6,66441
Καλπίνης- Σίμος	0,72768	0,86068	0,49231	0,0139	7,85351	0,06201	6,69164
ΔΕΗ	0,70514	0,81248	0,52211	0,01936	9,81271	0,03951	7,06541
Auto- Hellas	1,62707	1,17476	0,697	0,03484	7,93982	0,0782	7,28031
Jumbo	2,64387	1,4928	0,68423	0,0293	8,05466	0,12747	7,40057
Rilken	1,06848	0,98504	0,3082	0,03803	7,38301	0,15372	7,70957
Μοχλός	0,24625	0,49381	0,32901	0,02026	8,47593	0,0477	7,75774
Άκτωρ	2,47502	1,83952	0,40465	0,09964	8,4809	0,23201	7,83803
Γαλαξίδι Θαλλ. Καλλιέργειες	1,32613	1,13663	0,57072	0,01444	6,89077	0,06259	7,86532
Έλτον	1,06588	1,03426	0,48007	0,0165	7,38126	0,07011	8,18709
Ερμής	0,48396	0,51956	0,07219	0,02165	7,4303	0,08506	8,271
Centric Multimedia	1,2945	1,13597	0,52233	0,02956	7,03302	0,06202	8,30033
Σιδενόρ	1,34783	1,1752	0,47201	0,06393	8,5347	0,11198	8,30243
Μάθιος Πυρίμαχα	0,69816	0,76921	0,23779	0,01194	7,11263	0,07687	8,50583
ΟΠΑΠ	23,47632	4,87371	0,70869	0,27629	9,29396	0,41185	8,80122
Τηλέτυπος	2,01718	1,3771	0,61813	0,03127	8,13955	0,07776	8,8287
Γερμανός	1,56862	1,37727	0,33638	0,03616	8,71325	0,1177	8,87581
Ηρακλής	1,93226	1,32013	0,38099	0,04634	8,6849	0,16523	8,99326
Alpha Αστικά Ακίνητα	1,0922	1,07511	0,12867	0,11203	7,19439	0,14617	9,01866
Intralot	7,28509	4,19522	0,48657	0,24248	7,97267	0,47995	9,11979
Δίας Ιχθυοκαλλιέργειες	0,72914	0,88971	0,59746	0,00929	6,93095	0,04395	9,1353
Ετέμ	0,74664	0,82751	0,36619	0,02824	7,8052	0,07489	9,23961
Έμπεδος	0,44577	0,69487	0,46167	0,00696	7,94978	0,05224	9,26142
Διεκάτ	0,71355	0,85417	0,51764	0,018	7,78214	0,06113	9,34556
Hyatt Regency	7,08183	2,93747	0,66001	0,09989	8,07043	0,21876	9,45199
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	0,96704	0,98681	0,10817	0,05463	7,11894	0,11007	9,74032
Kleeman Hellas	1,04719	1,02282	0,25825	0,04155	7,64283	0,11015	9,78942
Εκδοτικός Οργ. Λιβάνη	1,18473	1,09595	0,46181	0,04035	7,01399	0,08624	9,79301
Τέρνα	1,45972	1,25093	0,44109	0,02858	8,22017	0,11023	9,93949
Μοτορ όιλ	4,8955	1,94232	0,59966	0,09729	9,13411	0,14725	10,00371
Παπαστράτος	5,35433	1,98262	0,7227	0,07758	8,57205	0,11901	10,03875
Ιντρακόμ Κατασκευές	1,29132	1,17911	0,35559	0,08136	7,5875	0,17661	10,17372

Ζάμπα	0,7129	0,73364	0,08049	0,01486	6,74839	0,11146	10,17545
Νίκας	1,2394	1,15927	0,31455	0,03418	7,76459	0,0775	10,17878
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	1,48795	1,20429	0,49158	0,02393	8,08383	0,08229	10,25036
Μπάρμπα Στάθης	1,57774	1,30627	0,46501	0,04958	7,79642	0,07637	10,39262
Αθηνά	0,6262	0,71774	0,33613	0,01294	8,20431	0,06186	10,46102
Ελαίς	3,7528	2,45026	0,45609	0,06105	8,26142	0,20704	10,67992
Πλαστικά Κρήτης	1,89449	1,52801	0,39804	0,01789	7,78662	0,10395	10,75606
Βασιλόπουλος	1,86215	1,10707	0,82028	0,00816	8,86805	0,03577	11,03923
Ζήνων	1,21264	1,13084	0,38317	0,01888	6,93288	0,09266	11,05036
Ελτράκ	1,12621	1,04974	0,51939	0,02875	7,57194	0,06539	11,06596
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	5,92729	2,9305	0,57132	0,08805	9,04368	0,23754	11,2023
ΕΥΔΑΠ	0,49704	0,52366	0,18958	0,00923	8,45485	0,04167	11,20792
Ridenco	0,67429	0,80705	0,41328	0,03136	7,38829	0,04639	11,26634
Τιπάν	3,60902	2,32201	0,38276	0,04566	8,6134	0,16498	11,31061
Ιντρακόμ	0,76925	0,88095	0,53114	0,01661	8,83703	0,06746	11,39421
Kego	2,36678	1,5163	0,61863	0,06334	7,41827	0,08917	11,54741
Lavipharm	0,48755	0,736	0,50108	0,00698	8,20978	0,03009	11,56483
Vodafone- Panafon	4,49709	2,62214	0,48266	0,04263	9,09892	0,18748	11,80484
Crown Hellas Can	1,26811	1,10545	0,48958	0,01316	8,29386	0,06539	11,99472
Στέλιος Κανάκης	1,9676	1,72416	0,24971	0,03671	7,0705	0,13203	12,07081
Πλαίσιο Computers	3,45602	2,16669	0,50735	0,05232	8,16297	0,15314	12,27496
Unisystems	2,90386	1,99954	0,33011	0,06965	7,6955	0,18466	12,47275
Χ.Ροκάς	1,05743	1,04227	0,11697	0,03214	7,36981	0,10169	12,54254
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	1,05033	0,9346	0,23696	0,0301	8,44051	0,09174	12,59722
Αλουμύλ Μύλωνας	0,86284	0,92979	0,5037	0,00713	8,07378	0,05539	12,95461
Ελγέκα	0,85395	0,91329	0,45159	0,02145	8,01364	0,04114	13,26532
Γενική Εμπορίου	1,17931	1,08792	0,50713	0,03723	7,44654	0,06924	13,44208
Βιοτέρ	0,70879	0,83692	0,46121	0,00893	7,66656	0,02934	13,46089
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,31161	1,66643	0,42839	0,0367	7,59103	0,09753	13,49656
Δέλτα Παγωτού	11,32585	2,67757	0,82684	0,06663	7,85739	0,13563	13,55008
Μέτκα	1,6167	1,44533	0,27283	0,06403	7,95767	0,11764	13,59008
Ο.Τ.Ε	1,74872	1,18635	0,50635	0,04408	9,53799	0,06833	13,65714
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	0,9624	0,97917	0,446	0,01789	6,82272	0,04989	14,05328
Imperio	1,78748	1,64356	0,15437	0,06601	7,2145	0,10553	14,21628
Άβαξ	2,70418	2,12741	0,32868	0,08226	8,16523	0,12246	14,48732
Ιασώ	2,22486	2,02472	0,14653	0,05959	7,83259	0,12089	14,75984
Μπάμπης Βωβός	4,85554	2,49644	0,58761	0,02415	8,05761	0,1311	14,90665
Μπενρουμπή	2,269	1,91535	0,27679	0,06281	7,36353	0,11904	15,37517
Ελληνικά Πετρέλαια	1,12987	0,93817	0,26561	0,01821	9,44391	0,04937	15,46603
Ατπ- Κατ	0,42964	0,65294	0,40943	0,00716	7,87249	0,03358	15,5178
Inform Π.Λύκος	2,33276	1,97936	0,26278	0,05569	7,65934	0,14104	15,58889
Αλουμίνιο Ελλάδος	1,40766	1,18445	0,13141	0,05379	8,55976	0,09983	15,65449
Μηχανική	0,47852	0,5158	0,0717	0,01281	7,62067	0,02574	15,77912
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,07172	1,04354	0,36694	0,01267	7,29734	0,0467	15,87461
Γέκε	1,85938	1,73747	0,13569	0,06496	6,87338	0,10735	15,88882
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	0,81673	0,89879	0,48885	0,01298	7,81957	0,03928	15,89921
Μουσικός Οίκος Φιλ.Νάκας	0,90455	0,92525	0,2348	0,03634	7,43395	0,06027	16,10653

**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2002, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “P/E”(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits	P/E
Ηλεκτρονική Αθηνών	1,79257	1,31993	0,58678	0,02485	7,94005	0,06365	16,4179
Εκτέρ	1,15412	1,09826	0,33655	0,01622	7,35401	0,05578	16,47404
Βετανέτ	1,99374	1,6008	0,39492	0,02766	7,04832	0,07462	16,64289
Κατσέλης	1,23953	1,14452	0,38805	0,03053	7,61265	0,05471	16,69503
Frigoglass	0,56223	0,59614	0,08295	0,02395	7,6344	0,04494	16,72001
Medicon Hellas	1,70225	1,32829	0,4501	0,05263	7,05263	0,13863	17,59395
Υγεία	2,50213	1,65338	0,55388	0,02508	7,86847	0,08174	17,97782
Γρ.Σαράντης	0,59836	0,78984	0,49037	0,00822	7,96927	0,01966	18,74744
Ναυτεμπορική	2,37875	2,07965	0,18811	0,0517	7,08134	0,12982	18,99053
Αεγέκ	0,59302	0,69743	0,25702	0,01191	7,50054	0,03418	19,06655
Alsincó	1,92008	1,27911	0,69356	0,00984	7,02804	0,04488	19,51354
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	5,22992	2,07627	0,74469	0,00608	7,64798	0,07111	19,92304
Βάρδας	4,30716	1,95227	0,7096	0,04753	7,6114	0,06293	20,0158
Γενέρ	0,47618	0,67757	0,39738	0,00379	7,47446	0,02552	20,02992
Menaco	2,08862	1,94244	0,13133	0,0376	6,90716	0,08191	20,46578
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,23839	0,61606	0,49638	0	7,60567	0,00999	20,91152
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,51038	0,58728	0,15757	0,01322	7,20885	0,03366	21,70483
Byte Computer	3,39882	2,36149	0,43152	0,04856	7,50047	0,11085	22,01702
Χαλκόρ	1,2139	1,0907	0,53936	0,03907	8,44107	0,05614	22,31097
F.H.L Κυριακίδης Μάρμαρα	2,0289	1,43787	0,57311	0,02436	7,41523	0,05287	22,3466
A.S Company	2,31188	1,7097	0,44301	0,01696	7,17695	0,08828	22,99536
CPI	2,35828	1,5974	0,54257	0,02384	7,28387	0,08886	23,1379
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	1,03665	1,01507	0,4579	0,01981	7,38749	0,03177	23,6767
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	0,63511	0,82672	0,52511	0,00431	7,29876	0,02054	23,70193
Delta Singular	1,95669	1,7115	0,24312	0,04136	7,86171	0,07545	24,12133
Ατλάντικ Super Market	0,43514	0,89973	0,82387	0,00351	8,68285	0,00513	24,18429
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,19637	0,392	0,24485	0,00278	7,22707	0,01266	24,29153
Ελβάλ	0,63719	0,74943	0,3271	0,00554	8,58604	0,02815	24,56369
Βογιατζόγλου Systems	0,86862	0,90705	0,30133	0,01498	7,28461	0,03897	24,69982
Καρατζή	0,45955	0,62295	0,30344	0,00998	7,57603	0,01756	24,79745
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,34483	0,54776	0,32422	0,00537	8,18835	0,0162	25,14278
Everest	3,38694	3,05032	0,10668	0,04975	6,38364	0,11698	25,46189
Προοδευτική	0,42912	0,54214	0,20156	0	7,34194	0,02874	26,14397
Άλμα- Ατέρμων	6,0424	1,99569	0,80208	0,02984	7,77954	0,05589	27,55061
Ικτίνος Ελλάς	1,89742	1,46357	0,47209	0,02175	7,06883	0,04662	27,56913
Ε.Παίρης	1,45018	1,1491	0,64079	0,00726	7,15535	0,02495	28,30531
Dionic	1,47259	1,17096	0,62631	0,01063	7,48732	0,03043	28,45163
Informer	2,57655	2,10742	0,1911	0,06318	7,31806	0,10277	28,68608
Chipita	1,50764	1,24318	0,50893	0,0109	8,04881	0,03915	29,94132
Απτικές Εκδόσεις	4,26116	2,06531	0,66173	0,02807	7,18243	0,0873	30,0128

Αγροτικός Οίκος Σπύρου	0,73984	0,79791	0,22935	0,02939	7,23791	0,03532	30,63407
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης	1,47503	1,43599	0,06817	0,024	7,43452	0,04961	31,10015
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	4,86569	3,20416	0,42835	0,02937	6,93432	0,11509	31,3924
Εκδόσεις Λυμπέρη	0,82664	0,86764	0,42399	0	7,63936	0,03615	31,42261
Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειαι	1,26928	1,11902	0,55152	0,00507	7,51714	0,02337	32,46455
Πλαστικά Θράκης	0,86916	0,8968	0,23517	0,01225	7,65633	0,02637	32,51976
Παντεχνική	0,69055	0,82586	0,44602	0,01289	7,96796	0,05015	33,15254
Spider	3,89893	2,63633	0,43522	0,01358	7,34271	0,06277	33,29744
Veterin	0,62204	0,80771	0,51083	0,00397	7,68304	0,01487	34,21359
Creta Farm	2,18161	1,59205	0,49799	0,00901	7,73193	0,05807	34,43592
Τεγόπουλος Εκδόσεις	0,64097	0,67705	0,10644	0,01925	7,93558	0,02221	34,50083
Άλκο Ελλάς	0,77329	0,88004	0,49419	0,00953	7,39188	0,01646	35,60513
Imaco Media	1,17553	1,06298	0,62138	0	7,38645	0,02195	36,16383
Ινφορμáτικς	2,38204	1,62916	0,53703	0,00771	7,56966	0,02618	39,68703
Καθημερινή	0,56818	0,62152	0,12359	0,01375	7,62677	0,01553	42,21491
Goody's	5,72434	4,75855	0,19947	0,09381	7,27081	0,11071	43,18474
Αιτέ	0,17853	0,52812	0,42618	0	8,06357	0,00676	43,5082
MLS Πληροφορική	7,31722	6,19319	0,17074	0	6,53356	0,13798	44,00417
Εβροφάρμα	1,50368	1,20862	0,58581	0,01119	7,27065	0,02186	45,13069
Τρία Άλφα	2,63167	1,83702	0,43656	0,01099	6,6334	0,02902	45,29974
Δομική Κρήτης	0,83546	0,87817	0,38426	0	7,29766	0,01488	46,0298
Δάιος Πλαστικά	2,19068	2,01701	0,14029	0,01326	7,07482	0,05061	46,32044
Ιατρικό Αθηνών	1,33487	1,13617	0,5867	0,01207	8,17198	0,01803	47,37499
Βερνίκος Συμμετοχών	0,51047	0,61849	0,23115	0,0083	6,43592	0,01359	48,257
Αλλατίνη	0,99081	0,99174	0,27756	0	7,50159	0,0143	48,4614
Sex Form	6,71314	3,47768	0,56628	0,0135	7,57625	0,05262	50,24488
Λανακάμ	1,3186	1,29279	0,08147	0,0196	6,60369	0,02896	50,2568
Ελληνικά Καλώδια	0,719	0,86584	0,53728	0,00859	7,99475	0,01135	50,41513
Νηρεύς	0,30117	0,54731	0,35469	0	7,74653	0,00805	51,90366
Quality and Reliability	4,48828	3,8921	0,17012	0,07863	6,92547	0,09833	52,80885
Κρέκα	0,92195	0,96079	0,49955	0,00647	7,11859	0,02308	54,80935
Coca- Cola	1,13462	1,10261	0,21354	0,01276	8,78398	0,01718	57,29989
Βαράγκης	1,05331	1,0404	0,20128	0,01134	6,86238	0,01863	65,58749
Δρομέας	0,49751	0,59763	0,20281	0,01031	7,0072	0,0149	68,67863
Έτμα	0,35591	0,51427	0,25046	0,00334	7,08037	0,00415	72,60566
Δούρος	0,74792	0,80405	0,2227	0,01735	6,95064	0,01389	74,82522
Βις	0,76918	0,90859	0,60932	0	7,58601	0,00457	79,36114
Βάλκαν Έξπορτ	0,39499	0,43131	0,06179	0	7,31137	0,00826	79,36897
Alfa Alfa Energy	3,07476	1,15862	0,92189	0	7,1745	0,00569	85,1294
Ελβέ	1,51416	1,24322	0,52595	0,00646	6,95603	0,01114	87,33178
Follie- Follie	6,43956	4,81048	0,29492	0,03361	7,55245	0,057	88,17086
Euromedica	0,79442	0,4727	0,04779	0,0047	7,65811	0,00909	95,18095
Μουζάκης	1,16511	1,06953	0,50362	0,00512	7,71357	0,00901	96,6574
Rainbow Computer	2,54686	2,08391	0,29238	0,00869	6,79975	0,03831	105,36437
Κυλινδρ.Λούλη	0,73102	0,87878	0,56272	0,0018	7,71441	0,00313	116,25206
Paperpack- Τσουκαρίδης	2,11504	1,39461	0,61961	0,00268	7,21	0,00991	119,81871
Seafarm Ionian	0,28789	0,56863	0,39547	0,00252	7,36124	0,00283	131,74071

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2000, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Μηχανική	0,56353	0,58898	0,0585	0,01204	7,54317	0,0129
Έλτον	0,56854	0,77332	0,47463	0,03609	7,28408	0,07375
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,80402	0,82487	0,10737	0,00966	7,16142	0,02382
Άλμα- Ατέρμων	0,36472	0,84651	0,76559	0,10093	7,57939	0,06193
Βάλκαν Έξπορτ	0,86234	0,8698	0,08929	0	7,2177	0,00549
Αλλατινή	0,9386	0,95102	0,23966	0	7,48959	0,00445
ΕΥΔΑΠ	1,18149	0,97644	0,16008	0,02192	8,40962	0,10127
Σφακιανάκης	1,04382	1,00379	0,8431	0	8,13186	0,00694
Ερμής	1,03416	1,03335	0,01061	0	5,92007	0,02679
Σαραντόπουλος	1,09921	1,05063	0,40923	0,01519	7,70479	0,06467
Αεγέκ	1,0647	1,05124	0,12068	0,01927	7,89516	0,04238
Kego	1,12209	1,054	0,53059	0,05417	7,3961	0,11338
Sex Form	1,15641	1,06718	0,5182	0,01039	7,52103	0,04686
Νότος Com Holdings	1,12987	1,07157	0,36358	0	7,86636	0,02547
Κυλινδρ.Λούλη	1,16522	1,0815	0,49314	0,00735	7,60852	0,03386
Αφοί Χ.Κορδέλλου	1,23544	1,10052	0,53194	0,00625	7,38709	0,04269
Καλπίνης- Σίμος	1,20997	1,10066	0,39912	0,01373	7,756	0,06189
Μάθιος Πυρίμαχα	1,16945	1,12522	0,25796	0,02337	6,98755	0,10724
Γενέρ	1,23734	1,12874	0,40566	0,01722	7,24593	0,03264
Seafarm Ionian	1,19381	1,13983	0,26631	0,00897	7,25558	0,02625
Βις	1,39263	1,14483	0,61826	0	7,34817	0,00544
Κατσέλης	1,18748	1,14525	0,20897	0,02936	7,4594	0,06462
A.S Company	1,33222	1,16429	0,47761	0,03891	7,10199	0,08944
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	1,22996	1,18454	0,17746	0,01083	7,28186	0,03225
Νηρεύς	1,28166	1,19893	0,27898	0,01171	7,66551	0,02077
Σέλμαν	1,33482	1,20008	0,38223	0,01021	8,08984	0,03638
Κρέκα	1,32974	1,20053	0,3911	0,01192	7,15745	0,05629
Εκτέρ	1,22837	1,20127	0,1142	0,01713	6,86218	0,06081
Γρ.Σαράντης	1,43141	1,20426	0,51084	0	7,92094	0,0091
Veterin	1,37246	1,21349	0,38572	0,00784	7,81391	0,03366
Ελεύθερη Τηλεόραση	1,27173	1,22503	0,16474	0	7,0012	0,03856
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	1,33367	1,26005	0,18954	0,02148	7,61326	0,05049
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,41422	1,30725	0,24903	0,02023	7,22406	0,04515
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	1,46198	1,3092	0,31134	0,03276	8,39668	0,10149
Lanipharm	1,6125	1,31506	0,42294	0,01175	8,1552	0,02881
Ελγάκα	1,52594	1,33679	0,33586	0,0167	7,93902	0,06457
Νίκας	1,57491	1,34997	0,37025	0,02759	7,71971	0,03625
Coca- Cola	1,47416	1,36985	0,20215	0,01193	8,74942	0,01633

Αλτέ	1,81472	1,37063	0,54493	0,02859	7,7701	0,07336
Δρομέας	1,46161	1,37575	0,17734	0,05696	7,11995	0,09748
Διεκάτ	1,67923	1,40486	0,19346	0,02946	7,76247	0,11074
Καθημερινή	1,47186	1,42235	0,10181	0,02326	7,55769	0,03888
Κλωστοϋφ. Ναυπάκτου	1,51691	1,42351	0,13499	0,06409	7,19755	0,13795
Αλουμύλ Μύλωνας	1,81601	1,42799	0,46887	0,01279	7,88726	0,05327
Connection	2,44403	1,444	0,68882	0,00754	7,29114	0,03011
Ridenco	1,685	1,46934	0,30359	0,02959	7,38388	0,06792
Άλκο Ελλάς	1,90065	1,47369	0,46788	0	7,41807	0,02626
Παντεχνική	1,61037	1,47581	0,21484	0,03403	7,55823	0,07808
Δούρος	1,65146	1,50408	0,22483	0,01689	6,94519	0,06696
Ευρωπαϊκή Τεχνική	1,72679	1,50859	0,30023	0	6,82637	0,00578
Frigoglass	1,55091	1,51031	0,04082	0,0106	7,50813	0,04617
Ο.Τ.Ε	2,32127	1,55179	0,41823	0,07626	9,50693	0,11452
Έμπεδος	1,71136	1,56461	0,20512	0,01078	7,16276	0,04098
Καρατζή	1,7885	1,57538	0,25856	0,00946	7,49557	0,03623
Πλαστικά Θράκης	1,83168	1,58057	0,28992	0,00704	7,67224	0,04408
Ελληνικά Καλώδια	1,9988	1,58424	0,3919	0,01651	8,02608	0,05226
F.H.L Κυριακίδης Μάρμαρα	2,47826	1,59543	0,59679	0,01458	7,16685	0,03508
Προοδευτική	1,7716	1,59653	0,22576	0,01923	7,50495	0,05766
Ελληνικάί Ιχθυοκαλλιέργειαι	1,97876	1,62296	0,35599	0,02062	7,18606	0,07214
Ελβάλ	1,86212	1,62777	0,24808	0,01971	8,51809	0,08073
Καρέλιας	2,56659	1,63535	0,57052	0,04933	8,09839	0,10456
Elmec Sport	2,32244	1,64251	0,5049	0,04262	7,84413	0,08943
Βαράγκης	1,85112	1,64999	0,22956	0,02831	6,86859	0,08248
Βιοτέρ	1,83729	1,65316	0,21896	0,02239	7,16625	0,04116
Ελληνικά Πετρέλαια	2,19346	1,65671	0,32892	0,02615	9,51532	0,11963
Βασιλόπουλος	3,57048	1,66715	0,70376	0,01452	8,69858	0,05322
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	1,88651	1,67894	0,23156	0,027	6,64888	0,11352
Επίλεκτος	2,13193	1,69317	0,38157	0,02583	7,70239	0,06354
ΑΤΠ- Κατ	2,19254	1,70349	0,40753	0,02312	7,40897	0,08
Μπάρμπα Στάθης	2,02029	1,71128	0,2981	0,03414	7,60749	0,07034
Αθηνά	1,9528	1,71583	0,23527	0,09148	7,72396	0,12983
Ντρουφάρμπεν Ελλάς	2,09805	1,73991	0,3251	0,02315	7,23322	0,04939
Λανακάμ	1,89087	1,75431	0,12427	0,02573	6,92988	0,1185
Μοχλός	2,07728	1,7637	0,28701	0,01866	7,41089	0,03553
Jumbo	3,15695	1,77842	0,60821	0,02183	7,90187	0,07908
Βογιατζόγλου Systems	2,2677	1,78467	0,37922	0,03261	7,30576	0,10414
Τεγόπουλος Εκδόσεις	1,91222	1,78706	0,1342	0,04684	7,8832	0,02149



**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2000, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Μουζάκης	2,6787	1,79447	0,51112	0,01828	7,66233	0,03024
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	2,15372	1,81419	0,2943	0,02131	6,55817	0,05434
Auto- Hellas	3,56001	1,82135	0,6675	0,03065	7,84843	0,0583
Μπενρουμπή	2,08248	1,82736	0,23223	0,07376	7,22331	0,09132
Χαϊδεμένος	1,99163	1,83784	0,15074	0,03228	7,25346	0,06812
Crown Hellas Cap	2,42473	1,85362	0,33497	0,09709	8,14709	0,08405
Ετέμ	2,18825	1,8622	0,25177	0,03135	7,70636	0,08765
Άκτωρ	2,18307	1,86661	0,2666	0,03252	7,92367	0,09586
Παπαστράτος	4,32702	1,90594	0,66141	0,08295	8,42148	0,1169
Γενική Εμπορίου	2,6808	1,91031	0,45751	0,04901	7,39792	0,08295
Ελβέ	2,65871	1,92326	0,44035	0,03597	7,05942	0,06998
Ιασώ	2,07119	1,96584	0,08908	0,04404	7,71738	0,0934
Σιδενόρ	2,33499	1,97355	0,25271	0,03036	8,33409	0,06369
Chirita	2,84596	1,9963	0,45598	0,01081	7,97719	0,03121
Τέρνα	2,27995	1,99939	0,23109	0,03483	7,42643	0,09402
Menaco	2,32701	2,06654	0,13418	0,03936	6,8074	0,07872
ΟΠ.Πετρόπουλος	3,35061	2,0693	0,5123	0,03477	7,60076	0,136
Γέκε	2,24454	2,0697	0,13499	0,07487	6,86042	0,1218
Αβαξ	2,24327	2,07503	0,13179	0,02915	7,60717	0,05297
Χαλυβδόφυλλων	2,77548	2,09785	0,36952	0	6,96673	0,00684
Ελτράκ	2,8647	2,10381	0,39159	0,02877	7,66615	0,08728
Αστήρ Παλάς Βουλευαγμένης	2,21749	2,12048	0,07469	0,02132	7,43091	0,04582
Βερνίκος Συμμετοχών	2,41804	2,14968	0,18242	0,01306	6,49954	0,07684
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	3,2381	2,18419	0,4709	0,00797	7,14079	0,03552
Kleeman Hellas	2,54548	2,24827	0,17322	0,0491	7,44122	0,1291
Τηλέτυπος	3,48757	2,25177	0,49347	0,03214	8,0692	0,0606
Πουλιάδης & Συνεργάτες	4,56888	2,26998	0,64051	0,03325	8,32242	0,05693
Ηρακλής	3,98199	2,27447	0,38111	0	8,60559	0,09029
Εθνική Ακινήτων	2,36476	2,30515	0,03986	0,00181	6,9499	0,03173
Ε.Παίρης	3,32848	2,35377	0,4077	0,01222	6,98387	0,05269
Imperio	2,71823	2,37359	0,19448	0,08584	7,24606	0,14518
Ινφορμάτικς	4,55714	2,3849	0,6003	0,01637	7,5275	0,0828
Datamedia	4,32302	2,42232	0,54829	0,0408	7,4899	0,17997
Γερμανός	3,02817	2,44005	0,28811	0,03787	8,52885	0,11083
Χαλκόρ	3,45407	2,45386	0,40203	0,03249	8,46029	0,0839
Αλουμίνιο Ελλάδος	3,70661	2,50041	0,29774	0,12556	8,6281	0,20971
Rilken	3,6012	2,53326	0,32693	0,06497	7,38215	0,24986
Μέτκα	3,09487	2,56035	0,25296	0,0357	7,78009	0,07143

Altec	3,97678	2,57283	0,46525	0,0393	8,24036	0,06502
Δάϊος Πλαστικά	3,18676	2,59394	0,26332	0,02865	7,02861	0,1248
Βαρβαρέσος	3,01747	2,61718	0,19604	0,01306	7,33038	0,05188
Ικτίνος Ελλάς	4,47081	2,68374	0,50435	0,01332	6,96578	0,0565
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	4,66024	2,68485	0,42341	0,0752	7,91478	0,2297
Εβροφάρμα	3,36194	2,68706	0,28573	0,02746	6,99291	0,06775
Δομική Κρήτης	3,13239	2,72545	0,16592	0,02231	7,03524	0,10264
PC Systems	6,03434	2,73951	0,65147	0,00489	7,65447	0,06024
Χ.Ροκάς	3,12929	2,7445	0,17647	0,02957	7,49675	0,12587
Πλαστικά Κρήτης	3,56356	2,77742	0,29879	0,0258	7,69983	0,1268
Τρία Άλφα	4,66078	2,79549	0,45971	0,0246	6,76264	0,13324
Ιντρακόμ	7,47768	2,85386	0,69658	0,03424	8,78762	0,08683
Euromedica	3,53315	2,91067	0,24296	0,01024	6,71901	0,02821
Μουσικός Οίκος Φιλ.Νάκας	7,42142	2,92678	0,6963	0,05711	7,37786	0,13268
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	4,16663	2,98133	0,32347	0,03344	8,11894	0,13517
Ζάμπα	3,33252	2,99179	0,14233	0,05313	7,34995	0,23354
Ηλεκτρονική Αθηνών	5,31581	3,02352	0,52622	0,02584	7,74243	0,09418
Ελαίς	5,34413	3,17793	0,48957	0,10819	8,2267	0,2206
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	4,02828	3,25292	0,1104	0	8,39587	0,01596
Alpha Αστικά Ακίνητα	3,70882	3,41574	0,1036	0,04093	7,03345	0,10234
Comm Group	6,7803	3,41786	0,58114	0,01475	7,00026	0,02465
Τεξαπρέτ	4,01469	3,44864	0,17801	0,01528	6,98511	0,07095
Imaco Media	5,73948	3,61184	0,44754	0,01723	7,37546	0,07582
Κ.Καρδασιάρης & Υιοί	13,3522	3,63848	0,78558	0,01365	7,60384	0,05381
Πλαίσιο Computers	5,9059	3,76237	0,42497	0,03744	7,89835	0,10276
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	4,4337	3,81907	0,17779	0,04567	7,46338	0,12469
Τπάν	5,43693	3,95999	0,25509	0,06378	8,53132	0,20159
Paperpack- Τσουκαρίδης	6,71639	4,01587	0,46182	0,01422	7,102	0,02465
Ιατρικό Αθηνών	6,36661	4,14952	0,41007	0,04003	7,93392	0,09583
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,32314	4,22627	0,53388	0,02014	8,77456	0,12263
Delta Singular	6,26292	4,26903	0,37593	0,05022	7,42641	0,06631
CPI	14,12298	4,39766	0,7242	0,11729	7,2506	0,25633
Byte Computer	7,33389	4,53494	0,43901	0,02941	7,37403	0,09535
Vodafone- Panafon	8,84137	4,56498	0,50577	0,06075	8,92244	0,25488
Ναυτεμπορική	5,67209	4,93738	0,15726	0,06563	7,04001	0,14431
Hyatt Regency	12,17259	5,03679	0,61471	0,07283	7,97784	0,20075
Dionic	12,56118	5,27758	0,62893	0,01236	7,24036	0,02374
Logicdis	8,01937	5,35545	0,37544	0,02243	7,37419	0,09766
Informer	6,43757	5,37727	0,19029	0,04452	7,11653	0,10995

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2001, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Μηχανική	0,58692	0,61158	0,06001	0,02432	7,48365	0,01971
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,53955	0,63783	0,21474	0	7,17173	0,0146
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,60594	0,69489	0,23241	0,00353	7,31107	0,01141
Έτμα	0,57716	0,73779	0,38591	0,00255	7,16879	0,02171
Νότος Com Holdings	0,52757	0,75238	0,48844	0	8,12804	0,05168
Σέλμαν	0,61136	0,76173	0,39871	0,00982	8,12204	0,01994
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,55009	0,76373	0,4752	0,00605	7,36515	0,01559
ΕΥΔΑΠ	1,02312	0,79488	0,18791	0,021	8,45889	0,09673
Έλτον	0,59583	0,79719	0,49816	0,02659	7,34912	0,06421
Καρατζή	0,73024	0,79865	0,27027	0,01048	7,55214	0,02939
Καθημερινή	0,85041	0,86393	0,09298	0,04176	7,56519	0,04506
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,85139	0,89998	0,34331	0,00631	8,28827	0,02524
Lanipharm	0,87775	0,90703	0,43692	0,01141	8,24466	0,02886
Βάλκαν Έξπορτ	0,90132	0,90717	0,07323	0	7,30974	0,01923
Seafarm Ionian	0,85534	0,9093	0,37888	0,00726	7,34189	0,02167
Γρ.Σαράντης	0,83642	0,90984	0,48619	0	7,93492	0,02203
Μάθιος Πυρίμαχα	0,88758	0,91667	0,25928	0,01603	7,08389	0,07498
Νηρεύς	0,90773	0,92794	0,29121	0,01202	7,69322	0,02061
Αλλατίνη	0,90616	0,92972	0,26413	0	7,49205	0,02039
Καλπίνης- Σίμος	0,8883	0,93809	0,45622	0,0085	7,77613	0,03094
Τεγόπουλος Εκδόσεις	0,9617	0,96415	0,10013	0	7,90379	0,00011
Σφακιανάκης	0,83165	0,96901	0,83311	0	8,16015	0,00105
Αεγέκ	1,07668	0,98291	0,08812	0,02011	7,8565	0,04133
Δρομέας	0,98625	0,98558	0,17165	0,05909	7,12927	0,10043
Ridenco	0,98874	0,9867	0,33363	0,03911	7,34366	0,04009
Ερμής	0,98775	0,98852	0,10331	0,01763	7,30586	0,06936
Kego	0,98768	0,99195	0,55782	0,03001	7,42987	0,09803
Κυλινδρ.Λούλη	0,99535	0,99381	0,52046	0,00698	7,62573	0,02552
Σαραντόπουλος	1,00645	0,99638	0,42552	0,0151	7,48637	0,06444
Αλτέ	1,04065	1,02418	0,39955	0,00183	7,96781	0,05765
Νίκας	1,04853	1,02898	0,31692	0,05172	7,7535	0,05054
Αφοί Μεσοχωρίτη	1,04478	1,03706	0,17118	0,01682	7,05193	0,02321
Έμπεδος	1,05805	1,0397	0,31072	0	7,04599	0,02633
Ατλάντικ Super Market	1,30702	1,05648	0,80707	0,00401	8,44996	0,00591
Βις	1,18075	1,05805	0,60024	0	7,40665	0,00656
Frigoglass	1,07226	1,06104	0,06009	0,0143	7,54	0,01638
Γενέρ	1,12259	1,0627	0,31486	0,01041	7,21891	0,03054
Ελγέκα	1,15578	1,08134	0,41809	0,01255	7,98902	0,05937
ΔΕΗ	1,54079	1,08544	0,72458	0	9,48772	0,04515

Βερνίκος Συμμετοχών	1,12323	1,08622	0,26672	0,02138	6,54785	0,05126
Βιοτέρ	1,17698	1,11111	0,37106	0,01328	7,25674	0,02397
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,16667	1,11132	0,31028	0,01115	7,26097	0,02324
Απτι- Κατ	1,22488	1,13437	0,39839	0,01533	7,54222	0,06786
Πλαστικά Θράκης	1,20831	1,14719	0,24055	0,0095	7,6541	0,02483
Αρτοβιομηχ. Καραμολέγκος	1,32077	1,15179	0,52681	0,00348	7,2066	0,01622
Άλμα- Ατέρμων	1,76644	1,16873	0,77716	0,04038	7,75866	0,06947
Datamedia	1,44283	1,17368	0,56763	0,00532	7,34745	0,02262
Veterin	1,39321	1,19413	0,46523	0,00705	7,753	0,03169
Ελτράκ	1,41973	1,20954	0,47092	0,02471	7,50621	0,073
Ελληνικά Πετρέλαια	1,42947	1,22349	0,29166	0,01607	9,46022	0,02117
Ευρωπαϊκή Τεχνική	1,38616	1,23469	0,39218	0	6,9408	0,00876
Χαϊδεμένος	1,27818	1,24115	0,12714	0	7,21222	0,00416
Προοδευτική	1,31126	1,25339	0,16853	0,0174	7,58318	0,06342
Τηλέτυπος	1,61089	1,25357	0,56995	0,02797	8,09592	0,06198
Δομική Κρήτης	1,44005	1,26262	0,34074	0,01606	7,10999	0,03225
Ελβάλ	1,39869	1,26401	0,29915	0,01721	8,55916	0,06442
Διεκάτ	1,6427	1,26501	0,38329	0,02085	7,84205	0,07797
Βασιλόπουλος	2,72632	1,26926	0,81514	0,00822	8,79282	0,03435
Άλκο Ελλάς	1,48437	1,2748	0,42102	0,01146	7,42067	0,02472
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	1,33627	1,28521	0,10539	0,0671	7,19737	0,10736
Εκτέρ	1,34754	1,28616	0,17081	0,01648	6,93899	0,05321
Elmec Sport	1,60591	1,29123	0,50302	0,02252	7,90254	0,09138
Connection	2,37612	1,2981	0,77841	0,0044	7,50393	0,01937
Ετέμ	1,46045	1,29885	0,3072	0,02732	7,7799	0,07968
Coca- Cola	1,38756	1,30198	0,20983	0,01213	8,76366	0,01625
Χαλυβδόφυλλων	1,56718	1,32786	0,41153	0	6,94774	0,00371
Ντρουκάρμπεν Ελλάς	1,62843	1,34463	0,43097	0,0187	7,33522	0,04753
Κυριακούλης Ναυπιακή	1,52397	1,34529	0,34101	0,02163	6,61384	0,05451
Επίλεκτος	1,54844	1,3553	0,34026	0,00792	7,74908	0,01607
Μπάρμπα Στάθης	1,6509	1,37106	0,42227	0,04008	7,70748	0,06369
Ελληνικά Καλώδια	1,70462	1,37739	0,43757	0,01524	8,01688	0,0422
Παντεχνική	1,49902	1,37908	0,23689	0,03936	7,65116	0,11846
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	2,07483	1,38564	0,39925	0,05907	7,72027	0,12215
ΕΥΑΘ	1,82061	1,38746	0,4696	0,03117	7,64994	0,18434
Auto- Hellas	2,38926	1,39218	0,7053	0,0424	7,91995	0,06454
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	1,62223	1,39406	0,35004	0,02553	7,70239	0,04686
Πουλιάδης & Συνεργάτες	2,10598	1,42025	0,61567	0,01243	8,24855	0,03505
Γερμανός	1,65496	1,42033	0,35269	0,0367	8,61658	0,10448
Καρέλιας	1,99906	1,42111	0,54765	0,03922	8,16868	0,14274
Δούρος	1,57688	1,47572	0,17531	0,0111	6,9504	0,05286
Vivere	2,12894	1,47661	0,54851	0	6,82536	0,00565
Μουσικός Οίκος Φιλ.Νάκας	1,60185	1,48046	0,19939	0,01765	7,40102	0,0753
Ιατρικό Αθηνών	2,03717	1,50737	0,50627	0,02067	8,09739	0,03629
Ε.Παίρης	2,28744	1,52857	0,57401	0,0083	7,05936	0,02886
Μοχλός	1,71735	1,5299	0,26058	0,01465	7,57923	0,04856
Ιντρακόμ	2,30937	1,53113	0,57691	0,03159	8,88676	0,07703
Mevaco	1,65747	1,5536	0,15466	0,04974	6,81597	0,07358

**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2001, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Βογιατζόγλου Systems	1,90848	1,55365	0,38739	0,02665	7,30623	0,06849
Ζάμπα	1,63909	1,55418	0,12514	0,03388	7,01831	0,09399
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	2,27123	1,60836	0,46351	0,0249	8,12118	0,09295
Αλουμύλ Μύλωνας	2,2179	1,62812	0,48292	0,00286	8,00369	0,05141
Crown Hellas Can	1,94503	1,63131	0,26185	0,01565	8,20779	0,08589
Σιδενόρ	2,0656	1,65076	0,37443	0,02809	8,4059	0,05349
Βαράγκης	1,86044	1,66394	0,22444	0,02686	6,89448	0,06848
Μουζάκης	2,37892	1,66592	0,50044	0,01185	7,75225	0,01837
Ο.Τ.Ε	2,68757	1,66595	0,44447	0,04577	9,53729	0,08516
Imperio	1,80371	1,67369	0,15815	0,06671	7,2116	0,11535
Τέρνα	2,03999	1,67958	0,34535	0,02944	7,55109	0,08611
Ιασώ	1,76767	1,68067	0,09974	0,06508	7,74089	0,09242
Κατσέλης	1,97059	1,68899	0,28196	0,02741	7,53206	0,04265
F.H.L Κυριακίδης Μάρμαρα	2,53525	1,69418	0,54559	0,02307	7,38786	0,06939
Ελβέ	2,40845	1,70039	0,48171	0,01887	7,21461	0,05427
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης	1,79805	1,72629	0,08271	0,02389	7,40344	0,04716
Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειαι	2,17649	1,72948	0,3766	0,04063	7,30815	0,0555
Γενική Εμπορίου	2,36505	1,73077	0,46392	0,04904	7,44671	0,09044
Kleeman Hellas	1,9476	1,74935	0,18938	0,05279	7,55415	0,12212
Euromedica	2,27406	1,75384	0,40422	0,00536	7,60865	0,0221
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,66944	1,78147	0,49006	0,03384	7,61165	0,12404
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	1,98768	1,78903	0,19938	0,05759	7,35582	0,08397
Πλαστικά Κρήτης	2,24415	1,793	0,35215	0,02189	7,74436	0,10913
Alpha Αστικά Ακίνητα	1,93424	1,8103	0,1217	0,04784	7,16911	0,12984
Βετανέτ	2,04767	1,81804	0,21902	0,03754	7,03225	0,08466
Γέκε	2,0033	1,84651	0,15117	0,07892	6,8664	0,13059
Παπαστράτος	5,44138	1,84993	0,74849	0,07167	8,46432	0,10239
Δέλτα Παγωτού	2,3797	1,87998	0,3622	0,00308	5,34297	0,00316
Imaco Media	2,95646	1,8834	0,54644	0	7,33058	0,02242
Alfa Alfa Energy	9,33048	1,91934	0,88771	0,0012	7,13654	0,02418
Ηλεκτρονική Αθηνών	3,23196	1,92469	0,58133	0,04307	7,87491	0,1016
Αλουμίνιο Ελλάδος	2,67431	1,92733	0,25714	0,12301	8,60704	0,20545
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	2,5337	1,94028	0,26334	0,0056	8,43192	0,06827
Dionic	2,86265	1,9518	0,48726	0,00945	7,41338	0,02815
Λανακάμ	2,06738	1,97127	0,09004	0,01929	6,71357	0,06523
Ινφορμάτικς	4,09936	1,97937	0,67242	0,01177	7,58729	0,05388
Εβροφάρμα	2,9909	1,98295	0,50628	0,01303	7,20088	0,03754
Χ.Ροκάς	2,2096	1,99158	0,16359	0,03158	7,43408	0,10272
Βάρδας	3,78036	2,0017	0,63516	0,04776	7,41219	0,12561

Rilken	2,60173	2,03019	0,26137	0,06489	7,3775	0,21755
Μέτκα	2,52378	2,03325	0,31899	0,03571	7,96445	0,09615
Χαλκόρ	2,8618	2,04788	0,43263	0,03739	8,46931	0,10049
Jumbo	4,23717	2,05121	0,65504	0,02544	8,0172	0,15292
Αθηνά	2,53261	2,05316	0,29911	0,04657	7,93642	0,12516
Άκτωρ	2,54353	2,0577	0,25649	0,06248	8,08234	0,15594
Ικτίνος Ελλάς	3,03179	2,10772	0,44734	0,01654	7,0163	0,04576
Εκδόσεις Λυμπέρη	3,07496	2,12631	0,39488	0	7,62635	0,00361
Βαρβαρέσος	2,87112	2,14028	0,38585	0,0086	7,34305	0,0276
Αβαξ	2,40027	2,14286	0,18014	0,03366	7,82437	0,09651
Chirpita	3,37561	2,16224	0,50595	0,01127	8,04676	0,03144
Μπενρουμπή	2,67846	2,19543	0,28228	0,06456	7,2795	0,12269
Delta Singular	2,52012	2,20742	0,19558	0,0503	7,97504	0,09856
Μοτορ όιλ	5,82969	2,27961	0,60608	0,10764	9,17863	0,1742
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	6,78934	2,31481	0,77203	0,0128	7,65991	0,04874
Εθνική Ακινήτων	2,35682	2,32038	0,02473	0,00349	7,01647	0,02098
Spider	3,03505	2,3999	0,31036	0,01211	7,14215	0,03742
Paperpack- Τσουκαρίδης	4,32635	2,40765	0,55936	0,02016	7,13104	0,0217
PC Systems	4,89542	2,47338	0,61984	0,02757	7,68838	0,06293
CPI	4,46526	2,49279	0,55718	0,06204	7,28413	0,1502
Κρέκα	3,92423	2,55043	0,46967	0,01153	7,10546	0,03952
Comm Group	3,46718	2,56016	0,3675	0,01146	6,87578	0,01845
Ηρακλής	4,7261	2,58675	0,40674	0,02504	8,68219	0,13597
Logicdis	3,51263	2,59542	0,36183	0,02607	7,4291	0,06489
Πλαίσιο Computers	4,64285	2,65942	0,5378	0,03155	8,02942	0,08988
Δάιος Πλαστικά	3,09109	2,66941	0,19122	0,01897	7,06999	0,07467
Sex Form	5,29032	2,72297	0,5887	0,02808	7,53375	0,04848
Vodafone- Panafon	5,39806	2,78082	0,56255	0,04279	8,98991	0,1823
Τιπάν	4,87207	2,78612	0,42029	0,04839	8,57504	0,16772
Unisystems	4,38566	2,90798	0,33359	0,06566	7,70201	0,20251
Ελαίς	4,55266	2,90834	0,45013	0,0718	8,20588	0,16463
Inform Π.Λύκος	3,59424	2,92958	0,25617	0,08328	7,64415	0,1387
Ιντρακόμ Κατασκευές	4,03819	2,9868	0,33109	0,08927	7,68474	0,16054
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	4,37814	3,04224	0,39369	0,02016	6,68561	0,08845
Hyatt Regency	6,16911	3,09322	0,56929	0,08703	7,99816	0,21797
Τρία Άλφα	5,02022	3,1006	0,43736	0,03021	6,81486	0,13998
Ναυτεμπορική	3,63763	3,12189	0,18219	0,06562	7,06017	0,12711
A.S Company	4,89533	3,15124	0,44253	0,018	7,11971	0,06631
Τεξαπρέτ	3,83877	3,19649	0,21821	0,01282	6,96497	0,02869
Byte Computer	5,25974	3,27658	0,46322	0,04487	7,46156	0,10249
Everest	3,56417	3,36003	0,07868	0,05076	6,32271	0,09376
ΟΠΑΠ	15,29495	3,65581	0,79817	0,23625	9,25512	0,4615
Creta Farm	5,92508	3,69874	0,44593	0,00534	7,64966	0,06667
Quality and Reliability	4,23908	3,7002	0,16621	0,03638	6,87027	0,12989
Medicon Hellas	6,6415	3,73365	0,47209	0,05596	7,10178	0,10654
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,68778	3,82319	0,60168	0,04231	8,92875	0,19656
Fitco	6,77237	3,83667	0,50668	0,04243	7,3193	0,10234
Μπάμπης Βωβός	9,80123	4,11225	0,61123	0,05052	7,84103	0,22817

**Σύνολο εταιρειών με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2002, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,19637	0,392	0,24485	0,00278	7,22707	0,01266
Βάλκαν Έξπอร์ต	0,39499	0,43131	0,06179	0	7,31137	0,00826
Euromedica	0,79442	0,4727	0,04779	0,0047	7,65811	0,00909
Μοχλός	0,24625	0,49381	0,32901	0,02026	8,47593	0,0477
Έτμα	0,35591	0,51427	0,25046	0,00334	7,08037	0,00415
Μηχανική	0,47852	0,5158	0,0717	0,01281	7,62067	0,02574
Ερμής	0,48396	0,51956	0,07219	0,02165	7,4303	0,08506
ΕΥΔΑΠ	0,49704	0,52366	0,18958	0,00923	8,45485	0,04167
Αλτέ	0,17853	0,52812	0,42618	0	8,06357	0,00676
Προοδευτική	0,42912	0,54214	0,20156	0	7,34194	0,02874
Νηρεύς	0,30117	0,54731	0,35469	0	7,74653	0,00805
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,34483	0,54776	0,32422	0,00537	8,18835	0,0162
Seafarm Ionian	0,28789	0,56863	0,39547	0,00252	7,36124	0,00283
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,51038	0,58728	0,15757	0,01322	7,20885	0,03366
Frigoglass	0,56223	0,59614	0,08295	0,02395	7,6344	0,04494
Δρομέας	0,49751	0,59763	0,20281	0,01031	7,0072	0,0149
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,23839	0,61606	0,49638	0	7,60567	0,00999
Βερνίκος Συμμετοχών	0,51047	0,61849	0,23115	0,0083	6,43592	0,01359
Καθημερινή	0,56818	0,62152	0,12359	0,01375	7,62677	0,01553
Καρατζή	0,45955	0,62295	0,30344	0,00998	7,57603	0,01756
Σέλμαν	0,34153	0,62473	0,43332	0	8,16912	0,00154
Απτι- Κατ	0,42964	0,65294	0,40943	0,00716	7,87249	0,03358
Τεγόπουλος Εκδόσεις	0,64097	0,67705	0,10644	0,01925	7,93558	0,02221
Γενέρ	0,47618	0,67757	0,39738	0,00379	7,47446	0,02552
Έμπεδος	0,44577	0,69487	0,46167	0,00696	7,94978	0,05224
Αεγέκ	0,59302	0,69743	0,25702	0,01191	7,50054	0,03418
Αθηνά	0,6262	0,71774	0,33613	0,01294	8,20431	0,06186
Ζάμπα	0,7129	0,73364	0,08049	0,01486	6,74839	0,11146
Lanipharm	0,48755	0,736	0,50108	0,00698	8,20978	0,03009
Ελβάλ	0,63719	0,74943	0,3271	0,00554	8,58604	0,02815
Ευρωπαϊκή Τεχνική	0,55883	0,75085	0,43524	0	7,16191	0,00296
Μάθιος Πυρίμαχα	0,69816	0,76921	0,23779	0,01194	7,11263	0,07687
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,49952	0,7734	0,54872	0,0081	7,46719	0,0366
Γρ.Σαράντης	0,59836	0,78984	0,49037	0,00822	7,96927	0,01966
Εθνική Ακινήτων	0,79134	0,79539	0,02191	0,0035	7,06297	0,00874
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	0,73984	0,79791	0,22935	0,02939	7,23791	0,03532
Δούρος	0,74792	0,80405	0,2227	0,01735	6,95064	0,01389
Ridenco	0,67429	0,80705	0,41328	0,03136	7,38829	0,04639
Veterin	0,62204	0,80771	0,51083	0,00397	7,68304	0,01487

ΔΕΗ	0,70514	0,81248	0,52211	0,01936	9,81271	0,03951
Πουλιάδης & Συνεργάτες	0,56131	0,81336	0,60469	0,00194	8,14896	0,00059
Παντεχνική	0,69055	0,82586	0,44602	0,01289	7,96796	0,05015
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	0,63511	0,82672	0,52511	0,00431	7,29876	0,02054
Ετέμ	0,74664	0,82751	0,36619	0,02824	7,8052	0,07489
Βιοτέρ	0,70879	0,83692	0,46121	0,00893	7,66656	0,02934
Compucon	0,78052	0,8392	0,27795	0,03092	6,74174	0,14656
Χαλυβδόφυλλων	0,74538	0,85362	0,44554	0	7,12225	0,00359
Διεκάτ	0,71355	0,85417	0,51764	0,018	7,78214	0,06113
Καλπίνης- Σίμος	0,72768	0,86068	0,49231	0,0139	7,85351	0,06201
Ελληνικά Καλώδια	0,719	0,86584	0,53728	0,00859	7,99475	0,01135
Εκδόσεις Λυμπέρη	0,82664	0,86764	0,42399	0	7,63936	0,03615
Δομική Κρήτης	0,83546	0,87817	0,38426	0	7,29766	0,01488
Κυλινδρ.Λούλη	0,73102	0,87878	0,56272	0,0018	7,71441	0,00313
Άλκο Ελλάς	0,77329	0,88004	0,49419	0,00953	7,39188	0,01646
Ιντρακόμ	0,76925	0,88095	0,53114	0,01661	8,83703	0,06746
Δίας Ιχθυοκαλλιέργειες	0,72914	0,88971	0,59746	0,00929	6,93095	0,04395
Πλαστικά Θράκης	0,86916	0,8968	0,23517	0,01225	7,65633	0,02637
Έδραση Χ.Ψαλλίδας	0,81673	0,89879	0,48885	0,01298	7,81957	0,03928
Ατλάντικ Super Market	0,43514	0,89973	0,82387	0,00351	8,68285	0,00513
Σφακιανάκης	0,60876	0,89993	0,78247	0,00604	8,17095	0,03228
Βογιατζόγλου Systems	0,86862	0,90705	0,30133	0,01498	7,28461	0,03897
Βις	0,76918	0,90859	0,60932	0	7,58601	0,00457
Ελγέκα	0,85395	0,91329	0,45159	0,02145	8,01364	0,04114
Μουσικός Οίκος Φιλ.Νάκας	0,90455	0,92525	0,2348	0,03634	7,43395	0,06027
Αλουμύλ Μύλωνας	0,86284	0,92979	0,5037	0,00713	8,07378	0,05539
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	1,05033	0,9346	0,23696	0,0301	8,44051	0,09174
Ελληνικά Πετρέλαια	1,12987	0,93817	0,26561	0,01821	9,44391	0,04937
Κρέκα	0,92195	0,96079	0,49955	0,00647	7,11859	0,02308
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	0,9624	0,97917	0,446	0,01789	6,82272	0,04989
Rilken	1,06848	0,98504	0,3082	0,03803	7,38301	0,15372
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	0,96704	0,98681	0,10817	0,05463	7,11894	0,11007
Αλλατίνη	0,99081	0,99174	0,27756	0	7,50159	0,0143
Επίλεκτος	1,00479	0,99868	0,1801	0,00608	7,74099	0,00445
Ντρουκάρμπεν Ελλάς	1,03665	1,01507	0,4579	0,01981	7,38749	0,03177
Kleeman Hellas	1,04719	1,02282	0,25825	0,04155	7,64283	0,11015
Έλτον	1,06588	1,03426	0,48007	0,0165	7,38126	0,07011
Βαράγκης	1,05331	1,0404	0,20128	0,01134	6,86238	0,01863
Χ.Ροκάς	1,05743	1,04227	0,11697	0,03214	7,36981	0,10169
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,07172	1,04354	0,36694	0,01267	7,29734	0,0467
Προμότα Ελλάς	1,12517	1,04814	0,54704	0,00665	7,37218	0,09443
Ελτράκ	1,12621	1,04974	0,51939	0,02875	7,57194	0,06539
Elmec Sport	1,15923	1,06048	0,52923	0,02117	7,97485	0,09415
Imaco Media	1,17553	1,06298	0,62138	0	7,38645	0,02195
Μουζάκης	1,16511	1,06953	0,50362	0,00512	7,71357	0,00901
Alpha Αστικά Ακίνητα	1,0922	1,07511	0,12867	0,11203	7,19439	0,14617
Νότος Com Holdings	1,22061	1,07861	0,56817	0,0176	8,27274	0,09605
Γενική Εμπορίου	1,17931	1,08792	0,50713	0,03723	7,44654	0,06924



**Σύνολο εταιρειών με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για το έτος 2002, όπως αυτό προσδιορίστηκε με τη βοήθεια του δείκτη “Market to Book Asset Ratio” (όπου equity ratio η εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Χαλκόρ	1,2139	1,0907	0,53936	0,03907	8,44107	0,05614
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	1,3348	1,09248	0,37227	0,04617	7,77999	0,16696
Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη	1,18473	1,09595	0,46181	0,04035	7,01399	0,08624
Εκτέρ	1,15412	1,09826	0,33655	0,01622	7,35401	0,05578
Coca- Cola	1,13462	1,10261	0,21354	0,01276	8,78398	0,01718
Crown Hellas Can	1,26811	1,10545	0,48958	0,01316	8,29386	0,06539
Βασιλόπουλος	1,86215	1,10707	0,82028	0,00816	8,86805	0,03577
Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειαι	1,26928	1,11902	0,55152	0,00507	7,51714	0,02337
Ζήνων	1,21264	1,13084	0,38317	0,01888	6,93288	0,09266
Centric Multimedia	1,2945	1,13597	0,52233	0,02956	7,03302	0,06202
Ιατρικό Αθηνών	1,33487	1,13617	0,5867	0,01207	8,17198	0,01803
Γαλαξίδι Θαλάσσιες Καλλιέργειες	1,32613	1,13663	0,57072	0,01444	6,89077	0,06259
Κατσέλης	1,23953	1,14452	0,38805	0,03053	7,61265	0,05471
Ε.Παίρης	1,45018	1,1491	0,64079	0,00726	7,15535	0,02495
Alfa Alfa Energy	3,07476	1,15862	0,92189	0	7,1745	0,00569
Νίκας	1,2394	1,15927	0,31455	0,03418	7,76459	0,0775
Dionic	1,47259	1,17096	0,62631	0,01063	7,48732	0,03043
Auto- Hellas	1,62707	1,17476	0,697	0,03484	7,93982	0,0782
Σιδενόρ	1,34783	1,1752	0,47201	0,06393	8,5347	0,11198
Ιντρακόμ Κατασκευές	1,29132	1,17911	0,35559	0,08136	7,5875	0,17661
Αλουμίνιο Ελλάδος	1,40766	1,18445	0,13141	0,05379	8,55976	0,09983
Ο.Τ.Ε	1,74872	1,18635	0,50635	0,04408	9,53799	0,06833
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	1,48795	1,20429	0,49158	0,02393	8,08383	0,08229
Εβροφάρμα	1,50368	1,20862	0,58581	0,01119	7,27065	0,02186
ΕΥΑΘ	1,42807	1,22344	0,3762	0,05275	7,75957	0,23793
Chirita	1,50764	1,24318	0,50893	0,0109	8,04881	0,03915
Ελβέ	1,51416	1,24322	0,52595	0,00646	6,95603	0,01114
Comm Group	1,39969	1,24447	0,38485	0	6,77286	0,00338
Τέρνα	1,45972	1,25093	0,44109	0,02858	8,22017	0,11023
Alsincο	1,92008	1,27911	0,69356	0,00984	7,02804	0,04488
Λανακάμ	1,3186	1,29279	0,08147	0,0196	6,60369	0,02896
Μπάρμπα Στάθης	1,57774	1,30627	0,46501	0,04958	7,79642	0,07637
Ηλεκτρονική Αθηνών	1,79257	1,31993	0,58678	0,02485	7,94005	0,06365
Ηρακλής	1,93226	1,32013	0,38099	0,04634	8,6849	0,16523
Medicon Hellas	1,70225	1,32829	0,4501	0,05263	7,05263	0,13863
Καρέλιας	1,62691	1,32954	0,42861	0,03917	8,07074	0,17374
Τηλέτυπος	2,01718	1,3771	0,61813	0,03127	8,13955	0,07776
Γερμανός	1,56862	1,37727	0,33638	0,03616	8,71325	0,1177
Paperepack- Τσουκαρίδης	2,11504	1,39461	0,61961	0,00268	7,21	0,00991

Fitco	1,93813	1,395	0,57427	0,02104	7,19093	0,01331
PC Systems	2,3109	1,39923	0,69016	0,00058	7,59845	0,00092
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμένης	1,47503	1,43599	0,06817	0,024	7,43452	0,04961
F.H.L Κυριακίδης Μάρμαρα	2,0289	1,43787	0,57311	0,02436	7,41523	0,05287
Μέτκα	1,6167	1,44533	0,27283	0,06403	7,95767	0,11764
Ικτίνος Ελλάς	1,89742	1,46357	0,47209	0,02175	7,06883	0,04662
Jumbo	2,64387	1,4928	0,68423	0,0293	8,05466	0,12747
Kego	2,36678	1,5163	0,61863	0,06334	7,41827	0,08917
Πλαστικά Κρήτης	1,89449	1,52801	0,39804	0,01789	7,78662	0,10395
Creta Farm	2,18161	1,59205	0,49799	0,00901	7,73193	0,05807
CPI	2,35828	1,5974	0,54257	0,02384	7,28387	0,08886
Βετανέτ	1,99374	1,6008	0,39492	0,02766	7,04832	0,07462
Ινφορμάτικς	2,38204	1,62916	0,53703	0,00771	7,56966	0,02618
Imperio	1,78748	1,64356	0,15437	0,06601	7,2145	0,10553
Υγεία	2,50213	1,65338	0,55388	0,02508	7,86847	0,08174
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,31161	1,66643	0,42839	0,0367	7,59103	0,09753
A.S Company	2,31188	1,7097	0,44301	0,01696	7,17695	0,08828
Delta Singular	1,95669	1,7115	0,24312	0,04136	7,86171	0,07545
Στέλιος Κανάκης	1,9676	1,72416	0,24971	0,03671	7,0705	0,13203
Γέκε	1,85938	1,73747	0,13569	0,06496	6,87338	0,10735
Τρία Άλφα	2,63167	1,83702	0,43656	0,01099	6,6334	0,02902
Άκτωρ	2,47502	1,83952	0,40465	0,09964	8,4809	0,23201
Μπενρουμπή	2,269	1,91535	0,27679	0,06281	7,36353	0,11904
Μοτορ όιλ	4,8955	1,94232	0,59966	0,09729	9,13411	0,14725
Menaco	2,08862	1,94244	0,13133	0,0376	6,90716	0,08191
Βάρδας	4,30716	1,95227	0,7096	0,04753	7,6114	0,06293
Inform Π.Λύκος	2,33276	1,97936	0,26278	0,05569	7,65934	0,14104
Παπαστράτος	5,35433	1,98262	0,7227	0,07758	8,57205	0,11901
Άλμα- Ατέρμων	6,0424	1,99569	0,80208	0,02984	7,77954	0,05589
Unisystems	2,90386	1,99954	0,33011	0,06965	7,6955	0,18466
Δάιος Πλαστικά	2,19068	2,01701	0,14029	0,01326	7,07482	0,05061
Ιασώ	2,22486	2,02472	0,14653	0,05959	7,83259	0,12089
Απικές Εκδόσεις	4,26116	2,06531	0,66173	0,02807	7,18243	0,0873
Κ.Καρδασιάρης & Υιοί	5,22992	2,07627	0,74469	0,00608	7,64798	0,07111
Ναυτεμπορική	2,37875	2,07965	0,18811	0,0517	7,08134	0,12982
Rainbow Computer	2,54686	2,08391	0,29238	0,00869	6,79975	0,03831
Informet	2,57655	2,10742	0,1911	0,06318	7,31806	0,10277
Άβαξ	2,70418	2,12741	0,32868	0,08226	8,16523	0,12246
Πλαίσιο Computers	3,45602	2,16669	0,50735	0,05232	8,16297	0,15314
Τιτάν	3,60902	2,32201	0,38276	0,04566	8,6134	0,16498
Byte Computer	3,39882	2,36149	0,43152	0,04856	7,50047	0,11085
Ελαίς	3,7528	2,45026	0,45609	0,06105	8,26142	0,20704
Μπάμπης Βωβός	4,85554	2,49644	0,58761	0,02415	8,05761	0,1311
Vodafone- Panafon	4,49709	2,62214	0,48266	0,04263	9,09892	0,18748
Spider	3,89893	2,63633	0,43522	0,01358	7,34271	0,06277
Δέλτα Παγωτού	11,32585	2,67757	0,82684	0,06663	7,85739	0,13563
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	5,92729	2,9305	0,57132	0,08805	9,04368	0,23754
Hyatt Regency	7,08183	2,93747	0,66001	0,09989	8,07043	0,21876

**Σύνολο εταιρειών ταξινομημένες ανά έτος(stacked by date), έτσι όπως αυτό προσδιορίστηκε στα πλαίσια της “Pool Time Series Analysis” για την τριετία 2000-2002(όπου equity και asset ratio οι εξαρτημένες μεταβλητές, ενώ debt, dividends, size και profits οι ανεξάρτητες μεταβλητές)**

Επωνυμία	Equity Ratio	Asset Ratio	Debt	Dividends	Size	Profits
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,32314	4,22627	0,53388	0,02014	8,77456	0,12263
O.T.E	2,32127	1,55179	0,41823	0,07626	9,50693	0,11452
Ελληνικά Πετρέλαια	2,19346	1,65671	0,32892	0,02615	9,51532	0,11963
ΕΥΔΑΠ	1,18149	0,97644	0,16008	0,02192	8,40962	0,10127
Byte Computer	7,33389	4,53494	0,43901	0,02941	7,37403	0,09535
Delta Singular	6,26292	4,26903	0,37593	0,05022	7,42641	0,06631
Inform Π.Λύκος	8,48592	5,86813	0,34209	0,09813	7,68476	0,21803
Informer	6,43757	5,37727	0,19029	0,04452	7,11653	0,10995
Quality and Reliability	40,99230	12,97350	0,70011	0,19890	6,72292	0,37400
Unisystems	12,44954	7,44861	0,39166	0,13820	7,78825	0,40903
Intralot	15,87168	9,62906	0,40226	0,16273	7,48244	0,33247
Comm Group	6,78030	3,41786	0,58114	0,01475	7,00026	0,02465
Απτικές Εκδόσεις	18,46201	8,19247	0,57000	0,04215	7,16302	0,11907
Εκδόσεις Λυμπέρη	9,98410	7,06995	0,29487	0,00000	7,51321	0,11374
Ναυτεμπορική	5,67209	4,93738	0,15726	0,06563	7,04001	0,14431
Imaco Media	5,73948	3,61184	0,44754	0,01723	7,37546	0,07582
Καθημερινή	1,47186	1,42235	0,10181	0,02326	7,55769	0,03888
Τεγόπουλος Εκδόσεις	1,91222	1,78706	0,13420	0,04684	7,88320	0,02149
Ελεύθερη Τηλεόραση	1,27173	1,22503	0,16474	0,00000	7,00120	0,03856
Τηλέτυπος	3,48757	2,25177	0,49347	0,03214	8,06920	0,06060
Euromedica	3,53315	2,91067	0,24296	0,01024	6,71901	0,02821
Ιασώ	2,07119	1,96584	0,08908	0,04404	7,71738	0,09340
Άλκο Ελλάς	1,90065	1,47369	0,46788	0,00000	7,41807	0,02626
Αλουμίνιο Ελλάδος	3,70661	2,50041	0,29774	0,12556	8,62810	0,20971
Αλουμύλ Μύλωνας	1,81601	1,42799	0,46887	0,01279	7,88726	0,05327
Ελβάλ	1,86212	1,62777	0,24808	0,01971	8,51809	0,08073
Ετέμ	2,18825	1,86220	0,25177	0,03135	7,70636	0,08765
Σιδενόρ	2,33499	1,97355	0,25271	0,03036	8,33409	0,06369
Χαλκόρ	3,45407	2,45386	0,40203	0,03249	8,46029	0,08390
Mevaco	2,32701	2,06654	0,13418	0,03936	6,80740	0,07872
Spider	7,92932	5,64114	0,30772	0,06998	7,25061	0,11642
Μέτκα	3,09487	2,56035	0,25296	0,03570	7,78009	0,07143
Χ.Ροκάς	3,12929	2,74450	0,17647	0,02957	7,49675	0,12587
Frigoglass	1,55091	1,51031	0,04082	0,01060	7,50813	0,04617
Kleeman Hellas	2,54548	2,24827	0,17322	0,04910	7,44122	0,12910
Ελληνικά Καλώδια	1,99880	1,58424	0,39190	0,01651	8,02608	0,05226
Ιντρακόμ	7,47768	2,85386	0,69658	0,03424	8,78762	0,08683
Alfa Alfa Energy	16,62434	9,49722	0,44399	0,04390	6,94840	0,07918
F.H.L. Κυριακ. Μάρμαρα	2,47826	1,59543	0,59679	0,01458	7,16685	0,03508
Ηρακλής	3,98199	2,27447	0,38111	0,00000	8,60559	0,09029
Ικτίνος Ελλάς	4,47081	2,68374	0,50435	0,01332	6,96578	0,05650
Μάθιος Πυρίμαχα	1,16945	1,12522	0,25796	0,02337	6,98755	0,10724

Τιτάν	5,43693	3,95999	0,25509	0,06378	8,53132	0,20159
A.S Company	1,33222	1,16429	0,47761	0,03891	7,10199	0,08944
Elmec Sport	2,32244	1,64251	0,50490	0,04262	7,84413	0,08943
Kego	1,12209	1,05400	0,53059	0,05417	7,39610	0,11338
Lavipharm	1,61250	1,31506	0,42294	0,01175	8,15520	0,02881
Veterin	1,37246	1,21349	0,38572	0,00784	7,81391	0,03366
Καλπίνης- Σίμος	1,20997	1,10066	0,39912	0,01373	7,75600	0,06189
Αλλατίνη	0,93860	0,95102	0,23966	0,00000	7,48959	0,00445
Γενική Εμπορίου	2,68080	1,91031	0,45751	0,04901	7,39792	0,08295
Γρ.Σαράντης	1,43141	1,20426	0,51084	0,00000	7,92094	0,00910
Ελγέκα	1,52594	1,33679	0,33586	0,01670	7,93902	0,06457
Ελτράκ	2,86470	2,10381	0,39159	0,02877	7,66615	0,08728
Ζάμπα	3,33252	2,99179	0,14233	0,05313	7,34995	0,23354
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	13,35220	3,63848	0,78558	0,01365	7,60384	0,05381
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	2,09805	1,73991	0,32510	0,02315	7,23322	0,04939
Ridenco	1,68500	1,46934	0,30359	0,02959	7,38388	0,06792
Μπενρουμπή	2,08248	1,82736	0,23223	0,07376	7,22331	0,09132
CPI	14,12298	4,39766	0,72420	0,11729	7,25060	0,25633
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	4,66024	2,68485	0,42341	0,07520	7,91478	0,22970
Ινφορμάτικς	4,55714	2,38490	0,60030	0,01637	7,52750	0,08280
Πλαίσιο Computers	5,90590	3,76237	0,42497	0,03744	7,89835	0,10276
Πουλιάδης & Συνεργάτες	4,56888	2,26998	0,64051	0,03325	8,32242	0,05693
Βασιλόπουλος	3,57048	1,66715	0,70376	0,01452	8,69858	0,05322
Νότος Com Holdings	1,12987	1,07157	0,36358	0,00000	7,86636	0,02547
Ηλεκτρονική Αθηνών	5,31581	3,02352	0,52622	0,02584	7,74243	0,09418
Chirita	2,84596	1,99630	0,45598	0,01081	7,97719	0,03121
Creta Farm	10,05500	6,78250	0,36095	0,00668	7,50698	0,07488
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	3,23810	2,18419	0,47090	0,00797	7,14079	0,03552
Δέλτα Παγωτού	11,52951	8,36748	0,29019	0,01708	7,14753	0,07901
Εβροφάρμα	3,36194	2,68706	0,28573	0,02746	6,99291	0,06775
Ελαίς	5,34413	3,17793	0,48957	0,10819	8,22670	0,22060
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	4,02828	3,25292	0,11040	0,00000	8,39587	0,01596
Κρέκα	1,32974	1,20053	0,39110	0,01192	7,15745	0,05629
Κυλινδρ.Λούλη	1,16522	1,08150	0,49314	0,00735	7,60852	0,03386
Μπάρμπα Στάθης	2,02029	1,71128	0,29810	0,03414	7,60749	0,07034
Νίκας	1,57491	1,34997	0,37025	0,02759	7,71971	0,03625
Κατσέλης	1,18748	1,14525	0,20897	0,02936	7,45940	0,06462
Goody's	7,93099	6,95706	0,13281	0,05990	7,15538	0,10280
Μουζάκης	2,67870	1,79447	0,51112	0,01828	7,66233	0,03024
Επίλεκτος	2,13193	1,69317	0,38157	0,02583	7,70239	0,06354
Τρία Άλφα	4,66078	2,79549	0,45971	0,02460	6,76264	0,13324
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	1,51691	1,42351	0,13499	0,06409	7,19755	0,13795
Καρατζή	1,78850	1,57538	0,25856	0,00946	7,49557	0,03623
Πλαστικά Θράκης	1,83168	1,58057	0,28992	0,00704	7,67224	0,04408
Γερμανός	3,02817	2,44005	0,28811	0,03787	8,52885	0,11083
Coca- Cola	1,47416	1,36985	0,20215	0,01193	8,74942	0,01633
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	1,88651	1,67894	0,23156	0,02700	6,64888	0,11352
Καρέλιας	2,56659	1,63535	0,57052	0,04933	8,09839	0,10456
Παπαστράτος	4,32702	1,90594	0,66141	0,08295	8,42148	0,11690
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμ.	2,21749	2,12048	0,07469	0,02132	7,43091	0,04582
Γέκε	2,24454	2,06970	0,13499	0,07487	6,86042	0,12180
Εθνική Ακινήτων	2,36476	2,30515	0,03986	0,00181	6,94990	0,03173

Αλμα- Ατέρμων	0,36472	0,84651	0,76559	0,10093	7,57939	0,06193
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,41422	1,30725	0,24903	0,02023	7,22406	0,04515
Sex Form	1,15641	1,06718	0,51820	0,01039	7,52103	0,04686
Δούρος	1,65146	1,50408	0,22483	0,01689	6,94519	0,06696
Ελβέ	2,65871	1,92326	0,44035	0,03597	7,05942	0,06998
Alpha Αστικά Ακίνητα	3,70882	3,41574	0,10360	0,04093	7,03345	0,10234
Ερμής	1,03416	1,03335	0,01061	0,00000	5,92007	0,02679
Κέκροψ	18,29527	11,23482	0,06480	0,03201	6,67114	0,11670
Αβαξ	2,24327	2,07503	0,13179	0,02915	7,60717	0,05297
Αεγέκ	1,06470	1,05124	0,12068	0,01927	7,89516	0,04238
Αθηνά	1,95280	1,71583	0,23527	0,09148	7,72396	0,12983
Άκτωρ	2,18307	1,86661	0,26660	0,03252	7,92367	0,09586
Αλτέ	1,81472	1,37063	0,54493	0,02859	7,77010	0,07336
Αττι- Κατ	2,19254	1,70349	0,40753	0,02312	7,40897	0,08000
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,80402	0,82487	0,10737	0,00966	7,16142	0,02382
Βιστέρ	1,83729	1,65316	0,21896	0,02239	7,16625	0,04116
Γενέρ	1,23734	1,12874	0,40566	0,01722	7,24593	0,03264
Διεκάτ	1,67923	1,40486	0,19346	0,02946	7,76247	0,11074
Δομική Κρήτης	3,13239	2,72545	0,16592	0,02231	7,03524	0,10264
Έδραση Χ. Ψαλλίδας	1,33367	1,26005	0,18954	0,02148	7,61326	0,05049
Ευρωπαϊκή Τεχνική	1,72679	1,50859	0,30023	0,00000	6,82637	0,00578
Μηχανική	0,56353	0,58898	0,05850	0,01204	7,54317	0,01290
Μοχλός	2,07728	1,76370	0,28701	0,01866	7,41089	0,03553
Προοδευτική	1,77160	1,59653	0,22576	0,01923	7,50495	0,05766
Τέρνα	2,27995	1,99939	0,23109	0,03483	7,42643	0,09402
Rilken	3,60120	2,53326	0,32693	0,06497	7,38215	0,24986
Δάιος Πλαστικά	3,18676	2,59394	0,26332	0,02865	7,02861	0,12480
Ε.Παίρης	3,32848	2,35377	0,40770	0,01222	6,98387	0,05269
Πλαστικά Κρήτης	3,56356	2,77742	0,29879	0,02580	7,69983	0,12680
Βις	1,39263	1,14483	0,61826	0,00000	7,34817	0,00544
Σέλμαν	1,33482	1,20008	0,38223	0,01021	8,08984	0,03638
Βαράγκης	1,85112	1,64999	0,22956	0,02831	6,86859	0,08248
Δρομέας	1,46161	1,37575	0,17734	0,05696	7,11995	0,09748
ΟΠ.Πετρόπουλος	3,35061	2,06930	0,51230	0,03477	7,60076	0,13600
Auto- Hellas	3,56001	1,82135	0,66750	0,03065	7,84843	0,05830
Βερνίκος Συμμετοχών	2,41804	2,14968	0,18242	0,01306	6,49954	0,07684
Κυριακούλης Ναυπλιακή	2,15372	1,81419	0,29430	0,02131	6,55817	0,05434
Follie- Follie	7,83655	6,57001	0,18209	0,03493	7,58211	0,12104
Ελληνικά Ιχθυοκαλλ.	1,97876	1,62296	0,35599	0,02062	7,18606	0,07214
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	1,22996	1,18454	0,17746	0,01083	7,28186	0,03225
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	4,43370	3,81907	0,17779	0,04567	7,46338	0,12469
Hyatt Regency	12,17259	5,03679	0,61471	0,07283	7,97784	0,20075
Ιατρικό Αθηνών	6,36661	4,14952	0,41007	0,04003	7,93392	0,09583
Crown Hellas Can	2,42473	1,85362	0,33497	0,09709	8,14709	0,08405
Χαλυβδόφυλλων	2,77548	2,09785	0,36952	0,00000	6,96673	0,00684
Μουσικ. Οίκος Φιλ.Νάκας	7,42142	2,92678	0,69630	0,05711	7,37786	0,13268
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	1,46198	1,30920	0,31134	0,03276	8,39668	0,10149
PC Systems	6,03434	2,73951	0,65147	0,00489	7,65447	0,06024
Jumbo	3,15695	1,77842	0,60821	0,02183	7,90187	0,07908
Everest	10,50969	8,31912	0,22984	0,05720	6,22121	0,16647
Εκτέρ	1,22837	1,20127	0,11420	0,01713	6,86218	0,06081
Έμπεδος	1,71136	1,56461	0,20512	0,01078	7,16276	0,04098

Παντεχνική	1,61037	1,47581	0,21484	0,03403	7,55823	0,07808
Βάλκαν Έξπoρτ	0,86234	0,86980	0,08929	0,00000	7,21770	0,00549
Σφακιανάκης	1,04382	1,00379	0,84310	0,00000	8,13186	0,00694
Imperio	2,71823	2,37359	0,19448	0,08584	7,24606	0,14518
Νηρεύς	1,28166	1,19893	0,27898	0,01171	7,66551	0,02077
Vodafone- Panafon	8,84137	4,56498	0,50577	0,06075	8,92244	0,25488
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	4,16663	2,98133	0,32347	0,03344	8,11894	0,13517
Αφοί Χ.Κορδέλλου	1,23544	1,10052	0,53194	0,00625	7,38709	0,04269
Βογιατζόγλου Systems	2,26770	1,78467	0,37922	0,03261	7,30576	0,10414
Έλτον	0,56854	0,77332	0,47463	0,03609	7,28408	0,07375
Λανακάμ	1,89087	1,75431	0,12427	0,02573	6,92988	0,11850
Dionic	12,56118	5,27758	0,62893	0,01236	7,24036	0,02374
Paperpack- Τσουκαρίδης	6,71639	4,01587	0,46182	0,01422	7,10200	0,02465
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	8,68778	3,82319	0,60168	0,04231	8,92875	0,19656
Ο.Τ.Ε	2,68757	1,66595	0,44447	0,04577	9,53729	0,08516
Ελληνικά Πετρέλαια	1,42947	1,22349	0,29166	0,01607	9,46022	0,02117
ΕΥΔΑΠ	1,02312	0,79488	0,18791	0,02100	8,45889	0,09673
Byte Computer	5,25974	3,27658	0,46322	0,04487	7,46156	0,10249
Delta Singular	2,52012	2,20742	0,19558	0,05030	7,97504	0,09856
Inform Π.Λύκος	3,59424	2,92958	0,25617	0,08328	7,64415	0,13870
Informer	5,40030	4,34637	0,22971	0,04756	7,29431	0,11837
Quality and Reliability	4,23908	3,70020	0,16621	0,03638	6,87027	0,12989
Unisystems	4,38566	2,90798	0,33359	0,06566	7,70201	0,20251
Intralot	13,55494	7,45200	0,47010	0,27698	7,77438	0,53659
Comm Group	3,46718	2,56016	0,36750	0,01146	6,87578	0,01845
Απτικές Εκδόσεις	12,18358	4,96787	0,62790	0,03338	7,19834	0,09832
Εκδόσεις Λυμπέρη	3,07496	2,12631	0,39488	0,00000	7,62635	0,00361
Ναυτεμπορική	3,63763	3,12189	0,18219	0,06562	7,06017	0,12711
Imaco Media	2,95646	1,88340	0,54644	0,00000	7,33058	0,02242
Καθημερινή	0,85041	0,86393	0,09298	0,04176	7,56519	0,04506
Τεγόπουλος Εκδόσεις	0,96170	0,96415	0,10013	0,00000	7,90379	0,00011
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,53955	0,63783	0,21474	0,00000	7,17173	0,01460
Τηλέτυπος	1,61089	1,25357	0,56995	0,02797	8,09592	0,06198
Euromedica	2,27406	1,75384	0,40422	0,00536	7,60865	0,02210
Ιασώ	1,76767	1,68067	0,09974	0,06508	7,74089	0,09242
Άλκο Ελλάς	1,48437	1,27480	0,42102	0,01146	7,42067	0,02472
Αλουμίνιο Ελλάδας	2,67431	1,92733	0,25714	0,12301	8,60704	0,20545
Αλουμύλ Μύλωνας	2,21790	1,62812	0,48292	0,00286	8,00369	0,05141
Ελβάλ	1,39869	1,26401	0,29915	0,01721	8,55916	0,06442
Ετέμ	1,46045	1,29885	0,30720	0,02732	7,77990	0,07968
Σιδενόρ	2,06560	1,65076	0,37443	0,02809	8,40590	0,05349
Χαλκόρ	2,86180	2,04788	0,43263	0,03739	8,46931	0,10049
Mevaco	1,65747	1,55360	0,15466	0,04974	6,81597	0,07358
Spider	3,03505	2,39990	0,31036	0,01211	7,14215	0,03742
Μέτκα	2,52378	2,03325	0,31899	0,03571	7,96445	0,09615
Χ.Ροκάς	2,20960	1,99158	0,16359	0,03158	7,43408	0,10272
Frigoglass	1,07226	1,06104	0,06009	0,01430	7,54000	0,01638
Kleeman Hellas	1,94760	1,74935	0,18938	0,05279	7,55415	0,12212
Ελληνικά Καλώδια	1,70462	1,37739	0,43757	0,01524	8,01688	0,04220
Ιντρακόμ	2,30937	1,53113	0,57691	0,03159	8,88676	0,07703
Alfa Alfa Energy	9,33048	1,91934	0,88771	0,00120	7,13654	0,02418
F.H.L Κυριακ. Μάρμαρα	2,53525	1,69418	0,54559	0,02307	7,38786	0,06939

Ηρακλής	4,72610	2,58675	0,40674	0,02504	8,68219	0,13597
Ικτίνος Ελλάς	3,03179	2,10772	0,44734	0,01654	7,01630	0,04576
Μάθιος Πυρίμαχα	0,88758	0,91667	0,25928	0,01603	7,08389	0,07498
Τιτάν	4,87207	2,78612	0,42029	0,04839	8,57504	0,16772
A.S Company	4,89533	3,15124	0,44253	0,01800	7,11971	0,06631
Elmec Sport	1,60591	1,29123	0,50302	0,02252	7,90254	0,09138
Kego	0,98768	0,99195	0,55782	0,03001	7,42987	0,09803
Lavipharm	0,87775	0,90703	0,43692	0,01141	8,24466	0,02886
Veterin	1,39321	1,19413	0,46523	0,00705	7,75300	0,03169
Καλπίνης- Σίμος	0,88830	0,93809	0,45622	0,00850	7,77613	0,03094
Αλλατίνη	0,90616	0,92972	0,26413	0,00000	7,49205	0,02039
Γενική Εμπορίου	2,36505	1,73077	0,46392	0,04904	7,44671	0,09044
Γρ.Σαράντης	0,83642	0,90984	0,48619	0,00000	7,93492	0,02203
Ελγέκα	1,15578	1,08134	0,41809	0,01255	7,98902	0,05937
Ελτράκ	1,41973	1,20954	0,47092	0,02471	7,50621	0,07300
Ζάμπα	1,63909	1,55418	0,12514	0,03388	7,01831	0,09399
Κ.Καρδασιάρης & Υιοί	6,78934	2,31481	0,77203	0,01280	7,65991	0,04874
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	1,62843	1,34463	0,43097	0,01870	7,33522	0,04753
Ridenco	0,98874	0,98670	0,33363	0,03911	7,34366	0,04009
Μπενρουμπή	2,67846	2,19543	0,28228	0,06456	7,27950	0,12269
CPI	4,46526	2,49279	0,55718	0,06204	7,28413	0,15020
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	2,07483	1,38564	0,39925	0,05907	7,72027	0,12215
Ινφορμάτικς	4,09936	1,97937	0,67242	0,01177	7,58729	0,05388
Πλαίσιο Computers	4,64285	2,65942	0,53780	0,03155	8,02942	0,08988
Πουλιάδης & Συνεργάτες	2,10598	1,42025	0,61567	0,01243	8,24855	0,03505
Βασιλόπουλος	2,72632	1,26926	0,81514	0,00822	8,79282	0,03435
Νότος Com Holdings	0,52757	0,75238	0,48844	0,00000	8,12804	0,05168
Ηλεκτρονική Αθηνών	3,23196	1,92469	0,58133	0,04307	7,87491	0,10160
Chirita	3,37561	2,16224	0,50595	0,01127	8,04676	0,03144
Creta Farm	5,92508	3,69874	0,44593	0,00534	7,64966	0,06667
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	1,32077	1,15179	0,52681	0,00348	7,20660	0,01622
Δέλτα Παγωτού	2,37970	1,87998	0,36220	0,00308	5,34297	0,00316
Εβροφάρμα	2,99090	1,98295	0,50628	0,01303	7,20088	0,03754
Ελαΐς	4,55266	2,90834	0,45013	0,07180	8,20588	0,16463
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	2,53370	1,94028	0,26334	0,00560	8,43192	0,06827
Κρέκα	3,92423	2,55043	0,46967	0,01153	7,10546	0,03952
Κυλινδρ.Λούλη	0,99535	0,99381	0,52046	0,00698	7,62573	0,02552
Μπάρμπα Στάθης	1,65090	1,37106	0,42227	0,04008	7,70748	0,06369
Νίκας	1,04853	1,02898	0,31692	0,05172	7,75350	0,05054
Κατσέλης	1,97059	1,68899	0,28196	0,02741	7,53206	0,04265
Goody's	6,29113	5,52461	0,14068	0,05664	7,15543	0,10066
Μουζάκης	2,37892	1,66592	0,50044	0,01185	7,75225	0,01837
Επίλεκτος	1,54844	1,35530	0,34026	0,00792	7,74908	0,01607
Τρία Άλφα	5,02022	3,10060	0,43736	0,03021	6,81486	0,13998
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	1,33627	1,28521	0,10539	0,06710	7,19737	0,10736
Καρατζή	0,73024	0,79865	0,27027	0,01048	7,55214	0,02939
Πλαστικά Θράκης	1,20831	1,14719	0,24055	0,00950	7,65410	0,02483
Γερμανός	1,65496	1,42033	0,35269	0,03670	8,61658	0,10448
Coca- Cola	1,38756	1,30198	0,20983	0,01213	8,76366	0,01625
Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	4,37814	3,04224	0,39369	0,02016	6,68561	0,08845
Καρέλιας	1,99906	1,42111	0,54765	0,03922	8,16868	0,14274
Παπαστράτος	5,44138	1,84993	0,74849	0,07167	8,46432	0,10239

Αστήρ Παλάς Βουλιαγμ.	1,79805	1,72629	0,08271	0,02389	7,40344	0,04716
Γέκε	2,00330	1,84651	0,15117	0,07892	6,86640	0,13059
Εθνική Ακινήτων	2,35682	2,32038	0,02473	0,00349	7,01647	0,02098
Άλμα- Ατέρμων	1,76644	1,16873	0,77716	0,04038	7,75866	0,06947
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,16667	1,11132	0,31028	0,01115	7,26097	0,02324
Sex Form	5,29032	2,72297	0,58870	0,02808	7,53375	0,04848
Δούρος	1,57688	1,47572	0,17531	0,01110	6,95040	0,05286
Ελβέ	2,40845	1,70039	0,48171	0,01887	7,21461	0,05427
Alpha Αστικά Ακίνητα	1,93424	1,81030	0,12170	0,04784	7,16911	0,12984
Ερμής	0,98775	0,98852	0,10331	0,01763	7,30586	0,06936
Κέκρωσ	25,29723	12,45746	0,27285	0,02433	6,68596	0,09263
Άβαξ	2,40027	2,14286	0,18014	0,03366	7,82437	0,09651
Αεγέκ	1,07668	0,98291	0,08812	0,02011	7,85650	0,04133
Αθηνά	2,53261	2,05316	0,29911	0,04657	7,93642	0,12516
Άκτωρ	2,54353	2,05770	0,25649	0,06248	8,08234	0,15594
Αλτέ	1,04065	1,02418	0,39955	0,00183	7,96781	0,05765
Ατσι- Κατ	1,22488	1,13437	0,39839	0,01533	7,54222	0,06786
Αφοί Μεσοχωρίτη	1,04478	1,03706	0,17118	0,01682	7,05193	0,02321
Βιοτέρ	1,17698	1,11111	0,37106	0,01328	7,25674	0,02397
Γενέρ	1,12259	1,06270	0,31486	0,01041	7,21891	0,03054
Διεκάτ	1,64270	1,26501	0,38329	0,02085	7,84205	0,07797
Δομική Κρήτης	1,44005	1,26262	0,34074	0,01606	7,10999	0,03225
Έδραση Χ.Φαλλίδας	1,62223	1,39406	0,35004	0,02553	7,70239	0,04686
Ευρωπαϊκή Τεχνική	1,38616	1,23469	0,39218	0,00000	6,94080	0,00876
Μηχανική	0,58692	0,61158	0,06001	0,02432	7,48365	0,01971
Μοχλός	1,71735	1,52990	0,26058	0,01465	7,57923	0,04856
Προοδευτική	1,31126	1,25339	0,16853	0,01740	7,58318	0,06342
Τέρνα	2,03999	1,67958	0,34535	0,02944	7,55109	0,08611
Rilken	2,60173	2,03019	0,26137	0,06489	7,37750	0,21755
Δάϊος Πλαστικά	3,09109	2,66941	0,19122	0,01897	7,06999	0,07467
Ε.Παίρης	2,28744	1,52857	0,57401	0,00830	7,05936	0,02886
Πλαστικά Κρήτης	2,24415	1,79300	0,35215	0,02189	7,74436	0,10913
Βις	1,18075	1,05805	0,60024	0,00000	7,40665	0,00656
Σέλμαν	0,61136	0,76173	0,39871	0,00982	8,12204	0,01994
Βαράγκης	1,86044	1,66394	0,22444	0,02686	6,89448	0,06848
Δρομέας	0,98625	0,98558	0,17165	0,05909	7,12927	0,10043
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,66944	1,78147	0,49006	0,03384	7,61165	0,12404
Auto- Hellas	2,38926	1,39218	0,70530	0,04240	7,91995	0,06454
Βερνίκος Συμμετοχών	1,12323	1,08622	0,26672	0,02138	6,54785	0,05126
Κυριακούλης Ναυπλιακή	1,52397	1,34529	0,34101	0,02163	6,61384	0,05451
Follie- Follie	7,30502	5,75278	0,23881	0,03352	7,51711	0,06974
Ελληνικά Ιχθυοκαλλ.	2,17649	1,72948	0,37660	0,04063	7,30815	0,05550
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,60594	0,69489	0,23241	0,00353	7,31107	0,01141
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	1,98768	1,78903	0,19938	0,05759	7,35582	0,08397
Hyatt Regency	6,16911	3,09322	0,56929	0,08703	7,99816	0,21797
Ιατρικό Αθηνών	2,03717	1,50737	0,50627	0,02067	8,09739	0,03629
Crown Hellas Can	1,94503	1,63131	0,26185	0,01565	8,20779	0,08589
Χαλυβδόφυλλων	1,56718	1,32786	0,41153	0,00000	6,94774	0,00371
Μουσικ. Οίκος Φιλ.Νάκας	1,60185	1,48046	0,19939	0,01765	7,40102	0,07530
Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,85139	0,89998	0,34331	0,00631	8,28827	0,02524
PC Systems	4,89542	2,47338	0,61984	0,02757	7,68838	0,06293
Jumbo	4,23717	2,05121	0,65504	0,02544	8,01720	0,15292



Everest	3,56417	3,36003	0,07868	0,05076	6,32271	0,09376
Εκτέρ	1,34754	1,28616	0,17081	0,01648	6,93899	0,05321
Έμπειδος	1,05805	1,03970	0,31072	0,00000	7,04599	0,02633
Παντεχνική	1,49902	1,37908	0,23689	0,03936	7,65116	0,11846
Βάλκαν Έξπορτ	0,90132	0,90717	0,07323	0,00000	7,30974	0,01923
Σφακιανάκης	0,83165	0,96901	0,83311	0,00000	8,16015	0,00105
Imperio	1,80371	1,67369	0,15815	0,06671	7,21160	0,11535
Νηρεύς	0,90773	0,92794	0,29121	0,01202	7,69322	0,02061
Vodafone- Panafon	5,39806	2,78082	0,56255	0,04279	8,98991	0,18230
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	2,27123	1,60836	0,46351	0,02490	8,12118	0,09295
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,55009	0,76373	0,47520	0,00605	7,36515	0,01559
Βογιατζόγλου Systems	1,90848	1,55365	0,38739	0,02665	7,30623	0,06849
Έλτον	0,59583	0,79719	0,49816	0,02659	7,34912	0,06421
Λανακάμ	2,06738	1,97127	0,09004	0,01929	6,71357	0,06523
Dionic	2,86265	1,95180	0,48726	0,00945	7,41338	0,02815
Paperpack- Τσουκαρίδης	4,32635	2,40765	0,55936	0,02016	7,13104	0,02170
Cosmote Κινητές Τηλ/νίες	5,92729	2,93050	0,57132	0,08805	9,04368	0,23754
Ο.Τ.Ε	1,74872	1,18635	0,50635	0,04408	9,53799	0,06833
Ελληνικά Πετρέλαια	1,12987	0,93817	0,26561	0,01821	9,44391	0,04937
ΕΥΔΑΠ	0,49704	0,52366	0,18958	0,00923	8,45485	0,04167
Byte Computer	3,39882	2,36149	0,43152	0,04856	7,50047	0,11085
Delta Singular	1,95669	1,71150	0,24312	0,04136	7,86171	0,07545
Inform Π.Λύκος	2,33276	1,97936	0,26278	0,05569	7,65934	0,14104
Informer	2,57655	2,10742	0,19110	0,06318	7,31806	0,10277
Quality and Reliability	4,48828	3,89210	0,17012	0,07863	6,92547	0,09833
Unisystems	2,90386	1,99954	0,33011	0,06965	7,69550	0,18466
Intralot	7,28509	4,19522	0,48657	0,24248	7,97267	0,47995
Comm Group	1,39969	1,24447	0,38485	0,00000	6,77286	0,00338
Απτικές Εκδόσεις	4,26116	2,06531	0,66173	0,02807	7,18243	0,08730
Εκδόσεις Λυμπέρη	0,82664	0,86764	0,42399	0,00000	7,63936	0,03615
Ναυτεμπορική	2,37875	2,07965	0,18811	0,05170	7,08134	0,12982
Imaco Media	1,17553	1,06298	0,62138	0,00000	7,38645	0,02195
Καθημερινή	0,56818	0,62152	0,12359	0,01375	7,62677	0,01553
Τεγόπουλος Εκδόσεις	0,64097	0,67705	0,10644	0,01925	7,93558	0,02221
Ελεύθερη Τηλεόραση	0,23839	0,61606	0,49638	0,00000	7,60567	0,00999
Τηλέτυπος	2,01718	1,37710	0,61813	0,03127	8,13955	0,07776
Euromedica	0,79442	0,47270	0,04779	0,00470	7,65811	0,00909
Ιασώ	2,22486	2,02472	0,14653	0,05959	7,83259	0,12089
Άλκο Ελλάς	0,77329	0,88004	0,49419	0,00953	7,39188	0,01646
Αλουμίνιο Ελλάδος	1,40766	1,18445	0,13141	0,05379	8,55976	0,09983
Αλουμύλ Μύλωνας	0,86284	0,92979	0,50370	0,00713	8,07378	0,05539
Ελβάλ	0,63719	0,74943	0,32710	0,00554	8,58604	0,02815
Ετέμ	0,74664	0,82751	0,36619	0,02824	7,80520	0,07489
Σιδενόρ	1,34783	1,17520	0,47201	0,06393	8,53470	0,11198
Χαλκόρ	1,21390	1,09070	0,53936	0,03907	8,44107	0,05614
Mevaco	2,08862	1,94244	0,13133	0,03760	6,90716	0,08191
Spider	3,89893	2,63633	0,43522	0,01358	7,34271	0,06277
Μέτκα	1,61670	1,44533	0,27283	0,06403	7,95767	0,11764
Χ.Ροκάς	1,05743	1,04227	0,11697	0,03214	7,36981	0,10169
Frigoglass	0,56223	0,59614	0,08295	0,02395	7,63440	0,04494
Kleeman Hellas	1,04719	1,02282	0,25825	0,04155	7,64283	0,11015
Ελληνικά Καλώδια	0,71900	0,86584	0,53728	0,00859	7,99475	0,01135

Ιντρακόμ	0,76925	0,88095	0,53114	0,01661	8,83703	0,06746
Alfa Alfa Energy	3,07476	1,15862	0,92189	0,00000	7,17450	0,00569
F.H.L Κυριακ. Μάρμαρα	2,02890	1,43787	0,57311	0,02436	7,41523	0,05287
Ηρακλής	1,93226	1,32013	0,38099	0,04634	8,68490	0,16523
Ικτίνος Ελλάς	1,89742	1,46357	0,47209	0,02175	7,06883	0,04662
Μάθιος Πυρίμαχα	0,69816	0,76921	0,23779	0,01194	7,11263	0,07687
Τιτάν	3,60902	2,32201	0,38276	0,04566	8,61340	0,16498
A.S Company	2,31188	1,70970	0,44301	0,01696	7,17695	0,08828
Elmec Sport	1,15923	1,06048	0,52923	0,02117	7,97485	0,09415
Kego	2,36678	1,51630	0,61863	0,06334	7,41827	0,08917
Lavipharm	0,48755	0,73600	0,50108	0,00698	8,20978	0,03009
Veterin	0,62204	0,80771	0,51083	0,00397	7,68304	0,01487
Καλπίνης- Σίμος	0,72768	0,86068	0,49231	0,01390	7,85351	0,06201
Αλλατίνη	0,99081	0,99174	0,27756	0,00000	7,50159	0,01430
Γενική Εμπορίου	1,17931	1,08792	0,50713	0,03723	7,44654	0,06924
Γρ.Σαράντης	0,59836	0,78984	0,49037	0,00822	7,96927	0,01966
Ελγέκα	0,85395	0,91329	0,45159	0,02145	8,01364	0,04114
Ελτράκ	1,12621	1,04974	0,51939	0,02875	7,57194	0,06539
Ζάμπα	0,71290	0,73364	0,08049	0,01486	6,74839	0,11146
Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	5,22992	2,07627	0,74469	0,00608	7,64798	0,07111
Ντρουκφάρμπεν Ελλάς	1,03665	1,01507	0,45790	0,01981	7,38749	0,03177
Ridenco	0,67429	0,80705	0,41328	0,03136	7,38829	0,04639
Μπενρουμπή	2,26900	1,91535	0,27679	0,06281	7,36353	0,11904
CPI	2,35828	1,59740	0,54257	0,02384	7,28387	0,08886
Ιντερτέκ Διέθ.Τεχν	1,33480	1,09248	0,37227	0,04617	7,77999	0,16696
Ινφορμάτικς	2,38204	1,62916	0,53703	0,00771	7,56966	0,02618
Πλαίσιο Computers	3,45602	2,16669	0,50735	0,05232	8,16297	0,15314
Πουλιάδης & Συνεργάτες	0,56131	0,81336	0,60469	0,00194	8,14896	0,00059
Βασιλόπουλος	1,86215	1,10707	0,82028	0,00816	8,86805	0,03577
Νότος Com Holdings	1,22061	1,07861	0,56817	0,01760	8,27274	0,09605
Ηλεκτρονική Αθηνών	1,79257	1,31993	0,58678	0,02485	7,94005	0,06365
Chirita	1,50764	1,24318	0,50893	0,01090	8,04881	0,03915
Creta Farm	2,18161	1,59205	0,49799	0,00901	7,73193	0,05807
Αρτοβιομ. Καραμολέγκος	0,63511	0,82672	0,52511	0,00431	7,29876	0,02054
Δέλτα Παγωτού	11,32585	2,67757	0,82684	0,06663	7,85739	0,13563
Εβροφάρμα	1,50368	1,20862	0,58581	0,01119	7,27065	0,02186
Ελαίς	3,75280	2,45026	0,45609	0,06105	8,26142	0,20704
Ελλ.Βιομ.Ζάχαρης	1,05033	0,93460	0,23696	0,03010	8,44051	0,09174
Κρέκα	0,92195	0,96079	0,49955	0,00647	7,11859	0,02308
Κυλινδρ.Λούλη	0,73102	0,87878	0,56272	0,00180	7,71441	0,00313
Μπάρμπα Στάθης	1,57774	1,30627	0,46501	0,04958	7,79642	0,07637
Νίκας	1,23940	1,15927	0,31455	0,03418	7,76459	0,07750
Κατσέλης	1,23953	1,14452	0,38805	0,03053	7,61265	0,05471
Goody's	5,72434	4,75855	0,19947	0,09381	7,27081	0,11071
Μουζάκης	1,16511	1,06953	0,50362	0,00512	7,71357	0,00901
Επίλεκτος	1,00479	0,99868	0,18010	0,00608	7,74099	0,00445
Τρία Αλφα	2,63167	1,83702	0,43656	0,01099	6,63340	0,02902
Κλωστούφ. Ναυπάκτου	0,96704	0,98681	0,10817	0,05463	7,11894	0,11007
Καρατζή	0,45955	0,62295	0,30344	0,00998	7,57603	0,01756
Πλαστικά Θράκης	0,86916	0,89680	0,23517	0,01225	7,65633	0,02637
Γερμανός	1,56862	1,37727	0,33638	0,03616	8,71325	0,11770
Coca- Cola	1,13462	1,10261	0,21354	0,01276	8,78398	0,01718

Κτήμα Κ.Λαζαρίδη	4,86569	3,20416	0,42835	0,02937	6,93432	0,11509
Καρέλιας	1,62691	1,32954	0,42861	0,03917	8,07074	0,17374
Παπαστράτος	5,35433	1,98262	0,72270	0,07758	8,57205	0,11901
Αστήρ Παλάς Βουλιαγμ.	1,47503	1,43599	0,06817	0,02400	7,43452	0,04961
Γέκε	1,85938	1,73747	0,13569	0,06496	6,87338	0,10735
Εθνική Ακινήτων	0,79134	0,79539	0,02191	0,00350	7,06297	0,00874
Άλμα- Ατέρμων	6,04240	1,99569	0,80208	0,02984	7,77954	0,05589
Μινέρβα Β.Πλεκτικής	1,07172	1,04354	0,36694	0,01267	7,29734	0,04670
Sex Form	6,71314	3,47768	0,56628	0,01350	7,57625	0,05262
Δούρος	0,74792	0,80405	0,22270	0,01735	6,95064	0,01389
Ελβέ	1,51416	1,24322	0,52595	0,00646	6,95603	0,01114
Αλφα Αστικά Ακίνητα	1,09220	1,07511	0,12867	0,11203	7,19439	0,14617
Ερμής	0,48396	0,51956	0,07219	0,02165	7,43030	0,08506
Κέκρωρ	11,20262	5,61158	0,50341	0,00000	6,28452	0,00644
Άβαξ	2,70418	2,12741	0,32868	0,08226	8,16523	0,12246
Αεγέκ	0,59302	0,69743	0,25702	0,01191	7,50054	0,03418
Αθηνά	0,62620	0,71774	0,33613	0,01294	8,20431	0,06186
Ακτωρ	2,47502	1,83952	0,40465	0,09964	8,48090	0,23201
Αλτέ	0,17853	0,52812	0,42618	0,00000	8,06357	0,00676
ΑΤΠ- Κατ	0,42964	0,65294	0,40943	0,00716	7,87249	0,03358
Αφοί Μεσοχωρίτη	0,51038	0,58728	0,15757	0,01322	7,20885	0,03366
Βιοτέρ	0,70879	0,83692	0,46121	0,00893	7,66656	0,02934
Γενέρ	0,47618	0,67757	0,39738	0,00379	7,47446	0,02552
Διεκάτ	0,71355	0,85417	0,51764	0,01800	7,78214	0,06113
Δομική Κρήτης	0,83546	0,87817	0,38426	0,00000	7,29766	0,01488
Έδραση Χ.Ψαλλιδας	0,81673	0,89879	0,48885	0,01298	7,81957	0,03928
Ευρωπαϊκή Τεχνική	0,55883	0,75085	0,43524	0,00000	7,16191	0,00296
Μηχανική	0,47852	0,51580	0,07170	0,01281	7,62067	0,02574
Μοχλός	0,24625	0,49381	0,32901	0,02026	8,47593	0,04770
Προοδευτική	0,42912	0,54214	0,20156	0,00000	7,34194	0,02874
Τέρνα	1,45972	1,25093	0,44109	0,02858	8,22017	0,11023
Rilken	1,06848	0,98504	0,30820	0,03803	7,38301	0,15372
Δάιος Πλαστικά	2,19068	2,01701	0,14029	0,01326	7,07482	0,05061
Ε.Παίρης	1,45018	1,14910	0,64079	0,00726	7,15535	0,02495
Πλαστικά Κρήτης	1,89449	1,52801	0,39804	0,01789	7,78662	0,10395
Βις	0,76918	0,90859	0,60932	0,00000	7,58601	0,00457
Σέλμαν	0,34153	0,62473	0,43332	0,00000	8,16912	0,00154
Βαράγκης	1,05331	1,04040	0,20128	0,01134	6,86238	0,01863
Δρομέας	0,49751	0,59763	0,20281	0,01031	7,00720	0,01490
ΟΠ.Πετρόπουλος	2,31161	1,66643	0,42839	0,03670	7,59103	0,09753
Auto- Hellas	1,62707	1,17476	0,69700	0,03484	7,93982	0,07820
Βερνίκος Συμμετοχών	0,51047	0,61849	0,23115	0,00830	6,43592	0,01359
Κυριακούλης Ναυτιλιακή	0,96240	0,97917	0,44600	0,01789	6,82272	0,04989
Follie- Follie	6,43956	4,81048	0,29492	0,03361	7,55245	0,05700
Ελληνικά Ιχθυοκαλλ.	1,26928	1,11902	0,55152	0,00507	7,51714	0,02337
Ιχθυοτροφεία Σελόντα	0,19637	0,39200	0,24485	0,00278	7,22707	0,01266
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	0,73984	0,79791	0,22935	0,02939	7,23791	0,03532
Hyatt Regency	7,08183	2,93747	0,66001	0,09989	8,07043	0,21876
Ιατρικό Αθηνών	1,33487	1,13617	0,58670	0,01207	8,17198	0,01803
Crown Hellas Can	1,26811	1,10545	0,48958	0,01316	8,29386	0,06539
Χαλυβδόφυλλων	0,74538	0,85362	0,44554	0,00000	7,12225	0,00359
Μουσικ. Οίκος Φιλ.Νάκας	0,90455	0,92525	0,23480	0,03634	7,43395	0,06027

Μυτιληναίος Ομιλ.Επιχ.	0,34483	0,54776	0,32422	0,00537	8,18835	0,01620
PC Systems	2,31090	1,39923	0,69016	0,00058	7,59845	0,00092
Jumbo	2,64387	1,49280	0,68423	0,02930	8,05466	0,12747
Everest	3,38694	3,05032	0,10668	0,04975	6,38364	0,11698
Εκτέρ	1,15412	1,09826	0,33655	0,01622	7,35401	0,05578
Έμπεδος	0,44577	0,69487	0,46167	0,00696	7,94978	0,05224
Παντεχνική	0,69055	0,82586	0,44602	0,01289	7,96796	0,05015
Βάλκαν Έξπอร์ต	0,39499	0,43131	0,06179	0,00000	7,31137	0,00826
Σφακιανάκης	0,60876	0,89993	0,78247	0,00604	8,17095	0,03228
Imperio	1,78748	1,64356	0,15437	0,06601	7,21450	0,10553
Νηρεύς	0,30117	0,54731	0,35469	0,00000	7,74653	0,00805
Vodafone- Panafon	4,49709	2,62214	0,48266	0,04263	9,09892	0,18748
S&B Βιομηχανικά Ορυκτά	1,48795	1,20429	0,49158	0,02393	8,08383	0,08229
Αφοί Χ.Κορδέλλου	0,49952	0,77340	0,54872	0,00810	7,46719	0,03660
Βογιατζόγλου Systems	0,86862	0,90705	0,30133	0,01498	7,28461	0,03897
Έλτον	1,06588	1,03426	0,48007	0,01650	7,38126	0,07011
Λανακάμ	1,31860	1,29279	0,08147	0,01960	6,60369	0,02896
Dionic	1,47259	1,17096	0,62631	0,01063	7,48732	0,03043
Paperpack- Τσουκαρίδης	2,11504	1,39461	0,61961	0,00268	7,21000	0,00991