

**Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ  
ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ  
ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ  
2000 - 2004**



**Θεόδωρος Β. Συργκάνης**

Πτυχίο Βιομηχανικής Διοίκησης και Τεχνολογίας Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2007

## ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου Βασίλη και Αναστασία

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ –  
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΚΑΤΑ  
ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000 - 2004

Θεόδωρος Β. Συργκάνης

Η εργασία παραθέτει συνοπτικά τη θεωρητική βάση της πολιτικής μερισμάτων που αναλύεται στη διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία. Επιλέγεται ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2000 έως 2004 και με μια καθαρά θεωρητική προσέγγιση επιχειρείται να διευκρινιστεί ο ρόλος που έπαιξε η μερισματική πολιτική που ακολουθήθηκε στην εξέλιξη των επιχειρήσεων του συγκεκριμένου κλάδου. Η πενταετία 2000 έως 2004 επιλέχτηκε τόσο γιατί ο κλάδος βρισκόταν σε περίοδο ραγδαίας ανάπτυξης όσο και γιατί αποτελεί ορόσημο για τη μετάβαση από τα εθνικά στα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Η μελέτη περιλαμβάνει τις τέσσερις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου (OTE, COSMOTE, VODAFONE, TIM) με συνολικό μερίδιο αγοράς που προσεγγίζει το 98%.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	2
ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ .....	2
1.1 Εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής οικονομίας .....	2
1.2 Πληθωρισμός και επιχειρηματικά κέρδη .....	3
1.3 Απασχόληση εργατικού δυναμικού .....	6
1.4 Ισοζύγιο Πληρωμών .....	8
1.5 Δημόσια Οικονομικά .....	10
1.6 Επιτόκια .....	12
1.6.1 Γενικά .....	12
1.6.2 Τραπεζικά επιτόκια .....	12
1.7 Διεθνής και Ευρωπαϊκή Οικονομία .....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	16
ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΒΑΣΗ .....	16
2.1 Γενικά .....	16
2.1.1 Ορισμός .....	16
2.1.2 Ο Δείκτης Μερισμάτα ανά Μετοχή προς Κέρδη ανά Μετοχή .....	18
2.2 Θεωρίες πολιτικής μερισμάτων .....	19
2.2.1 Θεωρία Modigliani – Miller .....	19
2.2.2 Θεωρία Gordon – Lintner .....	21
2.2.3 Θεωρία διαφορικού φόρου .....	22
2.3 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη .....	23
2.3.1 Σταθερό Ποσόν ανά Μετοχή .....	23
2.3.2 Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών .....	25
2.3.3 Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο .....	25
2.3.4 Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων .....	26
2.4 Προσδιοριστικοί παράγοντες πολιτικής μερισμάτων .....	28
2.4.1 Περιορισμοί .....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	35
Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....	35
3.1 Ιστορικά Στοιχεία .....	35
3.1.1 ΟΤΕ .....	35
3.1.2 COSMOTE .....	37
3.1.3 VODAFONE .....	39
3.1.4 TIM .....	40
3.2 Πολιτική Μερισμάτων .....	42
3.2.1 Η πολιτική μερισμάτων του ΟΤΕ .....	42
3.2.2 Η πολιτική μερισμάτων της COSMOTE .....	44
3.2.3 Η πολιτική μερισμάτων της VODAFONE .....	45
3.2.4 Η πολιτική μερισμάτων της TIM .....	46
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	52
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	54
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....	62

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ τον κύριο Αρτίκη και τον Κύριο Σώρρο, όχι μόνο για την βοήθεια που προσέφεραν στην αποπεράτωση αυτής της εργασίας, αλλά και για την ηθική τους συμπαράσταση καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1

σελ.10-11

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1	σελ 43
Γράφημα 2	σελ.44
Γράφημα 3	σελ.45
Γράφημα 4	σελ.47

**ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ**

Βλ.	βλέπε
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Εισαγ.	Εισαγωγή
εκδ.	έκδοση
επ.	επόμενα
Κ.Δ.Ε.	Κέντρο Δορυφορικών Επικοινωνιών
ν.	νόμος
ο.π.	όπου παραπάνω
παρακ.	παρακάτω
παραπ.	παραπάνω
Π.Ε.Σ.	Παράκτιος Επίγειος Σταθμός
σ. ή σελ.	σελίδα
σημ.	σημείωση
τευχ.	τεύχος
τομ.	τόμος
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δεκαετία που μας πέρασε έφερε τεράστιες αλλαγές στον επιχειρηματικό χάρτη όσον αφορά τον τομέα των τηλεπικοινωνιών, Ο ΟΤΕ αποτελώντας μονοπώλιο για σχεδόν μισό αιώνα στην εγχώρια αγορά της τηλεφωνίας καλείται πλέον να επιβιώσει σε ένα πλήρως ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Η κινητή τηλεφωνία αποτελεί πραγματικότητα για την Ελλάδα από τις αρχές της δεκαετίας του 90 με την VODAFONE και την TIM να ανταγωνίζονται για το ποιος θα υπερισχύσει στην αγορά. Ο ΟΤΕ για να μη μείνει πίσω από τις εξελίξεις ιδρύει τη θυγατρική του COSMOTE που δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη και προσφορά υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας. Η κίνηση αυτή στέφεται με απόλυτη επιτυχία αφού σύντομα η COSMOTE κατακτά το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς.

Σε αντίθεση με τον ΟΤΕ που η κερδοφορία του φθίνει κατά την περίοδο 2000-2004, οι άλλες τρεις εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της τηλεφωνίας αναπτύσσονται ραγδαία και η κερδοφορία τους ανεβαίνει σε εντυπωσιακά επίπεδα. Εντύπωση προκαλεί πως η απόσβεση των τεραστίων παγίων τους πραγματοποιήθηκε σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα.

Η πολιτική μερισμάτων όμως που ακολούθησε η κάθε μια από αυτές τις εταιρίες διαφέρει και είναι προσαρμοσμένη στις ανάγκες των μετόχων τους και στον τύπο διοίκησης τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

#### 1.1 Εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής οικονομίας

Το 2005 η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό ο οποίος παρουσίασε σχετικά μικρή επιβράδυνση σε σύγκριση με τους υψηλούς ρυθμούς των προηγούμενων ετών. Συγκεκριμένα ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος υπερέβη τον αντίστοιχο ρυθμό της Ευρωπαϊκής ένωσης των 15 για δέκατο κατά σειρά έτος και, σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, διαμορφώθηκε στο 3,7% το 2005, έναντι 4,7% το 2004 και 4,4% κατά μέσο όρο την τετραετία 2000-2003.

Όμως παρά τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης εξακολουθούν να υπάρχουν σοβαρές μακροοικονομικές διαρθρωτικές ανισορροπίες των οποίων συμπτώματα είναι ο σχετικά υψηλός πληθωρισμός, το υψηλό ποσοστό ανεργίας και η διαμόρφωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα.

Ο ρυθμός ανάπτυξης για τα επόμενα έτη αναμένεται να διαμορφωθεί χαμηλότερα σε σχέση με το 2005. Ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρώς σε σχέση με το 2005. Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να συνδυαστεί με περαιτέρω αύξηση της

απασχόλησης. Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές στην αγορά εργασίας, οι ίδιες οι επιχειρήσεις στο λιανικό εμπόριο, στις υπηρεσίες(εκτός λιανικού εμπορίου και τραπεζών) και στις κατασκευές προβλέπουν αύξηση της απασχόλησης. Εκτενέστερη αναφορά για τα παραπάνω καθώς και για τις εξελίξεις στη διεθνή οικονομία θα γίνουν στις επόμενες υποενότητες του κεφαλαίου.

## **1.2 Πληθωρισμός και επιχειρηματικά κέρδη**

Ο Μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή αυξήθηκε στο 3,5% το 2005, από 3% το 2004. Η επιτάχυνση του πληθωρισμού το 2005 οφείλεται κυρίως σε εξωγενείς παράγοντες. Οι σημαντικότεροι εξ' αυτών είναι η άνοδος της τιμής του αργού πετρελαίου που ήταν μεγαλύτερη σε σχέση με τα προηγούμενα έτη καθώς και η αύξηση της έμμεσης φορολογίας.

Ειδικότερα στην παγκόσμια αγορά η μέση τιμή του αργού πετρελαίου(Brent) σε δολάρια αυξήθηκε με πολύ υψηλότερο ρυθμό το 2005(46,3%) σε σχέση με το 2004(33,6%). Επίσης, σύμφωνα με το νέο δείκτη εισαγωγών στη βιομηχανία που καταρτίζει η ΕΣΥΕ, οι τιμές των εισαγόμενων ενεργειακών πρώτων υλών(αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 22,7%. Επιπλέον στην αύξηση του πληθωρισμού συνέβαλε το γεγονός ότι η μείωση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών το 2005 ήταν μικρότερη σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.(-8,1% κατά μέσο όρο για το

2005 και -11,9% για το 2004). Πάντως να σημειωθεί ότι η αύξηση του πληθωρισμού ήταν σχετικά περιορισμένη το 2005, αντανakλώντας το γεγονός ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε ελαφρά. Ειδικότερα, επιβραδύνθηκε αισθητά ο ρυθμός ανόδου των τιμών των ειδών διατροφής εκτός νωπών οπωρωκηπευτικών, των ενοικίων, των υπηρεσιών επισκευής και συντήρησης κατοικίας, των ιατρικών υπηρεσιών, των υπηρεσιών αναψυχής, των ξενοδοχείων – καφέ-εστιατορίων. Οι εξελίξεις αυτές αντιστάθμισαν την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών των υπηρεσιών μεταφορών, της νοσοκομειακής περίθαλψης, των διαρκών καταναλωτικών αγαθών, του ηλεκτρισμού και των ειδών ένδυσης - υπόδυσης.

Αν και οι αυξήσεις των τιμολογίων των ΔΕΚΟ ήταν μικρότερες από τις αναπροσαρμογές τις οποίες είχαν ζητήσει οι δημόσιες επιχειρήσεις επικαλούμενες την άνοδο των στοιχείων κόστους, οι τιμές των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας που παρέχονται από δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις και ορισμένα τέλη που καθορίζονται απ' το κράτος αυξήθηκαν το 2005 με ρυθμό υψηλότερο του πληθωρισμού.

Στην ευρωζώνη ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού έμεινε το 2005 σχεδόν σταθερός στο 2,2%(2004:2,1%). Η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στην ευρωζώνη αυξήθηκε σε 1,3 εκατοστιαία μονάδα. Η προς τα πάνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ οφείλεται κατά ένα μέρος στη σύγκλιση του επιπέδου των τιμών και των εισοδημάτων και ιδιαίτερα στην

ταχύτερη αύξηση των τιμών ορισμένων μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών – που συνδέεται με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης.

Για το 2006 αναμένεται επιβράδυνση του πληθωρισμού κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες. Οι εκτιμήσεις αυτές στηρίζονται σε ορισμένες υποθέσεις για τις διεθνείς τιμές του πετρελαίου, των νωπών οπωροκηπευτικών καθώς και για το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, τα περιθώρια κέρδους και τη ζήτηση.

Να αναφέρουμε ότι ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας υποχώρησε ελαφρά, αν και παρέμεινε αισθητά υψηλότερος σε σχέση με αυτός της ευρωζώνης. Στο σύνολο της οικονομίας πάντως το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε κατά 2,2%, δηλαδή αισθητά λιγότερο από το 2004(4,1%), γεγονός που οφείλεται στη μεγάλη επιβράδυνση της ανόδου των μέσων αποδοχών στο Δημόσιο.

Η διαμόρφωση των κερδών, των πωλήσεων και άλλων οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων εξετάζεται με βάση ένα δείγμα 435 επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα(120 βιομηχανικές, 46 εμπορικές και 85 παροχής υπηρεσιών και λοιπών δραστηριοτήτων) και από τις οποίες οι 251 έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο. Αν και το δείγμα είναι σχετικά μικρό και τα δημοσιευμένα στοιχεία σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα είναι περιορισμένα, είναι δυνατόν να συναχθούν ορισμένα βασικά συμπεράσματα για την εξέλιξη των πωλήσεων και των κερδών αυτών των επιχειρήσεων.

Η σχετική μείωση κερδών που είχε σημειωθεί τα προηγούμενα χρόνια και κυρίως το 2004 ανακόπηκε το 2005 με ποσοστό αύξησης 5,3%. Το ποσοστό αυτό στη βιομηχανία φτάνει το 33,8%. Αξίζει να αναφερθεί η σημαντική μείωση κερδών που καταγράφηκε στις εταιρίες παροχής υπηρεσιών και λοιπών δραστηριοτήτων(-8,5%) κυρίως λόγω του περιορισμού των κερδών στους κλάδους εστιατορίων – ξενοδοχείων – ψυχαγωγίας.

Στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών το 2005 οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 7,6% και τα καθαρά κέρδη κατά 10,5%(χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο ΟΤΕ). Αν ο ΟΤΕ περιληφθεί στο δείγμα ο κλάδος εμφανίζει μικρότερο ρυθμό αύξησης πωλήσεων(2,9%) και μεγάλη μείωση καθαρών κερδών(-81,9%).

### **1.3 Απασχόληση εργατικού δυναμικού**

Η αγορά εργασίας το 2005 χαρακτηρίστηκε από αύξηση της απασχόλησης κατά 1,3%(σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού – ΕΕΔ), αύξηση του συνολικού αριθμού ωρών εργασίας κατά 1,8% και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 9,9%. Το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε για όλες τις ηλικιακές ομάδες πλην εκείνης των νέων μεταξύ 15 και 24 ετών, για την οποία μειώθηκε στο 25% το 2005 από 26,8% το 2004.

Από τα στοιχεία της ΕΕΔ προκύπτει ότι για το σύνολο των απασχολούμενων οι συμβάσεις αορίστου χρόνου για πλήρη απασχόληση είναι η πιο συνηθισμένη μορφή εργασιακής σχέσης, ενώ για όσους άρχισαν να εργάζονται το 2005 οι συμβάσεις ορισμένου χρόνου έχουν πιο εκτεταμένη εφαρμογή. Πιο συγκεκριμένα όσον αφορά το σύνολο των μισθωτών στον ιδιωτικό τομέα το μεγαλύτερο ποσοστό απασχολείται με συμβάσεις αορίστου χρόνου(86,5%) ενώ η μέση διάρκεια σύμβασης ορισμένου χρόνου είναι 15 μήνες. Αναφέρουμε επίσης ότι το 2005 το 94% των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα εργάζεται με πλήρη απασχόληση.

Τα στοιχεία από την έρευνα της ΕΣΥΕ δείχνουν ότι η απασχόληση στον κλάδο του λιανικού εμπορίου αυξήθηκε κατά 2,2% το 2005. Αντίθετα στον πρωτογενή τομέα εκτιμάται ότι το 2005 συνεχίστηκε η καθοδική τάση της απασχόλησης. Από τον κλάδο αποχωρούν πολλά άτομα λόγω συνταξιοδότησης και δεν αντικαθίστανται από νέους.

Στη μεταποίηση παρατηρήθηκε μικρή μείωση της απασχόλησης με συνέπεια την υποχώρηση της μεταποιητικής παραγωγής. Μείωση της απασχόλησης είχαμε και στις τηλεπικοινωνίες(συμπεριλαμβανομένου και του ΟΤΕ). Στον κατασκευαστικό κλάδο τα στοιχεία δείχνουν ότι ο αριθμός των εργαζομένων ήταν υψηλότερος σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, ενώ αντίθετα στον τραπεζικό κλάδο το μέσο ετήσιο επίπεδο απασχόλησης μειώθηκε κατά 1,7%.

Γεωγραφικά η απασχόληση αυξήθηκε κυρίως στη Νότια Ελλάδα και τα νησιά, ενώ στη Βόρεια Ελλάδα η απασχόληση μειώθηκε – τάση που επικρατεί τα

τελευταία χρόνια και οφείλεται στη φθίνουσα πορεία ορισμένων κλάδων της οικονομίας(π.χ. κλωστοϋφαντουργία).

Η αύξηση της απασχόλησης σε συνδυασμό με την μικρή αύξηση του εργατικού δυναμικού οδήγησε σε οριακή μείωση του συνολικού ποσοστού ανεργίας από 10,5% σε 9,9% το 2005.

Παρά την αύξηση του συνολικού ποσοστού απασχόλησης αυτό απέχει ακόμα σημαντικά από το ποσοστό της Ε.Ε. – 15. Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές στην αγορά εργασίας, οι επιχειρήσεις στο λιανικό εμπόριο και τις κατασκευές προβλέπουν αύξηση του ποσοστού απασχόλησης ενώ οι βιομηχανίες προβλέπουν μείωση.

Συνοπτικά προκύπτει ότι στην ελληνική αγορά εργασίας το ποσοστό απασχόλησης είναι χαμηλό, ιδιαίτερα στους νέους ηλικίας 15 – 24 ετών και στις γυναίκες. Εδώ φαίνεται έντονα η ανάγκη ύπαρξης προγραμμάτων τόνωσης της επιχειρηματικότητας.

#### **1.4 Ισοζύγιο Πληρωμών**

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 14.437 εκατ. Ευρώ το 2005 παρουσιάζοντας σημαντική αύξηση 3.630 εκατ. Ευρώ σε σύγκριση με το 2004. Εξαιρουμένων εισαγωγών και των εξαγωγών πλοίων,



το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που συνδέεται οργανικά με την τρέχουσα παραγωγή αυξήθηκε κατά 2.773 εκατ. Ευρώ σε σχέση με το 2004 και ανήλθε συνολικά σε 13.625 εκατ. ευρώ. Τέλος το συνολικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων διαμορφώθηκε σε 19.299 εκατ. ευρώ έναντι 8.331 εκατ. ευρώ το 2004.

Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται κυρίως στις αυξημένες καθαρές πληρωμές για εισαγωγές καυσίμων λόγω της ανόδου της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου και δευτερευόντως στο ότι το ισοζύγιο πλοίων εμφάνισε έλλειμμα και όχι πλεόνασμα λόγω της σημαντικής αύξησης των πληρωμών για αγορά ποντοπόρων πλοίων.

Στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέβαλε επίσης η αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους, καθώς και η μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου των τρεχουσών μεταβιβάσεων, τόσο επειδή αυξήθηκαν οι ακαθάριστες πληρωμές της κυβέρνησης προς την ΕΕ όσο και επειδή μειώθηκαν τα μεταναστευτικά εμβάσματα. Η μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου εκτός καυσίμων και πλοίων, η οποία προέκυψε επειδή ο μιν εξαγωγές αυξήθηκαν ενώ οι αντίστοιχες εισαγωγές παρουσίασαν μικρή μείωση σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα της προηγούμενης πενταετίας, μερικώς μόνο αντιστάθμισε τις αρνητικές αυτές εξελίξεις. Αποτέλεσμα ήταν το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για το έτος 2005 να ανέλθει σε 7,9% του ΑΕΠ, έναντι 6,4% το 2004 και 7,3% το 2003.

Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξήθηκε το 2005 κατά 2.111 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με το 2004. Η αύξηση αυτή ουσιαστικά αντανάκλα άνοδο κατά 2.118 εκατ. ευρώ των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων οι οποίες έτσι έφτασαν να αποτελούν το 24% του συνολικού εμπορικού ελλείμματος (έναντι 18% το 2004 και το 2003). Όπως ήδη αναφέρθηκε η εξέλιξη αυτή ήταν συνέπεια της μεγάλης ανόδου της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά.

## 1.5 Δημόσια Οικονομικά

Το 2005 καταβλήθηκε ιδιαίτερη προσπάθεια για τη μείωση του υπερβολικού δημοσίου ελλείμματος, καθώς και για να ανταποκριθεί η Ελλάδα στις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2005 μειώθηκε στο 4,5% του ΑΕΠ, έναντι 6,9% του ΑΕΠ το 2004. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει αναλυτικά στοιχεία για το έλλειμμα κατά την πενταετία 2001-2005.

### ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

Πίνακας 1

	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
Έλλειμμα Γεν. Κυβέρνησης (Στοιχεία Εθν. Λογ-κριτήρια σύγκλισης)	-4,9	-4,9	-5,8	-6,9	-4,5
Κεντρική Κυβέρνηση	-6,6	-7,8	-8,1	-9,6	-6,3

Ασφαλιστικοί Οργανισμοί και ΟΤΑ	1,7	2,9	2,8	2,7	1,8
Έλλειμμα Κεντρ. Κυβέρνησης (δημοσιονομικά στοιχεία)	-3,9	-3,7	-6,3	-7,6	-6,2
Έλλειμμα Κεντρ. Κυβέρνησης (ταμειακά στοιχεία)	-5,9	-4,9	-6,8	-9,3	-8

Η σημαντική αυτή δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία πραγματοποιήθηκε παρά τη μικρή επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και την υστέρηση των εσόδων, ικανοποιεί τους όρους που είχαν τεθεί στην Ελλάδα για το 2005 και καθιστά εφικτή την περαιτέρω μείωση του ελλείμματος κάτω από την τιμή αναφοράς της συνθήκης Μάαστριχτ(3% του ΑΕΠ) το 2006.

Τα έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 6,4% το 2005, έναντι αύξησης 5,5% του 2004 και διαμορφώθηκαν σε 44.760 ευρώ. Για τέταρτη συνεχή χρονιά τα έσοδα παρουσίασαν υστέρηση των προβλέψεων του προϋπολογισμού, ύψους 1.550 εκατ. ευρώ ή σχεδόν 0,9% του ΑΕΠ. Η υστέρηση των εσόδων οφείλεται εξ' ολοκλήρου στις εισπράξεις από έμμεσους φόρους(1.656 εκατ. ευρώ).

Οι μεγάλες προσπάθειες που καταβλήθηκαν το 2005 για τη συγκράτηση των δαπανών είχαν ως αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης τους να επιβραδυνθεί σημαντικά και να περιοριστεί στο 6,2% από 12% το 2004 και 9,4% το 2003. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι δαπάνες του τακτικού προϋπολογισμού συγκρατήθηκαν στο 28,3%, έναντι 28,7% το 2004 αλλά παρέμειναν σε υψηλότερα επίπεδα από το 2002 και το 2003(27,5% και 27,7% αντίστοιχα).

## **1.6 Επιτόκια**

### **1.6.1 Γενικά**

Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ διατηρήθηκαν αμετάβλητα μέχρι το τέλος Νοεμβρίου του 2005 στα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί τον Ιούνιο του 2003. Την 1<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2005 το ΔΣ της ΕΚΤ έκρινε απαραίτητη με βάση την αξιολόγηση των οικονομικών και νομισματικών συνθηκών στη ζώνη του ευρώ την αύξηση κατά 25 μονάδες βάσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ με ισχύ από τις 6 Δεκεμβρίου.

### **1.6.2 Τραπεζικά επιτόκια**

Τα τραπεζικά επιτόκια παρουσίασαν μικτές μεταβολές κατά τη διάρκεια του 2005, οι οποίες ήταν μικρού μεγέθους όσον αφορά τις καταθέσεις και μεγαλύτερες όσον αφορά τα δάνεια.

Αναλυτικότερα, το μέσο επιτόκιο καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μιας ημέρας σημείωσε μικρή μείωση(5 μονάδες βάσης) στη διάρκεια του 2005 και περιορίστηκε στο 0,91% το Δεκέμβριο. Αρνητικό ήταν κατά τη διάρκεια του 2005 το πραγματικό επιτόκιο των καταθέσεων ταμειυτηρίου(που υπολογίζεται με βάση τον αντίστοιχο δωδεκάμηνο ρυθμό πληθωρισμού) και μάλιστα έφτασε το -2,7% κατά μέσο όρο το 2005(από -2% το 2004).

Μείωση σημείωσαν γενικά τα επιτόκια νέων δανείων προς τα νοικοκυριά το 2005(καταναλωτικών και στεγαστικών) η οποία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην ένταση του ανταγωνισμού μεταξύ τραπεζών με αποτέλεσμα να συνεχιστεί αυτή η μείωση και μετά την 6<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2005.

Τα επιτόκια των δανείων προς τα νοικοκυριά διατηρήθηκαν σε χαμηλότερα επίπεδα έναντι των αντίστοιχων ελληνικών, ενώ συγχρόνως εμφάνισαν μικρότερες μεταβολές κατά το 2005, με αποτέλεσμα να μειωθεί η διαφορά τους από τα ελληνικά επιτόκια. Αντίθετα αυξήθηκε η διαφορά στα επιτόκια ορισμένων κατηγοριών ορισμένων επιχειρηματικών δανείων, ενώ σε άλλες κατηγορίες έμεινε αμετάβλητη.

## **1.7 Διεθνής και Ευρωπαϊκή Οικονομία**

Η παγκόσμια οικονομία εξακολούθησε να είναι δυναμική το 2005, αν και σημειώθηκε υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ σε σύγκριση με τον πολύ υψηλό ρυθμό του 2004, κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των διεθνών τιμών των καυσίμων. Οι ΗΠΑ από τις προηγμένες οικονομίες και η Κίνα και η Ινδία από τις αναδυόμενες κατέγραψαν τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ.

Οι γενικότεροι παράγοντες που συνέβαλαν θετικά στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα το 2005 και αντιστάθμισαν μερικώς την αρνητική επίδραση που είχε στην παγκόσμια οικονομία η άνοδος της τιμής των καυσίμων ήταν: (α) τα πολύ χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια και, γενικότερα, οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, (β) η βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και (γ) η αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών λόγω της ανόδου των τιμών στις αγορές ακινήτων, ομολόγων και μετοχών σε αρκετές μεγάλες οικονομίες.

Στους παραπάνω παράγοντες θα πρέπει να προστεθεί ο δυναμισμός των οικονομιών της Κίνας και της Ινδίας ο οποίος συνέβαλε σημαντικά στη διατήρηση του υψηλού ρυθμού ανόδου του παγκοσμίου ΑΕΠ. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για τις δύο αυτές χώρες για το έτος 2005 ανήλθε σε 9,9% και 8,3% αντίστοιχα.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2005 υπήρξε ελαφρώς περιοριστική στις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο(G-7), καθώς με στοιχεία του ΔΝΤ το διαρθρωτικό(κυκλικά διορθωμένο) έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος μειώθηκε στο 3,6% από 4,0% το 2004.

Παρά τη μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου, αλλά και την άνοδο της τιμής των άλλων βασικών εμπορευμάτων, ο πληθωρισμός σημείωσε γενικά μικρή μόνο επιτάχυνση στις προηγμένες οικονομίες, λόγω της συγκράτησης

των μισθολογικών αυξήσεων και της πτωτικής πίεσης που ασκούν στις τιμές η παγκοσμιοποίηση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών και η ολοένα και μεγαλύτερη συμμετοχή στο παγκόσμιο εμπόριο χωρών χαμηλού κόστους.

Το 2005 βελτιώθηκε η δημοσιονομική θέση στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι μειώθηκε στο 2,4% από 2,8% το 2004. Όσον αφορά τις χώρες που υπόκεινται στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, μείωση του ελλείμματος σημειώθηκε στη Γερμανία, την Ελλάδα και τη Γαλλία, ενώ σημαντική αύξηση του ελλείμματος εμφάνισαν η Ιταλία και η Πορτογαλία. Όσον αφορά τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ, αξιοσημείωτη ήταν η μετατροπή του μικρού ελλείμματος της Ισπανίας(0,1% του ΑΕΠ) σε πλεόνασμα(1% του ΑΕΠ) το 2005. Σε θεσμικό πλαίσιο αξιοπρόσεκτη ήταν η μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, γεγονός που αφορά το σύνολο της Ε.Ε. αλλά ιδιαίτερα της χώρες της ζώνης του ευρώ.

## **Βιβλιογραφία**

- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2006, σελ. 32, 35, 53, 80, 101, 154, 178, 274, 282,
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2006, σελ. 26, 27, 78, 80, 81, 168, 187, 196, 197, 202, 291, 311, 313, 350, 351

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΒΑΣΗ

#### 2.1 Γενικά

##### 2.1.1 Ορισμός

Μέρισμα είναι η διανομή των κερδών μιας εταιρίας στους μετόχους της με τη μορφή κεφαλαίου ή μετοχών. Οι συνηθέστεροι τύποι μερισμάτων είναι οι εξής:

- Μερίσματα σε μετρητά
- Μερίσματα σε είδος(μη μετρητά)
- Μερίσματα σε μετοχές

Τα μερίσματα σε μετρητά είναι η πιο συνηθισμένη μορφή μερίσματος. Πριν πληρωθεί οποιοδήποτε μέρισμα στους κοινούς μετόχους πρέπει πρώτα να πληρωθούν τα μερίσματα στους προνομιούχους(αν υπάρχουν).

Τα μερίσματα σε είδος(μη μετρητά) μπορεί να είναι μετοχές ή ομολογίες και γενικότερα περιουσιακά στοιχεία τρίτων επιχειρήσεων που βρίσκονται στην κατοχή μιας εταιρίας. Στην Ελλάδα δεν συνηθίζεται η διανομή μερισμάτων σε μετρητά.



Τα μερίσματα σε μετοχές είναι μια αναλογία του κοινού ή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας που διανέμεται στους μετόχους της.

Τα κέρδη μιας ανώνυμης εταιρίας μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους της με τη μορφή μερισμάτων ή να παρακρατηθούν από την εταιρία προκειμένου να χρηματοδοτήσουν μελλοντικές επενδύσεις. Αναζητώντας τον τρόπο που θα διανεμηθούν τα κέρδη στους μετόχους της εταιρίας προκύπτουν τα παρακάτω θέματα: (α) Τι ποσοστό από τα κέρδη θα διανεμηθεί στους μετόχους; (β) Η διανομή θα γίνει με διανομή μετρητών ή θα γίνει με επαναγορά ιδίων μετοχών; (γ) Πόσο σταθερή θα είναι η διανομή μερισμάτων; Δηλαδή τα μερίσματα θα είναι ετήσια και σταθερά ή θα ποικίλουν ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης;

Στόχος του χρηματοοικονομικού διευθυντή της κάθε επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων της εταιρίας. Η παρακάτω εξίσωση μας βοηθάει να εκφράσουμε την τιμή μιας μετοχής την τρέχουσα περίοδο σε σχέση με τα μερίσματα που διανέμει στο μέλλον.

$$P_0 = D_1 / (k_s - g)$$

$P_0$  = τρέχουσα τιμή μετοχής την περίοδο 0

$D_1$  = μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 1

$K_s$  = απόδοση απαιτούμενη από τους κοινούς μετόχους

$g$  = ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Αν η εταιρία αυξήσει το ποσοστό των κερδών που θα διανεμηθεί σε μέρισμα τότε ο αριθμητής θα αυξηθεί. Αν αυτή η αύξηση του αριθμητή ληφθεί υπόψη ως ανεξάρτητη τότε η τομή μετοχής αυξάνεται, όμως η αύξηση του μερίσματος έχει ως αποτέλεσμα να δοθούν λιγότερα χρήματα για επανεπένδυση, συνεπώς ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας θα μειωθεί, άρα η τιμή της μετοχής θα πέσει. Επομένως η βέλτιστη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης θα πρέπει να ισορροπεί μεταξύ της διανομής μερισμάτων και της μελλοντικής ανάπτυξης ώστε να μεγιστοποιηθεί η τιμή της μετοχής.

### **2.1.2 Ο Δείκτης Μερίσματα ανά Μετοχή προς Κέρδη ανά Μετοχή**

Ο πιο σημαντικός αριθμοδείκτης που σχετίζεται με τα μερίσματα είναι ο δείκτης κερδών προς κέρδη ανά μετοχή (dividend payout ratio). Ο δείκτης αυτός μας δείχνει το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος. Οι μέτοχοι επενδυτές που αναζητούν υψηλά κεφαλαιακά κέρδη προτιμούν αυτός ο δείκτης να έχει χαμηλή τιμή σε αντίθεση μ' αυτούς που αναζητούν μεγάλα μερίσματα και προτιμούν το δείκτη αυτό με υψηλή τιμή.

## 2.2 Θεωρίες πολιτικής μερισμάτων

Το ερώτημα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι αν η πολιτική μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας εταιρίας. Σε θεωρητικό επίπεδο έχουν διατυπωθεί τρεις απόψεις σχετικά με το αν η πολιτική μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας εταιρίας. Αυτές οι απόψεις είναι γνωστές ως (α) η θεωρία Modigliani – Miller, (β) η θεωρία Gordon – Lintner, και (γ) η θεωρία του διαφορικού φόρου.

### 2.2.1 Θεωρία Modigliani – Miller

Οι Franco Modigliani και Merton Miller είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης που υποστηρίζει ότι η αξία μιας εταιρίας εξαρτάται μόνο από την αποδοτικότητα της και τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Τα μερίσματα δεν επηρεάζουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών, άρα η πολιτική μερισμάτων και η τρέχουσα τιμή των μετοχών είναι μεταβλητές ασυσχέτιστες.

Οι Modigliani – Miller υποστηρίζουν ότι οποιοσδήποτε μέτοχος μπορεί να ακολουθήσει δική του μερισματική πολιτική. Για παράδειγμα αν μια εταιρία δεν πληρώσει μερίσματα και ο μέτοχος αποζητεί μέρισμα 3% τότε μπορεί να πουλήσει ένα μέρος των μετοχών και να το δημιουργήσει. Αντιστρόφως, αν

μια εταιρία πληρώνει μεγαλύτερο μέρος από αυτό που επιθυμεί ο μέτοχος μπορεί ο ίδιος να χρησιμοποιήσει το ποσό από τα ανεπιθύμητα μερίσματα και να αγοράσει επιπλέον μετοχές της εταιρίας. Αν όντως οι επενδυτές μπορούσαν να πωλούν και να αγοράζουν μετοχές χωρίς ενδιάμεσα κόστη(προμήθειες) τότε η μερισματική πολιτική θα ήταν ανεξάρτητη της τιμής των μετοχών.

Οι Modigliani – Miller απέδειξαν ότι η άποψή τους είναι θεωρητικά σωστή κάνοντας τις εξής υποθέσεις:

- Δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος
- Δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης και διαπραγμάτευσης των μετοχών
- Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών
- Οι επενδυτές και τα στελέχη της εταιρίας έχουν ίδιες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας.
- Η πολιτική επενδύσεων είναι ανεξάρτητη από την πολιτική μερισμάτων

Προφανώς οι φόροι και οι προμήθειες υπάρχουν, επομένως η θεωρία των Modigliani – Miller δεν μπορεί να είναι αληθινή. Ωστόσο οι M – M υποστηρίζουν ότι όλες οι οικονομικές θεωρίες έχουν βασιστεί σε απλοποιημένα συμπεράσματα και ότι η ισχύς μιας θεωρίας πρέπει να κρίνεται από εμπειρικές δοκιμές και όχι από τον ρεαλισμό των συμπερασμάτων της.

### 2.2.2 Θεωρία Gordon – Lintner

Αντίθετα με τους M-M, Gordon – Lintner υποστηρίζουν ότι ο δείκτης  $k_s$  (κόστος μετοχικού κεφαλαίου) μειώνεται καθώς ο δείκτης μερισμάτων προς καθαρά κέρδη αυξάνεται επειδή οι επενδυτές θεωρούν την είσπραξη μερισμάτων περισσότερο βέβαιη από την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών που θα προκύψουν από τα παρακρατηθέντα κέρδη.

Οι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη αξία στα αναμενόμενα μερίσματα παρά στα κεφαλαιακά κέρδη επειδή η συνιστώσα της απόδοσης μερισμάτων ( $D_1/P_0$ ) είναι λιγότερο επικίνδυνη από τη συνιστώσα  $g$  στην εξίσωση της συνολικής απόδοσης.

Η εξίσωση  $k_s = D_1/P_0 = g$  αν λυθεί ως προς  $P_0$  μας δίνει την εξίσωση που αναφέρθηκε στην υποενότητα 1.1 του πρώτου κεφαλαίου.

$$P_0 = D_1 / k_s - g$$

Συνοψίζοντας, η θεωρία Gordon – Lintner υποθέτει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα, παρά υποσχέσεις για μελλοντικά κέρδη (κεφαλαιακά κέρδη). Συνεπώς θεωρείται συνετό για μια εταιρία να παρέχει υψηλή μερισματική απόδοση ώστε να ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου της και να μεγιστοποιεί την τιμή των μετοχών της.

Οι M – M αποκαλούν τη θεωρία των G – L πλάνη του «κάλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι», (bird in the hand fallacy). Υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές αδιαφορούν για τους συντελεστές  $D_1 / P_0$  και  $g$  ενώ προτιμούν να επανεπενδύουν τα μερίσματά τους σε μετοχές της ίδιας εταιρίας ή ομοειδών επιχειρήσεων. Σε κάθε περίπτωση η επικινδυνότητα των ταμιακών ροών της εταιρίας προς τους επενδυτές καθορίζεται μακροχρόνια μόνο από την επικινδυνότητα των ταμιακών ροών που προκύπτουν από τις επενδύσεις της εταιρίας και όχι από την πολιτική μερισμάτων.

### 2.2.3 Θεωρία διαφορικού φόρου

Η θεωρία του διαφορικού φόρου υποστηρίζει ότι αφού τα μερίσματα υπόκεινται σε δυσμενέστερη φορολογική μεταχείριση σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, μια εταιρία πρέπει να διανέμει χαμηλό(ή μηδενικό) μέρισμα προκειμένου να μεγιστοποιήσει την αξία της,

Υπάρχουν τρεις φορολογικοί λόγοι για τους οποίους οι επενδυτές θα προτιμούσαν χαμηλά μερίσματα. (α) Τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα σε σχέση με τα μερίσματα, συνεπώς οι επενδυτές με υψηλά εισοδήματα που είναι και κυρίως οι κάτοχοι της πλειοψηφίας των μετοχών μιας επιχείρησης προτιμούν να παρακρατούνται τα κέρδη και να επενδύονται. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των τιμών των μετοχών, άρα αντικατάσταση των μερισμάτων που φορολογούνται με υψηλούς συντελεστές με κεφαλαιακά κέρδη που φορολογούνται με χαμηλούς συντελεστές. (β) Οι

φόροι των κεφαλαιακών κερδών πληρώνονται αφού πωληθούν οι μετοχές, συνεπώς βάσει της διαχρονικής αξίας χρήματος το ίδιο ποσό καταβλητέου φόρου αξίζει λιγότερο στο μέλλον. (γ) Αν μια μετοχή διατηρηθεί μέχρι το θάνατο του μετόχου τότε δεν οφείλεται κανένα ποσό φόρου. Επιπρόσθετα οι κληρονόμοι μπορούν να χρησιμοποιήσουν την τιμή της μετοχής την ημέρα του θανάτου ως τιμή αγοράς και να αποφύγουν κι αυτοί τον φόρο κεφαλαιακών κερδών.

Λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων οι επενδυτές θα προτιμούσαν οι εταιρίες να παρακρατούν τα κέρδη τους και θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερο τίμημα για μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση αλλά και υψηλό ποσοστό παρακράτησης κερδών.

## **2.3 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη**

Οι συνηθέστερες πολιτικές μερισμάτων που ακολουθούνται από την πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι (α) το σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, (β) το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, (γ) χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο, και (δ) η υπολειμματική πολιτική.

### **2.3.1 Σταθερό Ποσόν ανά Μετοχή**

Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή διατηρεί τα μερίσματα σταθερά για μεγάλη χρονική περίοδο. Η εταιρίες αποφασίζουν αύξηση των μερισμάτων μόνο όταν έχουν διασφαλίσει σε μεγάλο βαθμό τη μελλοντική τους κερδοφορία.

Τα τελευταία χρόνια ορισμένες επιχειρήσεις μετακινήθηκαν σε μια πολιτική μερισμάτων η οποία προβλέπει αύξηση των μερισμάτων κατά ένα σταθερό ποσοστό κάθε χρόνο. Η πολιτική αυτή προϋποθέτει σταθερή αύξηση κερδών και όπου η εφαρμογή της είναι δυνατή παρέχει ένα προβλέψιμο και σταθερό εισόδημα.

Παρόλο που δεν υπάρχει ως τώρα εμπειριστατωμένη μελέτη στο θέμα της πολιτικής μερισμάτων, υπάρχουν συγκεκριμένοι λόγοι που συνηγορούν ότι η πολιτική σταθερού μερίσματος ανά μετοχή συνεπάγεται υψηλότερες τιμές για τις μετοχές. Οι λόγοι αυτοί είναι οι εξής:

1. Οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα διότι έχουν μικρότερο κίνδυνο σε σύγκριση με τα κυμαινόμενα. Εξάλλου μια εταιρία που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που έχει μια εταιρία που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία που διανέμει σταθερό μέρισμα θα έχει μικρότερη απαιτούμενη απόδοση από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις.
2. Πολλοί επενδυτές έχουν ως μοναδική πηγή εισοδήματος τα μερίσματα, επομένως προτιμούν να πληρώσουν ένα πρόσθετο ποσό για μια



μετοχή με εξασφαλισμένο ένα ελάχιστο μέρισμα, παρά για μια μετοχή με μέρισμα με διακυμάνσεις.

3. Ένα από τα βασικότερα κριτήρια για να υπαχθούν οι εταιρίες στις λίστες νόμιμων επενδύσεων (legal lists) είναι να διατηρούν σταθερά τα καταβαλλόμενα μερίσματα. Οι εταιρίες έχουν συμφέρον να υπάγονται σ' αυτούς τους καταλόγους διότι επενδύουν σ' αυτές συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί. Συνεπώς η ύπαρξη αυτών των καταλόγων ενθαρρύνει την επιδίωξη μιας πολιτικής σταθερών μερισμάτων.

### **2.3.2 Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών**

Η εφαρμογή αυτής της πολιτικής καταλήγει ουσιαστικά σε κυμαινόμενο χρηματικό ποσό μερισμάτων αφού τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις από χρονιά σε χρονιά. Συνεπώς οι επενδυτές δεν μπορούν να είναι σίγουροι για το ύψος του ετήσιου εισοδήματός τους που προέρχεται από μερίσματα, επομένως είναι απρόθυμοι να επενδύσουν στη μετοχή. Επομένως η πιθανότητα η πολιτική αυτή να οδηγήσει σε μεγιστοποίηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών είναι πολύ μικρή,

### **2.3.3 Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο**

Η συγκεκριμένη πολιτική αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των δύο προηγούμενων πολιτικών. Από τη μια οι επενδυτές έχουν τη σιγουριά του

τακτικού μερίσματος, από την άλλη έχουν την προσμονή του έκτακτου εφόσον το επιτρέψουν οι συνθήκες στην εταιρία. Η πολιτική αυτή δίνει ευελιξία στην εταιρία, ωστόσο δημιουργεί αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αυτή η πολιτική είναι ιδανική όταν τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ ασταθή.

#### **2.3.4 Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**

Βάση της υπολειμματικής πολιτικής μερισμάτων είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση κερδών και επανεπένδυσή τους στην εταιρία, αν η αποδοτικότητα των επανεπενδυόμενων κερδών είναι μεγαλύτερη σε σχέση με εκείνη που θα μπορούσαν να πετύχουν οι επενδυτές αν τα τοποθετούσαν σε άλλες επενδύσεις.

Για να εφαρμόσει την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων μια εταιρίας πρέπει να ακολουθήσει τα εξής βήματα:

1. Καθορίζει τον άριστο συνδυασμό επενδύσεων
2. Καθορίζει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των παραπάνω επενδύσεων δεδομένου της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσής της.
3. Χρησιμοποιεί τα παρακρατηθέντα κέρδη για να καλύψει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται
4. Διανέμει μερίσματα μόνο αν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για την υποστήριξη του άριστου συνδυασμού επενδύσεων

Αν μια εταιρία ακολουθεί αυστηρά την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων τότε τα μερίσματα που πληρώνει κάθε χρόνο υπολογίζονται ως εξής:

Μερίσματα = Καθαρά κέρδη – Παρακρατηθέντα κέρδη για χρηματοδότηση νέων επενδύσεων

Οι περισσότερες εταιρίες έχουν μια επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση, επομένως κάθε νέα χρηματοδότηση πρέπει να πραγματοποιείται κατά ένα μέρος με δανειακά κεφάλαια και κατά το υπόλοιπο με ίδια κεφάλαια. Αν η εταιρία χρησιμοποιεί την άριστη αναλογία δανειακών προς ίδια κεφάλαια και τα ίδια κεφάλαια προέρχονται από παρακράτηση κερδών τότε το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας ελαχιστοποιείται.

Αν τα ίδια κεφάλαια που προέρχονται από εσωτερικές πηγές(παρακρατηθέντα κέρδη) επαρκούν για τη χρηματοδότηση ενός μόνο μέρους του κόστους των νέων επενδύσεων τότε η εταιρία είναι υποχρεωμένη να καταφύγει σε έκδοση νέων κοινών μετοχών για την κάλυψη του υπολοίπου μέρους της επένδυσης.

Οι περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να παρουσιαστούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Έτσι σε μια χρονιά η εταιρία μπορεί να δηλώσει μηδενικά μερίσματα επειδή οι ευκαιρίες επενδύσεων ήταν ευνοϊκές, αλλά την επόμενη να πληρώσει υψηλά μερίσματα επειδή οι ευκαιρίες επενδύσεων ήταν δυσμενείς.

Οι εταιρίες παρόλο που έχουν ένα στόχο σχετικά με τη δανειακή επιβάρυνση, μπορούν να ταυτόχρονα να διαθέτουν και κάποιο βαθμό ευελιξίας ώστε να διατηρούν τα μερίσματά τους σταθερά μεταβάλλοντας για μικρό χρονικό διάστημα το επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης. Με τον τρόπο αυτό διατηρούν την εμπιστοσύνη των επενδυτών ενώ ταυτόχρονα συμβιβάζεται η αντίφαση που υπάρχει μεταξύ της υπολειμματικής πολιτικής μερισμάτων και της πολιτικής σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή.

## **2.4 Προσδιοριστικοί παράγοντες πολιτικής μερισμάτων**

Η πολιτική μερισμάτων που θα ακολουθήσει κάθε εταιρία επιλέγεται από τη διοίκησή της. Οι κυριότεροι παράγοντες που καθορίζουν αυτή την πολιτική μπορούν να καταταχθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

1. Περιορισμοί
2. Εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου
3. Επενδυτικές ευκαιρίες

Κάθε μια από τις παρακάτω κατηγορίες περιλαμβάνει επιμέρους παράγοντες που θα αναλυθούν παρακάτω.

## 2.4.1 Περιορισμοί

### 2.4.1.1 Μείωση μετοχικού κεφαλαίου

Οι πληρωμές μερισμάτων δεν μπορεί να υπερβαίνουν το ύψος των καθαρών κερδών. Ο νομικός αυτός περιορισμός προστατεύει τους πιστωτές της εταιρίας απαγορεύοντας τη διανομή μερίσματος από το μετοχικό κεφάλαιο.

### 2.4.1.2 Δανειακές συμβάσεις

Οι δανειακές συμβάσεις(ιδίως οι μακροπρόθεσμες συνήθως περιλαμβάνουν όρους που περιορίζουν την ικανότητα της εταιρίας να διανέμει μερίσματα. Και σ' αυτή την περίπτωση οι περιορισμοί αυτοί έχουν σχεδιαστεί για την προστασία των συμφερόντων των δανειστών.

### 2.4.1.3 Ρευστότητα

Η πληρωμή χρηματικών μερισμάτων προϋποθέτει την ύπαρξη μετρητών. Αυτό σημαίνει ότι ακόμα κι αν μια εταιρία έχει καλό ιστορικό κερδών, μπορεί να αδυνατεί να καταβάλει μερίσματα σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο λόγω μειωμένης ρευστότητας. Αυτό συμβαίνει πιθανόν διότι τα παρακρατηθέντα κέρδη έχουν επενδυθεί σε περιουσιακά στοιχεία απαραίτητα για τη λειτουργία της εταιρίας(αποθέματα, εγκαταστάσεις, εξοπλισμός) και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων.

#### 2.4.1.4 Φόρος αδιανέμητων κερδών

Τα κεφαλαιακά κέρδη σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται, ενώ όπου φορολογούνται έχουν χαμηλότερο συντελεστή(φορολογίας) από τα μερίσματα. Για να αποφευχθεί η χρησιμοποίηση της εταιρίας από τους μετόχους σαν ένας τρόπος μείωσης του ατομικού τους φορολογικού συντελεστή η νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών επιβάλλει φόρο, εκτός από τα διανεμόμενα, και στα αδιανέμητα κέρδη.

#### 2.4.1.5 Σταθερότητα κερδών

Όταν μια εταιρία παράγει σταθερά κέρδη είναι συνήθως σε θέση να προβλέψει με ακρίβεια τα μελλοντικά της κέρδη. Συνεπώς αυτή η εταιρία μπορεί να διανείμει σε μέρισμα ένα μεγάλο ποσοστό των κερδών της σε αντίθεση με μια εταιρία με κυμαινόμενα κέρδη που δεν μπορεί να προβλέψει τη μελλοντική της κερδοφορία, επομένως δεν μπορεί να διατηρήσει ένα υψηλό μέρισμα μακροχρόνια.

### 2.4.2 Εναλλακτικές Πηγές Χρηματοδότησης

#### 2.4.2.1 Κόστος έκδοσης νέων μετοχών

Μια εταιρία μπορεί να αντλήσει κεφάλαια με έκδοση μετοχών αντί για παρακράτηση κερδών. Αν το κόστος έκδοσης νέων μετοχών είναι υψηλό τότε το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας θα είναι υψηλότερο από το κόστος των

αποθεματικών, επομένως θα είναι συμφέρον για την εταιρία να πληρώσει χαμηλό μέρισμα και να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της από τα αποθεματικά της.

Το κόστος έκδοσης είναι διαφορετικό από εταιρία σε εταιρία. Μια μεγάλη και εδραιωμένη εταιρία στο χώρο της με καλό ιστορικό κερδών έχει χαμηλό κόστος έκδοσης νέων μετοχών με συνέπεια την εύκολη πρόσβαση στις χρηματαγορές. Αντιθέτως μια νέα και μικρή εταιρία έχει μεγάλο κόστος έκδοσης νέων μετοχών, και υψηλό κίνδυνο για τους επενδυτές, άρα δύσκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με συνέπεια να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της με παρακράτηση κερδών.

#### 2.4.2.2 Αντικατάσταση ιδίων κεφαλαίων με ξένα

Μια εταιρία είναι γνωστό ότι μπορεί να χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της είτε με ξένα είτε με ίδια κεφάλαια. Αν μια εταιρία μπορεί να αυξήσει τη δανειακή της επιβάρυνση χωρίς σημαντική αύξηση του κόστους κεφαλαίου της τότε μπορεί να εφαρμόσει μια πολιτική υψηλού μερίσματος.

#### 2.4.2.3 Έλεγχος

Πολλές επιχειρήσεις έχουν υιοθετήσει την πολιτική να επεκτείνονται όσο τους επιτρέπουν τα κέρδη τους. Η πολιτική αυτή οφείλεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με πώληση κοινών μετοχών μπορεί να εξασθενήσει τον

έλεγχο του κυρίαρχου μετόχου της εταιρίας. Η εξάρτηση αυτή έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών.

### **2.4.3 Επενδυτικές ευκαιρίες**

#### **2.4.3.1 Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρίας**

Όσο ταχύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης μιας εταιρίας, τόσο μεγαλύτερες είναι και οι ανάγκες χρηματοδότησης της, επομένως είναι πιο πιθανό να παρακρατήσει μεγάλο ποσοστό των κερδών ή και ολόκληρα τα κέρδη παρά να τα διανείμει.

#### **2.4.3.2 Χρόνος υλοποίησης επενδύσεων**

Όσο πιο ελαστικό είναι το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των επενδύσεων για μια εταιρία τόσο μεγαλύτερη ευχέρεια έχει για την υιοθέτηση μιας πολιτικής σταθερού μερίσματος.

## **Βιβλιογραφία**

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Γ' έκδοση, Εκδοτικός οίκος INTERBOOKS, Αθήνα 2002, σελ. 162, 163, 164, 165, 170, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182



2. Black Fischer, Myron Scholes, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, 1974, pp. 1-22.
3. Boyd H. John, Jagannathan Ravi, Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks, *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, No. 4, 1994, pp. 711-741.
4. Brennan J. Michael, Anjan V. Thakor, Shareholder Preferences and Dividend Policy, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, Sep. 1990, pp. 993-1018.
5. Brigham F. Eugene, Ehrhardt C. Michael, Financial Management – Theory and Practice, 10<sup>th</sup> Edition, South – Western, 2002, pp 700, 701, 708, 709, 710, 711, 716, 718
6. Daniels Kenneth, Tai S. Shin, Cheng F. Lee, The Information Content of Dividend Hypothesis: A Permanent Income Approach, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 6, 1997, pp. 77–86.
7. DeAngelo Harry, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, Dividends and Losses, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, Dec. 1992, pp. 1837-1863.
8. Dyckman R. Thomas, Davis J. Charles, Dukes E. Roland, Intermediate Accounting, fifth edition, Irwin McGraw – Hill, international edition 2001, pp 1071, 1073
9. Emery R. Douglas, John D. Finnerty, John D. Stowe, Corporate Financial Management, Second Edition, Pearson Prentice Hall, 2004.

10. Fama F. Eugene, French K. R., Dividend Yields and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp. 3-25.
11. Garrison H. Ray, Noreen W. Eric, Brewer C. Peter, Managerial Accounting, eleventh edition, McGraw – Hill, International edition 2006, pp 795, 796
12. Lease Ronald, Kose John, Kalay Avner, Dividend Policy, Oxford University Press, 1999
13. Lintner John, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3, Aug. 1962, pp. 243-269.
14. Miller H. Merton, Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 4, Part 2, Oct. 1986, pp. S451-S468.
15. Miller H. Merton, Franco Modigliani, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, Oct. 1961, pp. 411-433.
16. Ross A. Stephen, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Corporate Finance, Fourth Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996.
17. Wu Chunchi, Taxes and Dividend Policy, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 5, 1996, pp. 291–305.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

#### 3.1 Ιστορικά Στοιχεία

##### 3.1.1 ΟΤΕ

Ο ΟΤΕ ιδρύθηκε το 1949 με το Ν.Δ. 1049/49 μαζί με το νεοσύστατο ελληνικό κράτος μετά το πέρας του εμφυλίου πολέμου. Η νεοσύστατη αυτή επιχείρηση που ανήκε κατά 100% στο ελληνικό δημόσιο είχε ως σκοπό τη διαχείριση των τηλεπικοινωνιών στο εσωτερικό της χώρας. Το 1953 εκδίδεται ο πρώτος τηλεφωνικός κατάλογος ενώ το 1957 τίθεται σε λειτουργία η υπηρεσία Τηλεγραφικών Συνδρομητών (TELEX).

Την επόμενη δεκαετία ο ΟΤΕ έδωσε βάση κυρίως στην ανάπτυξη του υπεραστικού δικτύου καθώς και στην κατασκευή διεθνών δικτύων : Το 1969 ολοκληρώνεται η κατασκευή του υποβρυχίου καλωδίου Ελλάδας-Ιταλίας και το 1970 λειτουργεί η πρώτη κεραία του Κέντρου Δορυφορικών Επικοινωνιών Θερμοπυλών. Το 1972 λειτουργεί η δεύτερη κεραία του Κ.Δ.Ε. Θερμοπυλών ενώ το 1974 ξεκινάει η κατασκευή πολλών υποβρυχίων καλωδίων και ραδιοηλεκτρικών ζεύξεων.

Το 1979 λειτουργεί το Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλετυπικό Κέντρο στην Αθήνα. Το 1981 μπαίνει σε λειτουργία το Νέο Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλεφωνικό Κέντρο Αθηνών MT-20 και το 1986 γίνονται τα εγκαίνια της επίσημης λειτουργίας του Παράκτιου Επίγειου Σταθμού (ΠΕΣ) INMARSAT στο ΚΔΕ Θερμοπυλών. Το 1989 λειτουργούν τα πρώτα πλήρως ψηφιακά τηλεφωνικά κέντρα (υπεραστικό και κομβικό) του συστήματος EWSD/SIEMENS. Στις 20 Νοεμβρίου 1989 λειτουργεί στην Πάτρα το πρώτο πλήρες ψηφιακό τηλεφωνικό κέντρο του συστήματος AXE-10/ERICSSON.

Η δεκαετία του 90 αποτελεί ορόσημο για την εξέλιξη του ΟΤΕ από μια δημόσια επιχείρηση σε μια πολυεθνική εταιρία με παρουσία σε ολόκληρα σχεδόν τα βαλκάνια και στα ξένα χρηματιστήρια. Το 1994 ψηφίζεται στη βουλή ο νόμος 2257/94 που ανοίγει την πόρτα για την ιδιωτικοποίηση του ΟΤΕ. Την περίοδο αυτή ιδρύονται οι θυγατρικές: Hellascom Int., Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος, ΟΤΕnet, Cosmote, Hellas Sat, ΟΤΕ leasing, Maritel). Το 1996 πραγματοποιείται η πρώτη μετοχοποίηση με την εισαγωγή πακέτου μετοχών στο Χ.Α.Α. Το 1997 διατίθεται ακόμα ένα νέο πακέτο μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό ενώ το 1998 με την τρίτη μετοχοποίηση οι μετοχές του ΟΤΕ διαπραγματεύονται και στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE).

Αξίζει να σημειωθεί ότι όλα αυτά τα χρόνια που ο ΟΤΕ λειτουργούσε ως δημόσια επιχείρηση με πολύ υψηλή κερδοφορία, αποτελούσε βασικό χρηματοδότη του ελληνικού κράτους καλύπτοντας τα κενά του

προϋπολογισμού με τα παχυλά μερίσματα που απέδιδε στον ένα και βασικό του μέτοχο, το ελληνικό δημόσιο.

Το 2000 ο ΟΤΕ αποκτά άδεια λειτουργίας GSM στη Βουλγαρία και συστήνει για το σκοπό αυτό την εταιρία κινητής τηλεφωνίας Globul. Από το 2001 απελευθερώνεται η αγορά τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα και ο ΟΤΕ λειτουργεί πλέον σε ένα πλήρως ανταγωνιστικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Από το 2001 έως το 2003 ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, μεταξύ των πρώτων 500 επιχειρήσεων παγκοσμίως και μεταξύ των δέκα πρώτων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών στην Ευρώπη. Το 2003 ο ΟΤΕ ξεκινά την παροχή υπηρεσιών ADSL στην Ελλάδα και την ίδια χρονιά πραγματοποιείται η εκτόξευση του δορυφόρου Hellas Sat2 από το ακρωτήριο Καναβεραλ για λογαριασμό του ΟΤΕ. Το 2004 ο ΟΤΕ και η θυγατρική του COSMOTE αναλαμβάνουν Μεγάλοι Εθνικοί Χορηγοί των Ολυμπιακών Αγώνων 2004.

### **3.1.2 COSMOTE**

Η COSMOTE-μέλος του ομίλου ΟΤΕ- ξεκίνησε την εμπορική της λειτουργία τον Απρίλιο του 1998 με κύριο στόχο την παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Με τη μεγάλη τεχνογνωσία του ομίλου ΟΤΕ καθώς και του δεύτερου στρατηγικού εταίρου της, του Νορβηγικού ομίλου TELENOR, κατάφερε μέσα σε μόλις 3,5 χρόνια λειτουργίας, να κατακτήσει την πρώτη θέση στην ελληνική αγορά κινητής τηλεφωνίας. Από τον Οκτώβριο του 2000,

η μετοχή της διαπραγματεύεται στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου, και έκτοτε έχει μία από τις καλύτερες αποδόσεις τόσο μεταξύ των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (δείκτης ASE FTSE-20) όσο και στο σύνολο του τηλεπικοινωνιακού κλάδου, πανευρωπαϊκά.

Η COSMOTE από τον Αύγουστο του 2001 διαθέτει άδεια UMTS (για την παροχή υπηρεσιών τρίτης γενιάς κινητής τηλεφωνίας), ενώ από τον Μάρτιο του 2002 η Εταιρία διαθέτει άδεια Σταθερής Ασύρματης Πρόσβασης στην συχνότητα των 25 GHz και έχει εγκαταστήσει δίκτυο σταθερής ασύρματης πρόσβασης ώστε να είναι σε θέση να παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες στους πελάτες της. Η COSMOTE διαθέτει ένα πανελλαδικό δίκτυο με 2.900 τηλεπικοινωνιακούς Σταθμούς Βάσης και περίπου 2.000 σημεία πώλησης των προϊόντων και υπηρεσιών της, ενώ από τον Ιανουάριο του 2001 έχει εγκαταστήσει ένα πανελλαδικό δίκτυο 2,5 γενιάς (GPRS) που επιτρέπει την μετάδοση δεδομένων με υψηλές ταχύτητες. Επιπλέον, τον Μάιο του 2004, η COSMOTE ξεκίνησε την εμπορική διάθεση υπηρεσιών τρίτης γενιάς, 3G. Από τον Ιούνιο του 2005 διατίθεται εμπορικά το 3G i-mode (για πρώτη φορά διεθνώς μετά την Ιαπωνία).

Η COSMOTE εκτός από την Ελλάδα δραστηριοποιείται επίσης και σε 4 χώρες της περιοχής των Βαλκανίων. Από τον Αύγουστο του 2000 κατέχει το 82.5% της πρώτης εταιρίας κινητής τηλεφωνίας στην Αλβανία, AMC. Τον Ιούλιο του 2005 η COSMOTE ολοκλήρωσε την συμμετοχή της κατά 70% στο μετοχικό κεφάλαιο της ρουμανικής εταιρίας κινητής τηλεφωνίας COSMOTE Romania

(πρώην COSMOROM) ενώ τον Αύγουστο του 2005 απέκτησε το 100% των μετοχών της GLOBUL, στην Βουλγαρία και της COSMOFON στην πΓΜΔ.

### 3.1.3 VODAFONE

Η VODAFONE(τότε PANAΦON) έλαβε άδεια λειτουργίας το 1992 και αποτέλεσε μαζί με την TIM την πρώτη εταιρία κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Ένα χρόνο μετά τη λήψη της άδειας λειτουργίας η VODAFONE υλοποιώντας ένα μεγάλο επενδυτικό σχέδιο ξεκινά τη λειτουργία της παρέχοντας υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα.

Βασικός μέτοχος της τότε PANAΦON είναι ο βρετανικός κολοσσός στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών VODAFONE UK S.A. ενώ στο σχήμα συμμετέχουν και γνωστοί έλληνες επιχειρηματίες. Η τεχνογνωσία και η εμπειρία της μητρικής εταιρίας καθιστούν αμέσως την ελληνική VODAFONE πρωτοπόρα στην ελληνική αγορά αποσπώντας τη μερίδα του λέοντος από την ανταγωνίστρια TELESTET.

Από το δεύτερο ήδη χρόνο λειτουργίας της η VODAFONE λανσάρει την πρωτοποριακή για τα δεδομένα της εποχής πακέτο Vodafone a la carte χωρίς πάγιο τέλος σύνδεσης. Το 1996 η VODAFONE εισέρχεται στο ΧΑΑ και η μετοχή της ακολουθεί ανοδική πορεία για τα επόμενα χρόνια. Τα αντληθέντα κεφάλαια από το χρηματιστήριο χρηματοδότησαν με απόλυτη επιτυχία τις

επενδύσεις της VODAFONE σε δικτυακές υποδομές και σε ανθρώπινο δυναμικό καθιστώντας την “χρυσοφόρο αγελάδα” για τους μετόχους της.

Καθ’ όλη τη διάρκεια της πενταετίας 1996 έως 2000 η VODAFONE παραμένει ο ηγέτης στην αγορά κινητής τηλεφωνίας διαθέτοντας τα πιο ανταγωνιστικά σε τιμή προγράμματα και το δίκτυο με τη μεγαλύτερη πληθυσμιακή κάλυψη. Η πρωτιά αυτή χάθηκε όμως με την έλευση της COSMOTE στην αγορά της κινητής τηλεφωνίας.

Το 2002 η VODAFONE, παρά την επιτυχημένη πορεία της, ανακοινώνει την έξοδό της από το Χ.Α.Α. Η μητρική εταιρία εξαγοράζει όλα τα μειοψηφικά πακέτα και καθίσταται ο μοναδικός μέτοχος της VODAFONE με ποσοστό 99.78%.

#### **3.1.4 TIM**

Τον Αύγουστο του 1992 ιδρύεται στην Ελλάδα η TIM(τότε TELESTET). Η TIM αποτέλεσε την πρώτη εταιρία στην οποία χορηγήθηκε άδεια για τη δημιουργία εθνικού δικτύου υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας. Η επένδυση της εταιρίας για την απόκτηση της άδειας κινητής τηλεφωνίας ανήλθε σε 30 δις δραχμές και υπήρξε μια από τις μεγαλύτερες μεταπολεμικές επενδύσεις στην Ελλάδα.

Τον Ιούνιο του 1993 τίθεται σε λειτουργία το δίκτυο της TIM και από τον Οκτώβριο άρχισε να λειτουργεί το μεταγωγικό κέντρο κινητής τηλεφωνίας στη Θεσσαλονίκη. Από τις αρχές του 1994 η TIM καλύπτει το εθνικό δίκτυο



Αθηνών-Κορίνθου-Θεσσαλονίκης ενώ παράλληλα λειτουργεί και η υπηρεσία διεθνούς κλήσης(Roaming). Κατά την τριετία 1994 – 1996 η TIM βελτιώνει διαρκώς την ποιότητα των υπηρεσιών της βασιζόμενη στις εξελίξεις της τεχνολογίας ενώ επεκτείνεται και σε νέες υπηρεσίες(πχ. συνεργασία με Ράδιο Ελλάς, αναγνώριση κλήσης, ειδησεογραφική ενημέρωση).

Το 1997 η TIM δίνει βάση στα πακέτα καρτοκινητής τηλεφωνίας που προσφέρει και λανσάρει διαρκώς νέα πακέτα για τις ανάγκες όλο και περισσότερων καταναλωτών. Το 1998 η TIM εισάγει τις μετοχές της ταυτόχρονα στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης(NASDAQ) και του Άμστερνταμ. Το 1999 η TIM φέρνει στην Ελλάδα τη δορυφορική επικοινωνία μέσω του δικτύου δορυφόρων IRIDIUM.

Το 2000 και το 2001 η TIM επεκτείνει τις εμπορικές της συμφωνίες και εντάσσει κι άλλους αντιπροσώπους στο δίκτυό της. Παράλληλα μειώνει τα τιμολόγιά της στα πλαίσια του έντονου ανταγωνισμού και δημιουργεί ειδικά πακέτα χρέωσης για ελεύθερους επαγγελματίες και επιχειρήσεις. Για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων σε κτιριακή και υλικοτεχνική υποδομή πραγματοποιεί επιτυχώς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που της αποφέρει περίπου 30 δις δραχμές.

Την τριετία 2002-2004 η TIM συνεχίζει να πρωτοπορεί στην ανάπτυξη νέων υπηρεσιών σε σχέση με τον ανταγωνισμό ενώ καταλαμβάνει την τρίτη θέση από άποψης μεριδίου αγοράς (30% περίπου) με μικρή απόσταση από τη VODAFONE.

## 3.2 Πολιτική Μερισμάτων

### 3.2.1 Η πολιτική μερισμάτων του ΟΤΕ

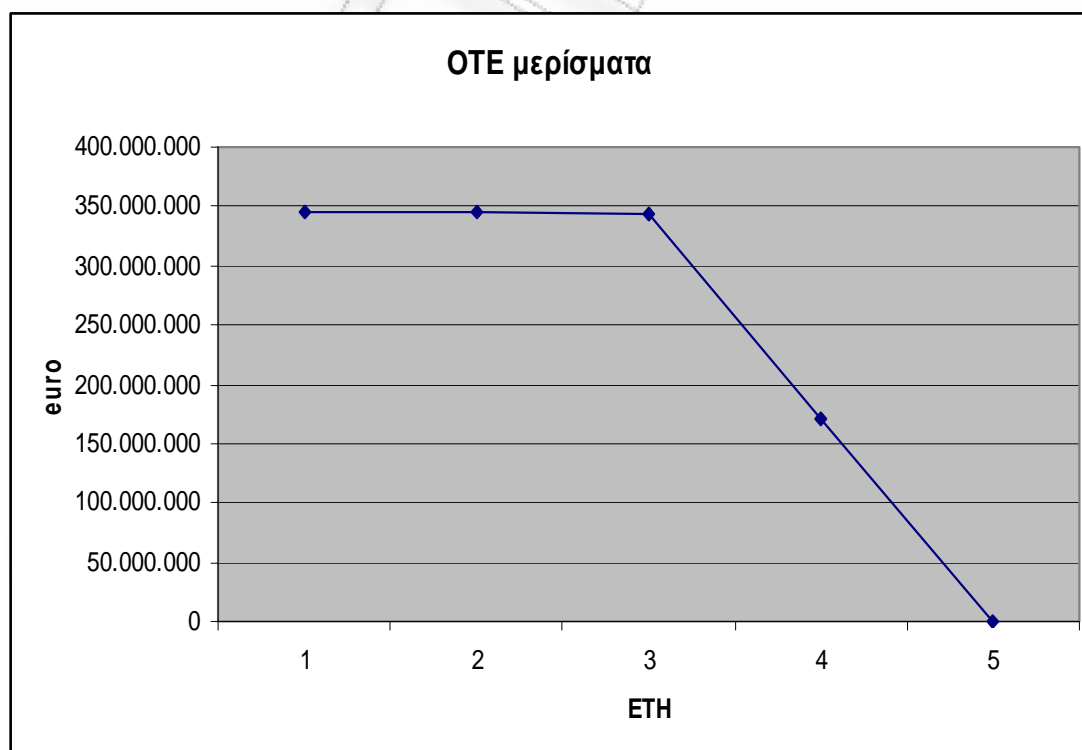
Μελετώντας τα δημοσιευμένα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις του ΟΤΕ την περίοδο 2000-2004 παρατηρούμε μια φθίνουσα πορεία στα καθαρά κέρδη του οργανισμού. Το φαινόμενο αυτό βρίσκει εξήγηση στην απελευθέρωση της αγοράς των τηλεπικοινωνιών από το 2001 που επέτρεψε κι άλλες εταιρίες να εισέλθουν στο χώρο και να αποσπασουν μερίδιο από το , ως τότε , μονοπώλιο του ΟΤΕ. Επίσης οι διαρκείς παρεμβάσεις της επιτροπής ανταγωνισμού προς όφελος των μικρότερων επιχειρήσεων ανακόπτουν σημαντικά την κερδοφορία του ΟΤΕ.

Παρά τη σταδιακή μείωση των κερδών ο ΟΤΕ για την τριετία 2000-2002 καταφέρνει και διατηρεί τα μερίσματά του σταθερά. Ακολουθεί δηλαδή μια πολιτική διανομής σταθερού μερίσματος ανά μετοχή. Οι λόγοι που ακολουθήθηκε αυτή η πολιτική ενδέχεται να είναι οι εξής: α) Ο ΟΤΕ εφόσον είναι μια εταιρία εισηγμένη στο ΧΑΑ και στο NYSE προσπαθεί να διατηρήσει μια καλή εικόνα στο επενδυτικό του κοινό διατηρώντας υψηλά τα μερίσματα για όσο χρονικό διάστημα είναι εφικτό. β) Η κυβέρνηση εφόσον παραμένει βασικός μέτοχος του ΟΤΕ πιέζει για υψηλά μερίσματα, δηλαδή έσοδα για την κάλυψη των κενών του προϋπολογισμού.

Το 2003 το ποσό που διανεμήθηκε ως μέρισμα μειώθηκε σχεδόν στο μισό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, εξέλιξη που θεωρείται λογική εφόσον μειώθηκε κατά πολύ η κερδοφορία.

Το 2004 αποτελεί μια χρονιά ορόσημο για τον ΟΤΕ αφού μετά από δεκαετίες συνεχούς κερδοφορίας παρουσιάζει για πρώτη φορά ζημιές. Ο βασικός λόγος βέβαια που η χρήση του 2004 είναι ζημιογόνα είναι η ενσωμάτωση του κόστους της εθελουσίας εξόδου του προσωπικού. Συνεπώς δεν μπορεί να εξαχθεί ασφαλές συμπέρασμα για την κερδοφορία της επιχείρησης για το έτος 2004.

Στο παρακάτω γράφημα φαίνεται το διανεμόμενο ποσό μερισμάτων κατά τη χρονική περίοδο 2000-2004. ( χάριν συντομίας οι αριθμοί 1,2,3,4,5 παριστάνουν τα έτη 2000,2001,2002,2003 και 2004 αντίστοιχα).

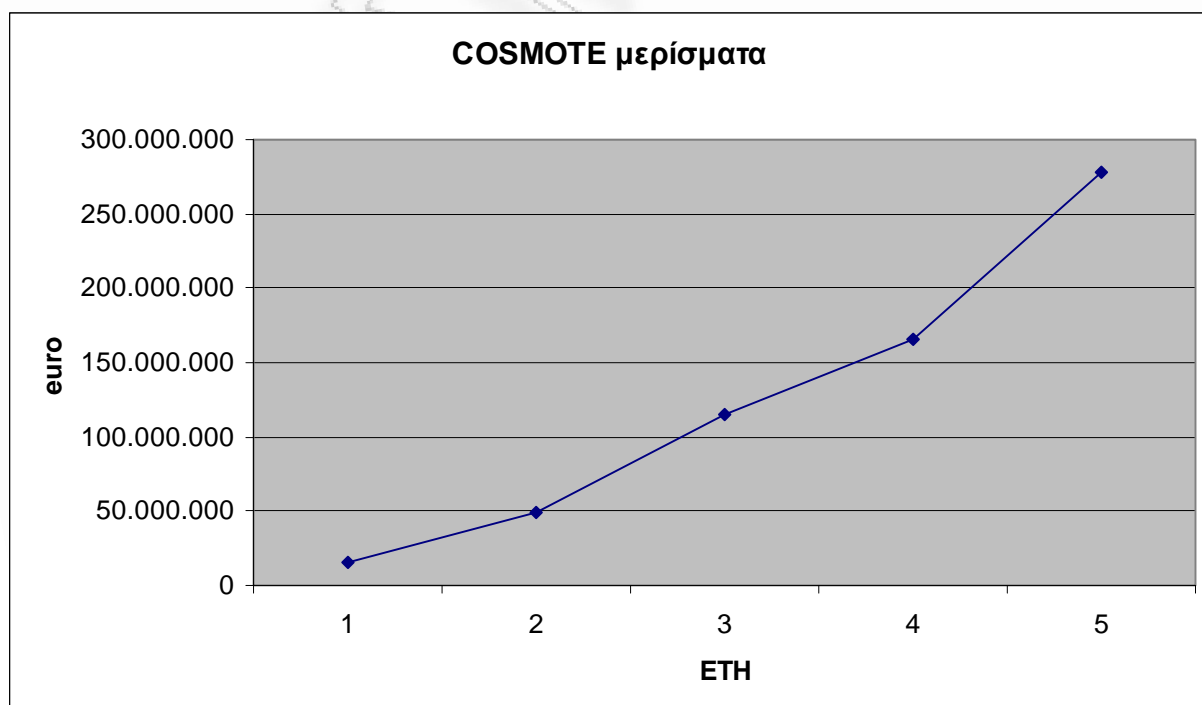


Γράφημα 1

### 3.2.2 Η πολιτική μερισμάτων της COSMOTE

Η COSMOTE αν και αποτελεί τη νεότερη από τις 4 εταιρίες του κλάδου πέρασε πολύ γρήγορα στο στάδιο της κερδοφορίας αφού πρώτα απέσπασε το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στον κλάδο της κινητής τηλεφωνίας.

Στο παρακάτω γράφημα φαίνεται πως το μέρισμα που διανέμει η COSMOTE αυξάνεται κάθε χρόνο κατά 90% περίπου . Μελετώντας την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (παράρτημα) βλέπουμε πως με τον ίδιο ρυθμό αυξάνονται και τα κέρδη της εταιρίας. Επομένως ακολουθείται η πολιτική σταθερού ποσοστού των διανεμόμενων κερδών αφού διανέμεται ως μέρισμα το 30% περίπου των καθαρών κερδών.

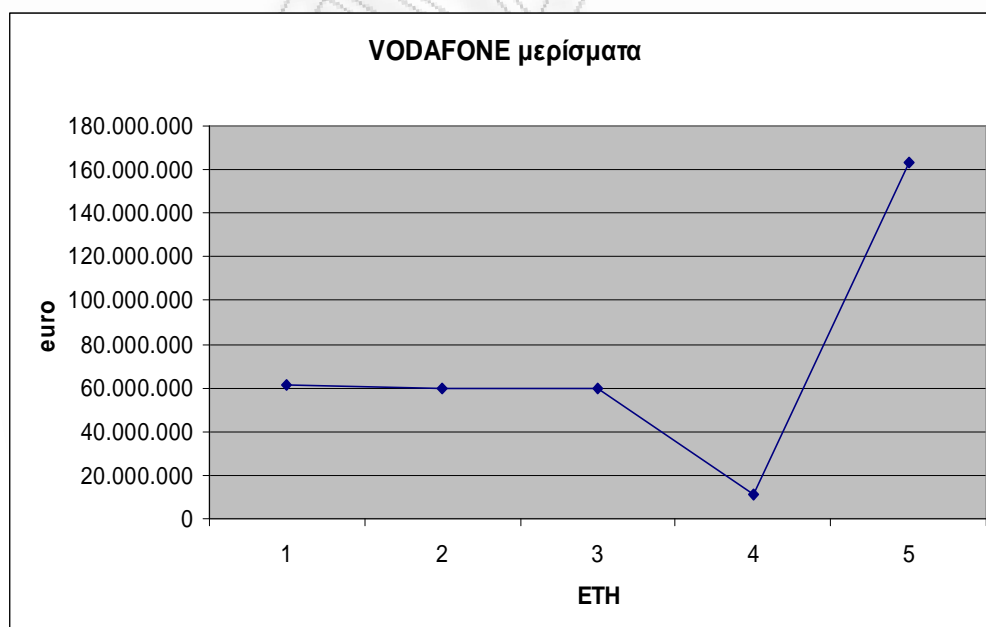


Γράφημα 2

Αν και η συγκεκριμένη πολιτική κατακρίνεται πως δημιουργεί αβεβαιότητα στους επενδυτές για το μέλλον, στην περίπτωση της COSMOTE δεν ισχύει αυτό μιας και η εταιρία έχει εξασφαλισμένη κερδοφορία σε ένα κλάδο που αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, και κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Όσο λοιπόν αυξάνεται η κερδοφορία της επιχείρησης θα αυξάνεται και το ποσό που θα διατίθεται ως μέρισμα στους μετόχους.

### 3.2.3 Η πολιτική μερισμάτων της VODAFONE

Η VODAFONE κατά την τριετία 2000-2002 διανέμει ως μέρισμα το 25% των κερδών της ενώ το έτος 2003 διανέμει μόνο το 3% των κερδών της παρόλο που είχε αύξηση στα καθαρά κέρδη 35% περίπου. Το έτος 2004 όμως διανέμει σε μέρισμα το 38% των κερδών της, ποσό που ανέρχεται σε 160.000.000€ σύμφωνα με το παρακάτω γράφημα.

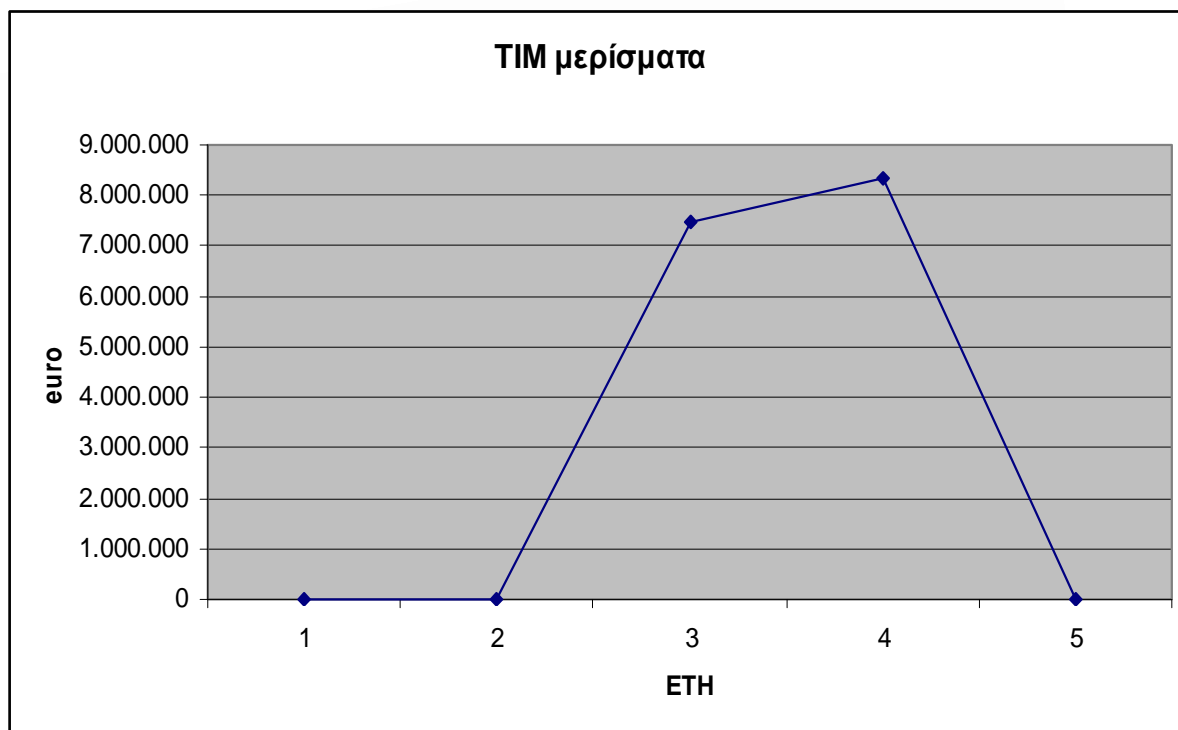


Γράφημα 3

Η πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η VODAFONE δεν είναι ξεκάθαρη, ωστόσο με μια προσεκτική ματιά στον ισολογισμό παρατηρούμε πως η σχετικά χαμηλή κερδοφορία τα πρώτα έτη συνδέεται με τις υψηλές αποσβέσεις καθώς και με τη δραστική μείωση του δανεισμού. Να τονίσουμε επίσης πως η VODAFONE ανήκει εξ' ολοκλήρου στον βρετανικό κολοσσό VODAFONE UK, επομένως η διανομή μερίσματος εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό κι από τις ανάγκες της μητρικής εταιρίας σε ρευστότητα.

#### **3.2.4 Η πολιτική μερισμάτων της TIM**

Μια ιδιόμορφη μερισματική πολιτική ακολουθεί η διοίκηση της TIM. Τα έτη 2000 και 2001 παρά την κερδοφορία της δεν διανέμει μέρισμα εκμεταλλευόμενη τους νόμους περί αφορολόγητων αποθεματικών και παρακράτησης κερδών. Τα έτη 2002 και 2003 διανέμει πολύ χαμηλά μερίσματα (όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα) που δεν ξεπερνούν το 10% των καθαρών κερδών. Το 2004 επίσης δεν διανέμει μερίσματα.



Γράφημα 4

Θα μπορούσαμε να πούμε πως η πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η TIM είναι όμοια σε πολύ μεγάλο βαθμό με την υπολειμματική πολιτική. Αν λάβουμε υπόψη μας τις επενδύσεις που έκανε η TIM τη δεκαετία του 2000 για τη βελτίωση του δικτύου της με ταυτόχρονη μείωση του δανεισμού της και απόσβεσης των παγίων στοιχείων της, βλέπουμε πως η διοίκηση της TIM χρησιμοποιεί τα κέρδη της επιχείρησης πρωτίστως για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων και για την επίτευξη της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης και δευτερευόντως για τη διανομή μερίσματος.

## Βιβλιογραφία

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ 165, 170, 175

2. Arnold Glen, Essentials of Corporate financial management, Pearson Higher Education, 2007, pp 110-112
3. Brigham F. Eugene, Houston F. Joel, Fundamentals of Financial Management, Fourth Edition, Thomson South-Western, 2003, pp 225, 228,244
4. Correia da Silva Luis, Goergen Marc, Renneboog Luc, Dividend Policy and Corporate Governance, Oxford University Press, 2004, pp 110, 111
5. Daniels Kenneth, Tai S. Shin, Cheng F. Lee, The Information Content of Dividend Hypothesis: A Permanent Income Approach, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 6, 1997, pp. 77–86.
6. DeAngelo Harry, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, Dividends and Losses, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, Dec. 1992, pp. 1837-1863.
7. Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Πειραιάς 2001, σελ 65, 68
8. Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος, Λαζαρίδης Τ. Ιωάννης, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, τεύχος Α', Πειραιάς 2000, σελ 70, 76
9. Fama F. Eugene, Kenneth R. French, Dividend Yields and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp. 3-25.
10. Frankfurter M. George, Bob G. Wood Jr. , Dividend policy theories and their empirical tests, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, 2002, pp.



11. Goetzmann N. William, Philippe Jorion, A Longer Look at Dividend Yields, *The Journal of Business*, Vol. 68, No. 4, Oct. 1995, pp. 483-508.
12. Gordon J. M. , Optimal Investment and Financing Policy, *The Journal of Finance*, Vol. 18, No. 2, Oct. 1963, pp. 264-272.
13. Healy M. Paul, Krishna G. Palepu, Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, 1988, pp. 149-175.
14. Hines R. James Jr. , Dividends and Profits: Some Unsubtle Foreign Influences, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 2, Jun. 1996, pp. 661-689.
15. Καζαντζής Ι. Χρήστος, Σώρρος Ν. Ιωάννης, Προβλήματα και Εφαρμογές Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E., Πειραιάς 2005
16. Kalay Avner, Uri Loewenstein, The informational content of the timing of dividend announcements, *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, 1986, pp. 373-388.
17. Kormendi Robert, Robert Lipe, Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns, *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, Jul. 1987, pp. 323-345.
18. Lakonishok Josef, Theo Vermaelen, Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior, *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 4, Sep. 1983, pp. 1157-1179.

19. Michaely Roni, Richard H. Thaler, Kent L. Womack, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2, Jun. 1995, pp. 573-608.
20. Miller H. Merton, Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 4, Part 2, Oct. 1986, pp. S451-S468.
21. Ofer R. Aharon, Daniel R. Siegel, Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, Sep. 1987, pp. 889-911.
22. Panagiotidis Theodore, Market capitalization and efficiency. Does it matter? Evidence from the Athens Stock Exchange. , *Applied Financial Economics*, Vol. 15, 2005, pp. 707-713.
23. Pyung Sig Yoon, Laura T. Starks, Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements, *The Review of Financial Studies*, Winter 1995, Vol. 8, No. 4, pp. 995-1018.
24. Richardson R. Pettit, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5, Dec. 1972, pp. 993-1007.
25. Van Horne C. James, Financial Management and Policy, Eleventh Edition, Prentice Hall, 1998.

- [www.ote.gr](http://www.ote.gr)
- [www.cosmote.gr](http://www.cosmote.gr)
- [www.vodafone.gr](http://www.vodafone.gr)
- [www.tim.gr](http://www.tim.gr)
- [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
- [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
- [www.kerdos.gr](http://www.kerdos.gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι επιχειρήσεις που προσφέρουν τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες απολαμβάνουν στην εποχή μας υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και υψηλή κερδοφορία. Σ' αυτή την κατηγορία μπορούν να ενταχθούν και οι εταιρίες της παρούσης μελέτης με εξαίρεση τον ΟΤΕ που λειτουργεί υπό ιδιόμορφο καθεστώς αφού περνά από το μονοπώλιο στην ελεύθερη αγορά και από την ομηρία του κρατικού δηmosίου στα χέρια του ιδιωτικού κεφαλαίου.

Παρόλο που οι τέσσερις επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά (ο ΟΤΕ στη σταθερή τηλεφωνία, ωστόσο η COSMOTE αποτελεί θυγατρική του) κάθε μια ακολουθεί τη δική της μερισματική πολιτική. Ο ΟΤΕ διανέμει υψηλό σταθερό μέρισμα στους μετόχους, τουλάχιστον την πρώτη τριετία της κερδοφορίας του. Η COSMOTE αυξάνει τα μερίσματα σύμφωνα με το ρυθμό αύξησης των κερδών της. Η VODAFONE διανέμει μικρό ποσοστό των κερδών της σε μέρισμα (με εξαίρεση το έτος 2004) ενώ η TIM παρακρατά σχεδόν όλα τα κέρδη της χρησιμοποιώντας τα για επενδύσεις.

Η ανομοιομορφία αυτή στις ακολουθούμενες πολιτικές μπορεί να εξηγηθεί ως εξής: Η VODAFONE και η TIM ανήκουν σε μεγάλους ξένους επιχειρηματικούς ομίλους ενώ ο ΟΤΕ ανήκει στο ελληνικό δημόσιο και η COSMOTE ανήκει στον ΟΤΕ και στο ελληνικό δημόσιο. Συνήθως το ελληνικό δημόσιο απαιτεί υψηλά μερίσματα από τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις για την κάλυψη των κενών του προϋπολογισμού. Αντίθετα η VODAFONE και η TIM που στηρίζονται σε ιδιωτικά κεφάλαια δίνουν περισσότερη έμφαση στις επενδύσεις

και στη γρήγορη απόσβεσή τους. Αξίζει να τονίσουμε πως οι μετοχές του ΟΤΕ και της COSMOTE διαπραγματεύονται σε ελληνικά και ξένα χρηματιστήρια, επομένως η διανομή υψηλού μερίσματος διατηρεί την καλή εικόνα της επιχείρησης προς το επενδυτικό κοινό. Οι μετοχές της VODAFONE σε αντίθεση δεν διαπραγματεύονται σε κανένα χρηματιστήριο από το 2002 και έπειτα. Η TIM παρόλο που έχει εισάγει τις μετοχές της στο NASDAQ και στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ ακολουθεί τελείως διαφορετική πολιτική μερισμάτων από τον ΟΤΕ και την COSMOTE.

Παρατηρούμε επομένως πως η πολιτική μερισμάτων που ακολουθείται από κάθε επιχείρηση εξαρτάται από ένα πλήθος παραγόντων. (κρατικός παρεμβατισμός, θεσμικοί επενδυτές, μητρικές επιχειρήσεις, μελλοντικές επενδύσεις). Κάθε επιχείρηση αναλόγως με τη χαραγμένη στρατηγική αλλά και με τις εξαρτήσεις από τους προαναφερθέντες παράγοντες ακολουθεί τη δικιά της μερισματική πολιτική.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Εκδόσεις Interbooks, 2002.
2. Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Πειραιάς 2001
3. Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος, Λαζαρίδης Τ. Ιωάννης, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, τεύχος Α', Πειραιάς 2000
4. Καζαντζής Ι. Χρήστος, Σώρρος Ν. Ιωάννης, Προβλήματα και Εφαρμογές Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E., Πειραιάς 2005
5. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2005
6. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 2006

### Ξένα

1. Arnold Glen, Essentials of Corporate financial management, Pearson Higher Education, 2007
2. Brealey A. Richard, Steward C. Myers, Principles of Corporate Finance, Seventh Edition, McGraw-Hill, 2003.
3. Brigham F. Eugene, Houston F. Joel, Fundamentals of Financial Management, Fourth Edition, Thomson South-Western, 2003.
4. Brigham F. Eugene, Ehrhardt C. Michael, Financial Management – Theory and Practice, 10<sup>th</sup> Edition, South – Western, 2002
5. Correia da Silva Luis, Goergen Marc, Renneboog Luc, Dividend Policy and Corporate Governance, Oxford University Press, 2004
6. Dyckman R. Thomas, Davis J. Charles, Dukes E. Roland, Intermediate Accounting, Fifth Edition, Irwin McGraw-Hill, 2001.
7. Emery R. Douglas, John D. Finnerty, John D. Stowe, Corporate Financial Management, Second Edition, Pearson Prentice Hall, 2004.
8. Garrison H. Ray, Noreen W. Eric, Brewer C. Peter, Managerial Accounting, eleventh edition, McGraw – Hill, International edition, 2006
9. Lease Ronald, Kose John, Kalay Avner, Dividend Policy, Oxford University Press, 1999
10. Ross A. Stephen, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Corporate Finance, Fourth Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996.
11. Van Horne C. James, Financial Management and Policy, Eleventh Edition, Prentice Hall, 1998.

12. Van Horne C. James, Wachowicz M. John, Fundamentals of Financial Management, Pearson Higher Education, 2004

## Αρθρογραφία

1. Ackert F. Lucy, Brian F. Smith, Stock Price Volatility, Ordinary Dividends, and Other Cash Flows to Shareholders, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 4, Sep. 1993,
2. Aharony Joseph, Itzhak Swary, Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 1, Mar. 1980,
3. Asquith Paul, David W. Mullins Jr, The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, *The Journal of Business*, Vol. 56, No. 1, Jan. 1983
4. Bajaj Mukesh, Anand M. Vijh, Dividend clienteles and the information content of dividend changes, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 1990
5. Banz W. Rolf, The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981
6. Barclay J. Michael, Dividends, Taxes and Common Stock Prices. The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 1987
7. Black Fischer, Myron Scholes, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, 1974



8. Boyd H. John, Jagannathan Ravi, Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks, *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, No. 4, 1994
9. Brennan J. Michael, Anjan V. Thakor, Shareholder Preferences and Dividend Policy, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, Sep. 1990
10. Brennan J. Michael, Copeland E. Thomas, Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988
11. Campbell Y. John, Robert J. Shiller, Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, Jul. 1988
12. Chiang Kevin, George M. Frankfurter, Arman Kosedag, Exploratory analyses of dividend reinvestment plans and some comparisons, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 14, 2005
13. Christie G. William, Dividend yield and expected returns. The zero-dividend puzzle, *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, 1990
14. Daniels Kenneth, Tai S. Shin, Cheng F. Lee, The Information Content of Dividend Hypothesis: A Permanent Income Approach, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 6, 1997
15. DeAngelo Harry, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, Dividends and Losses, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, Dec. 1992
16. Fama F. Eugene, Kenneth R. French, Dividend Yields and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988

17. Goetzmann N. William, Philippe Jorion, A Longer Look at Dividend Yields, *The Journal of Business*, Vol. 68, No. 4, Oct. 1995
18. Gordon J. M. , Optimal Investment and Financing Policy, *The Journal of Finance*, Vol. 18, No. 2, Oct. 1963
19. Harikumar T. , K.C. John Wei, Managerial Compensation and the Corroboration Effect of Earnings and Dividend Announcements, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 1, 1992
20. Healy M. Paul, Krishna G. Palepu, Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, 1988
21. Hines R. James Jr. , Dividends and Profits: Some Unsubtle Foreign Influences, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 2, Jun. 1996
22. Ikenberry David, Josef Lakonishok, Theo Vermaelen, Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995
23. Kalay Avner, Uri Loewenstein, Predictable Events and Excess Returns. The Case of Dividend Announcements, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985
24. Karpoff M. Jonathan, Ralph A. Walkling, Dividend Capture in NASDAQ Stocks, *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, 1990
25. Kormendi Robert, Robert Lipe, Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns, *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, Jul. 1987
26. Lakonishok Josef, Theo Vermaelen, Tax-induced trading around ex-dividend days, *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, 1986

27. Lakonishok Josef, Theo Vermaelen, Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior, *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 4, Sep. 1983
28. Leledakis George, Ian Davidson, George Karathanassis, Cross-sectional estimation of stock returns in small markets: The Case of the Athens Stock Exchange, *Applied Financial Economics*, Vol. 13, 2003
29. Lintner John, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3, Aug. 1962
30. Michaely Roni, Richard H. Thaler, Kent L. Womack, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2, Jun. 1995
31. Miller H. Merton, Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 4, Part 2, Oct. 1986
32. Miller H. Merton, Franco Modigliani, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, Oct. 1961
33. Miller H. Merton, Kevin Rock, Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, Sept. 1985
34. Miller H. Merton, Myron S. Scholes, Dividends and Taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, 1978
35. Ofer R. Aharon, Daniel R. Siegel, Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, Sep. 1987

36. Panagiotidis Theodore, Market capitalization and efficiency. Does it matter? Evidence from the Athens Stock Exchange. , *Applied Financial Economics*, Vol. 15, 2005
37. Pyung Sig Yoon, Laura T. Starks, Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements, *The Review of Financial Studies*, Winter 1995, Vol. 8, No. 4
38. Richardson R. Pettit, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5, Dec. 1972
39. Smith W. Clifford Jr. , Ross L. Watts, The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992
40. Sung Taeyoon, Daehwan Kim, Ludwig Chincarini, Corporate scandals and the market response of dividend payout changes, *Applied Financial Economics*, Vol. 16, 2006
41. Wu Chunchi, Taxes and Dividend Policy, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 5, 1996

## **ΔΙΚΤΥΑΚΟΪ ΤΌΠΟΙ**

- [www.ote.gr](http://www.ote.gr)
- [www.cosmote.gr](http://www.cosmote.gr)
- [www.vodafone.gr](http://www.vodafone.gr)
- [www.tim.gr](http://www.tim.gr)
- [www.ase.gr](http://www.ase.gr)

- [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
- [www.kerdos.gr](http://www.kerdos.gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στο παρακάτω παράρτημα παρατίθεται μια συνοπτική χρηματοοικονομική ανάλυση του κλάδου των τηλεπικοινωνιών. Παρατίθενται όλοι οι ισολογισμοί της πενταετίας 2000-2004 και υπολογίζονται οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες.

ΟΤΕ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	2000	2001	2002	2003	2004
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	129388483	219299256,9	237539286	259163161	295940803
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	32883927	104004681,3	113001908	159945414	245488033
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ</b>	96504566	115294575,6	124537378	99217747	50452770
<b>ΠΑΓΙΟ</b>					
ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	4715923310	6586066320	7280642186	7743233454	7966800063
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	1198546237	3397379917	3898041236	4473633056	5047524919
<b>ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ</b>	3517377073	3188686403	3382600950	3269600398	2919275144
<b>ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	996580998	2100176262	1796516306	1760031706	1982371054
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	4513958071	5288862665	5179117256	5029632104	4901646198
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	74167956	85370979,45	47227338,05	42984425,47	34519653,15
ΠΕΛΑΤΕΣ	841674676	914234033,6	1080675227	878257161	811972623,1
ΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	599324345	577358619,2	677364453	1033754197	537116010
ΧΡΕΩΓΡΑΦΑ	376387271	392352627,7	552500780	442266986	376228393
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	704055877	159424990	43048929	90001375	32839921
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	48567299	18715828,24	78738760	48679086	44398838,55
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	2644177424	2147457078	2479555487	2535943230	1837075439
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	7092411143	7551614319	7783210121	7664793081	6789174407
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1236499759	1404672431	1676494814	1194711669	820038455
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	5855911384	6146941888	6106715307	6470081412	5969135952
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	3463282121	3432171427	3026546697	3046825428	2628068132
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	513477486	528976180	519341705	542811086	573454587
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	3976759607	3961147607	3545888402	3589636514	3201522719
<b>ΞΕΝΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	1878951676	1951770423	2264550798	2660488816	2511347192
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	228574073	331899887	516218886	528206254	559311346,8
ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΒΥ	858727730	1072772247	1160275827	665505416	260727109
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	149195956	234024155	296276208	220956081	256266040
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	1236499759	1638696289	1972770921	1414667751	1076304496
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	7092211042	7551614319	7783210121	7664793081	6789174407
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1236499759	1638696289	1972770921	1414667751	1076304496
<b>ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	5855711283	5912918030	5810439200	6250125330	5712869911





**COSMOTE**

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	44.655.550	46216342	32657727	38930846	242443000
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	20.902.240	36159002	18877605	27018868	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ</b>	<b>23.753.310</b>	<b>10057340</b>	<b>13780122</b>	<b>11911978</b>	<b>242443000</b>
<b>ΠΑΓΙΟ</b>					
ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	586.882.564	1013109951	1257307279	1423106749	782093000
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	96.128.420	187587759	309293481	450090617	
<b>ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ</b>	<b>490.754.144</b>	<b>825522192</b>	<b>948013798</b>	<b>973016132</b>	<b>782093000</b>
<b>ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>49.207.273</b>	<b>94389826</b>	<b>94329710</b>	<b>94083028</b>	<b>92794000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>539.961.417</b>	<b>919912018</b>	<b>1042343508</b>	<b>1067099160</b>	<b>874887000</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	6.999.816	8535474	7662339	9359402	15563000
ΠΕΛΑΤΕΣ	80.325.775	102488390	101438657	100833871	111718000
ΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	29201683	25794442	87265089	82241966	42186000
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ		10212765			800000
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	49.858.795	13853008	14077839	152611842	239596000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	39.402.334	50766632	45719600	62359749	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>205788403</b>	<b>211650711</b>	<b>256163524</b>	<b>407406830</b>	<b>409863000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>769.503.130</b>	<b>1141620069</b>	<b>1312287154</b>	<b>1486417968</b>	<b>1527193000</b>
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		521343226	354607672	456137916	610004000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>769503130</b>	<b>620276843</b>	<b>957679482</b>	<b>1030280052</b>	<b>917189000</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	341.373.749	571298810	522317023	587569026	881625000
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	360.629	554523	2187645	3053531	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>341734378</b>	<b>571853333</b>	<b>524504668</b>	<b>590622557</b>	<b>881625000</b>
<b>ΞΕΝΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>226.006.632</b>	<b>48423510</b>	<b>395129800</b>	<b>395129800</b>	<b>35564000</b>
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	109.487.516	20848265	101044095	124673850	106064000
ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΒΥ	75331537	489719009	253563579	331464067	503940000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	16.943.067	10775952	38045012	44527694	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>201.762.120</b>	<b>521343226</b>	<b>392652686</b>	<b>500665611</b>	<b>610004000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>769.503.130</b>	<b>1141620069</b>	<b>1312287154</b>	<b>1486417968</b>	<b>1527193000</b>
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	201762120	521343226	392652686	500665611	610004000
<b>ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>567741010</b>	<b>620276843</b>	<b>919634468</b>	<b>985752357</b>	<b>917189000</b>



**VODAFONE**

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	2000	2001	2002	2003	2004
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	11390367,61	18304795,3	29431428	30251482	31928537
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	6922374,433	10088974,67	17022694	21168663	25186563
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ</b>	4467993	8215820,63	12408734	9082819	6741974
<b>ΠΑΓΙΟ</b>					
ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	999812932,5	1475489805	1703268472	1880707390	2069391319
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	323.628.381	455647970,2	642898016	834422181	1019568950
<b>ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ</b>	676184551	1019841835	1060370456	1046285209	1049822369
<b>ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	40413962	47126311,9	42253203	38285511	37570312
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	716598513	1066968147	1102623659	1084570720	1087392681
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	15560267	13317019,93	10046917	14092122	15966874
ΠΕΛΑΤΕΣ	60390881	115659776	116355125	140999263	138355586
ΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	175565306	122585831	102921629	127024839	381849018
ΧΡΕΩΓΡΑΦΑ	17782684	7416401,27	576758	32	32
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	15895743	6453676,36	4536926	7159800	7155333
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	76302342	55934558,92	52321716	36539530	37419159
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	285194881	320827263	286759071	325815586	580746002
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	1006261368	1396551232	1401791464	1419469125	1674880657
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	508941341	310716477,5	378195880	472354108	633639629
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	497320027	1085834754	1023595584	947115017	1041241028
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	461990108	573897336,2	666895885	878851817	982901220
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	4233694	5005275,57	17838537	15350340	23064968
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	466223802	578902611,8	684734422	894202157	1005966188
<b>ΞΕΝΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>		474912860	341861162	52912860	35275240
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	114200022	120085010,3	133722689	150044971	194264845
ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΒΥ	394741309	190361467	204009854	277394912	390185380
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	31096256	32019282,42	40463337	44914225	49189004
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	540037287	310716477,5	378195880	472354108	633639229
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	1006261368	1396551232	1404791464	1419469125	1674880657
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	508941341	310716477,5	378195880	472354108	633639229
<b>ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	497320027	1085834754	1026595584	947115017	1041241428

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	2000	2001	2002	2003	2004
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	950023969	977039146,7	1255805770	1473712146	1683269511
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ-ΕΚΠΤΩΣΕΙΣ	493745513	479743208,5	611513756	731933241	852409877
<b>ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	<b>512178455</b>	<b>497295938,2</b>	<b>644292014</b>	<b>741778905</b>	<b>830859634</b>
ΆΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	3392597	26322417,16	8338306	6322056	13646060
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΛΠ	253560920	258657929,5	343442744	366902915	396027915
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>262010132</b>	<b>264960425,9</b>	<b>309187576</b>	<b>381198046</b>	<b>448477779</b>
ΤΟΚΟΙ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ	17600957	16993968,94	25180528	16065299	6182140
ΤΟΚΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ	1692120	554817,17	279724	750148	3849123
<b>ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ</b>	<b>246101295</b>	<b>248521274,2</b>	<b>284286772</b>	<b>365882895</b>	<b>446144762</b>
ΠΛΕΟΝ ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	14806500	7405000	-17171205	-7196893	-6242903
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	798408	1336981	4314923	4314923	4314923
<b>ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>256473097</b>	<b>254589992</b>	<b>262800644</b>	<b>354371079</b>	<b>435586936</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ</b>					
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	256473097	254589992	262800644	354371079	435586936
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ	-2626669	-2088038,17	5503272	427202	-7221375
ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΡΔΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ***	193299668	281551205,5		200066173	299821544
ΦΟΡΟΣ	86912905	92516113,76	99742179	131105147	160159292
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ</b>	<b>263267592</b>	<b>349721540,6</b>	<b>426178210</b>	<b>222095749</b>	<b>468273356</b>
(ΤΑΚΤΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ)	8478010	8103693,955	8152923	11163296	5457611
<b>(ΠΡΩΤΟ ΚΑΙ ΠΡΟΣΘΕΤΟ ΜΕΡΙΣΜΑ)</b>	<b>61.132.588</b>	<b>59.764.540</b>	<b>59.764.540</b>	<b>10.866.280</b>	<b>162.994.200</b>
(ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΠΟ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΗΣ)					
(ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ)					
(ΑΜΟΙΒΕΣ ΑΠΟ ΠΟΣΟΣΤΑ ΜΕΛΩΝ ΔΣ)					
ΠΑΡΑΚΡΑΤΟΥΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ (ΕΙΣ ΝΕΟΝ)					
<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ</b>					
<b>ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ</b>					

ΔΕΙΚΤΕΣ	2000	2001	2002	2003	2004	Μέσος όρος πενταετίας	Μονάδες Μέτρησης
<b>ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> Συνολικά κέρδη / Σύνολο καθαρού ενεργητικού	0,551101985	0,25011537	0,281342726	0,391120795	0,424271676	0,37959051	%
<b>ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ</b> Συνολικά κέρδη / Καθαρές πωλήσεις Καθαρά κέρδη / καθαρές πωλήσεις	0,288491725 0,26996487	0,277966304 0,26057297	0,229319835 0,209268543	0,251362777 0,240461531	0,262447025 0,258774328	0,26191753 0,24780845	% %
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ</b> Καθαρές πωλήσεις / Σύνολο καθαρού ενεργητικού Καθαρές πωλήσεις / Πάγιο ενεργητικό Καθαρές πωλήσεις / Κυκλοφορούν ενεργητικό Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα Καθαρές πωλήσεις με πίστωση / Πελάτες Καθαρές πωλήσεις / Ταμείο+Καταθέσεις	1,910286973 1,325740916 3,331139625 61,05447734 15,73124871 59,76593664	0,899804637 0,915715384 3,045374441 73,36770177 8,447527569 151,392647	1,226857354 1,138925108 4,379306174 124,994142 10,79287028 276,7966174	1,556001245 1,35879765 4,523148092 104,5770215 10,45191382 205,8314682	1,616599294 1,547986795 2,898460782 105,4226088 12,16625624 235,2468447	1,4419099 1,25743317 3,63548582 93,8831903 11,5179633 185,806703	Φορές Φορές Φορές Φορές Φορές Φορές
<b>ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b> Καθαρά κέρδη / Ίδια κεφάλαια	0,55514846	0,443615915	0,394065475	0,403220511	0,443164508	0,44784297	%
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> Αποθέματα x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις Πελάτες x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση Προμηθευτές x 365 μέρες / Αγορές με πίστωση(κόστος πωληθ)	5,978267539 23,20222677 84,42204928	4,974941169 43,20790871 91,36352111	2,92013685 33,81862199 79,8163263	3,490250483 34,92183405 74,82433007	3,462255433 30,00101205 83,18377149	4,16517029 33,0303207 82,7219997	Μέρες Μέρες Μέρες
<b>ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b> Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα/Βραχυπρόθ υποχρεώσεις	0,560368864 0,529795071	1,03254023 0,989681157	0,758228966 0,731663587	0,689769773 0,659935965	0,916524118 0,891325451	0,79148639 0,76048025	Φορές Φορές
<b>ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ</b> Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	0 0	0,820367451 0,43737121	0,499260956 0,333004707	0,059173264 0,055867407	0,035066029 0,03387806	0,28277354 0,17202428	% %
<b>ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b> Συνολικά Κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα Καθαρά Κέρδη / Μερίσματα	4,19535808	4,259883737	4,397267075	32,61199592	2,672407583	9,62738248	Φορές Φορές
<b>ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b> Πάγιο / Κυκλοφορούν ενεργητικό Πάγιο / Σύνολο ενεργητικού	2,512662606	3,325677927	3,845122162 0,786581804	3,328787101 0,764067848	1,872406658 0,649235918	2,97693129 0,73329519	Φορές Φορές
Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό Καθαρά κεφάλαια κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	0,64469867 -0,89357286	0,537876728 0,031514733	0,604826388 -0,31886283	0,810322278 -0,449759092	0,903906415 -0,091078073	0,7003261 -0,3443516	Φορές %
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b> Τρέχουσα τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή Μέρισμα ανά μετοχή / Τρέχουσα τιμή μετοχής Τρέχουσα τιμή μετοχής / Λογιστική αξία μετοχής							Φορές % Φορές

**TIM**

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	2000	2001	2002	2003	2004
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	29347000	29347000	29347000	29347000	29347000
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	5869000	8804000	11739000	14673000	17609000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ</b>	<b>23478000</b>	<b>20543000</b>	<b>17608000</b>	<b>14674000</b>	<b>11738000</b>
<b>ΠΑΓΙΟ</b>					
ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	730016000	1034657000	1136153000	1291893000	1419664000
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	233988000	318148000	406181000	512038000	617949000
<b>ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ</b>	<b>496028000</b>	<b>716509000</b>	<b>729972000</b>	<b>779855000</b>	<b>801715000</b>
<b>ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>5055000</b>	<b>2169000</b>	<b>2280000</b>	<b>2597000</b>	<b>3441000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>501083000</b>	<b>718678000</b>	<b>732252000</b>	<b>782452000</b>	<b>805156000</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	9385000	4928000	7715000	8783000	8601000
ΠΕΛΑΤΕΣ	101213000	79842000	127983000	132191000	138698000
ΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	5083000	7818000	8522000	8493000	15258000
ΧΡΕΩΓΡΑΦΑ				2570000	2539000
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	7155000	29614000	35581000	66769000	14084000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	7591000	7130000	14931000	10396000	8276000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>130427000</b>	<b>129332000</b>	<b>194732000</b>	<b>229202000</b>	<b>187456000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>654988000</b>	<b>868553000</b>	<b>944592000</b>	<b>1026328000</b>	<b>1004350000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>273668000</b>	<b>366617000</b>	<b>251374000</b>	<b>348264000</b>	<b>287477000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>381320000</b>	<b>501936000</b>	<b>693218000</b>	<b>678064000</b>	<b>716873000</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	127064000	249268000	318219000	401519000	480145000
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	15554000	17755000	35397000	37897000	14047000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>142618000</b>	<b>267023000</b>	<b>353616000</b>	<b>439416000</b>	<b>494192000</b>
<b>ΞΕΝΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>238702000</b>	<b>234913000</b>	<b>339602000</b>	<b>238648000</b>	<b>222681000</b>
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	138715000	115001000	159785000	168215000	176790000
ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΒΥ	116072000	235192000	67061000	157261000	91443000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	18881000	16424000	24528000	22788000	19244000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>273668000</b>	<b>366617000</b>	<b>251374000</b>	<b>348264000</b>	<b>287477000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>654988000</b>	<b>868553000</b>	<b>944592000</b>	<b>1026328000</b>	<b>1004350000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>273668000</b>	<b>366617000</b>	<b>251374000</b>	<b>348264000</b>	<b>287477000</b>
<b>ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>381320000</b>	<b>501936000</b>	<b>693218000</b>	<b>678064000</b>	<b>716873000</b>

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	2000	2001	2002	2003	2004
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	444820000	523757000	690331000	808540000	829149000
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ-ΕΚΠΤΩΣΕΙΣ	156695000	195392000	252752000	331420000	385581000
<b>ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	<b>288125000</b>	<b>328365000</b>	<b>437579000</b>	<b>477120000</b>	<b>443568000</b>
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	-8969000	-5693000	-5081000	-7100000	-5290000
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΛΠ	207780000	234953000	298240000	303137000	317212000
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>71376000</b>	<b>87719000</b>	<b>134258000</b>	<b>166883000</b>	<b>121066000</b>
ΤΟΚΟΙ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ	16873000	16936000	15311000	12234000	9403000
ΤΟΚΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ	1000000	299000	235000	1193000	918000
<b>ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ</b>	<b>55503000</b>	<b>71082000</b>	<b>119182000</b>	<b>155842000</b>	<b>112581000</b>
ΠΛΕΟΝ ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	-11305000		605000	223000	-1443000
ΜΕΙΟΝ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ					
<b>ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>44198000</b>	<b>71082000</b>	<b>119787000</b>	<b>156065000</b>	<b>111138000</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	44198000	71082000	119787000	156065000	111138000
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ					
ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΡΔΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ***					
ΦΟΡΟΣ	24811000	35241000	43349000	63446000	32295000
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ</b>	<b>19387000</b>	<b>35841000</b>	<b>76438000</b>	<b>92619000</b>	<b>78843000</b>
(ΤΑΚΤΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ)					
<b>(ΠΡΩΤΟ ΚΑΙ ΠΡΟΣΘΕΤΟ ΜΕΡΙΣΜΑ)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7.487.000</b>	<b>8.319.000</b>	<b>0</b>
(ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΠΟ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΗΓ/ΝΗΣ ΧΡΗΣΗΣ)	2000	2001	2002	2003	2004
(ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ)					
(ΑΜΟΙΒΕΣ ΑΠΟ ΠΟΣΟΣΤΑ ΜΕΛΩΝ ΔΣ)					
ΠΑΡΑΚΡΑΤΟΥΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ (ΕΙΣ ΝΕΟΝ)					
<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ</b>	<b>72600000</b>	<b>74979847</b>	<b>83193220</b>	<b>83193220</b>	<b>83239907</b>
<b>ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ</b>					



ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

ΔΕΙΚΤΕΣ	2000	2001	2002	2003	2004
<b>ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ</b>					
Συνολικά κέρδη / Σύνολο καθαρού ενεργητικού	0,251158043	0,237479164	0,231302722	0,26963863	0,269099628
<b>ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ</b>					
Συνολικά κέρδη / Καθαρές πωλήσεις	0,222150802	0,239891498	0,227506275	0,229620749	0,17819489
Καθαρά κέρδη / καθαρές πωλήσεις	0,195172275	0,213460734	0,204694423	0,210796881	0,159744223
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ</b>					
Καθαρές πωλήσεις / Σύνολο καθαρού ενεργητικού	1,099703173	0,968024487	0,985637694	1,111919128	1,213403409
Καθαρές πωλήσεις / Πάγιο ενεργητικό	1,006828899	0,804648005	0,952242241	1,046861194	1,209893723
Καθαρές πωλήσεις / Κυκλοφορούν ενεργητικό	2,712100305	3,177388378	3,4082767	3,089700931	3,114876137
Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	59,19604515	79,86086394	107,9678327	100,7955234	94,69785156
Καθαρές πωλήσεις με πίστωση / Πελάτες	7,837933472	6,764341602	7,570462329	8,139125205	8,703671573
Καθαρές πωλήσεις / Ταμείο+Καταθέσεις	34,608413	62,98921805	113,7303058	65,20293033	96,73568602
<b>ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>					
Καθαρά κέρδη / Ίδια κεφάλαια	0,353485474	0,329654315	0,385756035	0,382643305	0,278188129
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b>					
Αποθέματα x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις	6,599503951	5,280788134	3,630749411	3,802432659	3,884231907
Πελάτες x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	62,78384921	59,94203975	62,31429566	56,68190325	55,72287635
Προμηθευτές x 365 μέρες / Αγορές με πίστωση(κόστος πωληθ)	153,6657433	94,76827838	115,6583435	105,3723506	91,2751317
<b>ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</b>					
Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		0,830019801	0,93357421	1,090925804	1,120182537
Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα/Βραχυπρόθ υποχρεώσεις		0,796657449	0,90681548	1,063038081	1,089501113
<b>ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ</b>					
Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	0,701887663	0,569380591	0,712902665	0,503109952	0,327606008
Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	0,336236059	0,328384615	0,410573679	0,308583224	0,205718994
<b>ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>					
Συνολικά Κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα			6,161088597	13,94271184	
Καθαρά Κέρδη / Μερίσματα					
<b>ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>					
Πάγιο / Κυκλοφορούν ενεργητικό	2,671381641	3,922935402	3,440802976	2,836295418	2,742585743
Πάγιο / Σύνολο ενεργητικού	0,701058878	0,777866662	0,755375843	0,725136759	0,686439239
Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	0,574433658	0,538674669	0,531218986	0,619968698	0,761026535
Καθαρά κεφάλαια κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	-0,35997135	-0,75737336	-0,234542395	-0,188994322	-0,17470997
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ</b>					
Τρέχουσα τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή					
Μέρισμα ανά μετοχή / Τρέχουσα τιμή μετοχής					
Τρέχουσα τιμή μετοχής / Λογιστική αξία μετοχής					