

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«Τεχνοοικονομική Διοίκηση και Ασφάλεια Ψηφιακών Συστημάτων»

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Αγγελής Δημήτριος

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

Επιβλέπων Καθηγητής: Αρτίκης Γεώργιος

Σεπτέμβριος 2012

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Γεώργιο Αρτίκη, για τις πολύτιμες συμβουλές του αλλά και για την καθοδήγηση που μου παρείχε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

«Κεφαλαιακή Διάρθρωση των Τηλεπικοινωνιακών Οργανισμών στην Ελλάδα»

ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΙ ΟΡΟΙ

Κεφαλαιακή διάρθρωση, Τηλεπικοινωνίες, Αρχές Χρηματοδότησης,
Μακροπρόθεσμα κεφάλαια, Πάγιο Ενεργητικό, Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης,
Κυκλοφορούν Ενεργητικό, Ίδια Κεφάλαια, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών θεωρείται ένας από τους πιο γρήγορα αναπτυσσόμενους και τους πιο ανταγωνιστικούς κλάδους, ενώ επίσης αποτελεί και βασικό πυλώνα ανάπτυξης μιας οικονομίας. Ως εκ τούτου, οι εταιρείες του κλάδου πρέπει να εξελίσσονται συνεχώς ώστε να διατηρήσουν την κερδοφορία τους και κατ' επέκταση και την βιωσιμότητά τους. Σημαντικός παράγοντας για τη βιωσιμότητα ενός οργανισμού είναι η αποτελεσματική χρηματοοικονομική στρατηγική που εφαρμόζει η διοίκησή του.

Η παρούσα εργασία εξετάζει την αποτελεσματικότητα αυτής της στρατηγικής, εξετάζοντας την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται η τήρηση ή μη των τριών αρχών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιήθηκε δείγμα 11 τηλεπικοινωνιακών παρόχων για το διάστημα 2005 - 2010. Τα στοιχεία βασίζονται στους δημοσιευμένους ισολογισμούς των εταιρειών αυτών της αντίστοιχης περιόδου.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικά, καθώς διαπιστώνεται ότι οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες των τελευταίων ετών στην Ελλάδα, έχουν επηρεάσει αρνητικά την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών του κλάδου. Τα στοιχεία δείχνουν ότι με την πάροδο του χρόνου και με τη συνεχή συρρίκνωση της ελληνικής οικονομίας, ολοένα και λιγότεροι οργανισμοί εφαρμόζουν τις αρχές χρηματοδότησης.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 5.1: Εμπειρικά δεδομένα Algonet	40
Πίνακας 5.2: Εμπειρικά δεδομένα Cosmoline	43
Πίνακας 5.3: Εμπειρικά δεδομένα Cosmote	46
Πίνακας 5.4: Εμπειρικά δεδομένα Cyta.....	49
Πίνακας 5.5: Εμπειρικά δεδομένα Forthnet.....	52
Πίνακας 5.6: Εμπειρικά δεδομένα Hellas Online	55
Πίνακας 5.7: Εμπειρικά δεδομένα On Telecoms.....	58
Πίνακας 5.8: Εμπειρικά δεδομένα ΟΤΕ	61
Πίνακας 5.9: Εμπειρικά δεδομένα Vodafone	63
Πίνακας 5.10: Εμπειρικά δεδομένα Voicenet	65
Πίνακας 5.11: Εμπειρικά δεδομένα Wind	68

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 5.1: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Algonet	40
Γράφημα 5.2: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Algonet	41
Γράφημα 5.3: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Algonet	42
Γράφημα 5.4: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Cosmoline	43
Γράφημα 5.5: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Cosmoline	44
Γράφημα 5.6: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Cosmoline.....	45
Γράφημα 5.7: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Cosmote	46
Γράφημα 5.8: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Cosmote.....	47
Γράφημα 5.9: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Cosmote	48
Γράφημα 5.10: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Cyta	50
Γράφημα 5.11: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Cyta.....	50
Γράφημα 5.12: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Cyta	51
Γράφημα 5.13: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Forthnet	52
Γράφημα 5.14: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Forthnet.....	53
Γράφημα 5.15: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Forthnet	54
Γράφημα 5.16: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Hellas Online	56
Γράφημα 5.17: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Hellas Online.	56
Γράφημα 5.18: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Hellas Online	57
Γράφημα 5.19: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό On Telecoms	58
Γράφημα 5.20: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό On Telecoms.	59
Γράφημα 5.21: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό On Telecoms.....	60
Γράφημα 5.22: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό ΟΤΕ.....	61
Γράφημα 5.23: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό ΟΤΕ	62
Γράφημα 5.24: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό ΟΤΕ	62
Γράφημα 5.25: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Vodafone.....	63
Γράφημα 5.26: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Vodafone	64
Γράφημα 5.27: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Vodafone.....	64
Γράφημα 5.28: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Voicenet	65
Γράφημα 5.29: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Voicenet.....	66
Γράφημα 5.30: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Voicenet	67
Γράφημα 5.31: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Wind.....	68
Γράφημα 5.32: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Wind	69

Γράφημα 5.33: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Wind	70
Γράφημα 6.1: Δείκτης χρηματοδότησης παγίων ανά πάροχο	72
Γράφημα 6.2: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 1η αρχή χρηματοδότησης	73
Γράφημα 6.3: Αριθμοδείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας ανά πάροχο	74
Γράφημα 6.4: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 2η αρχή χρηματοδότησης	75
Γράφημα 6.5: Αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίου ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια ανά πάροχο	76
Γράφημα 6.6: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 3η αρχή χρηματοδότησης	77
Γράφημα 6.7: Δείκτης κύκλου εργασιών στις τηλεπικοινωνίες. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ	78

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	2
ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΙ ΟΡΟΙ	3
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	5
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	6
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	8
1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
1.1 Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας.....	11
1.2 Μεθοδολογία της εργασίας.....	12
1.3 Χρησιμότητα της εργασίας	13
1.4 Διάρθρωση της εργασίας.....	14
1.5 Βιβλιογραφία	16
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	17
2.1 Παραδοσιακή θεωρία.....	17
2.2 Θεωρία Καθαρού Λειτουργικού Κέρδους	18
2.3 Πρόταση I και Πρόταση II από τους Miller και Modigliani	18
2.4 Εταιρικοί και προσωπικοί φόροι εισοδήματος	20
2.5 Κόστος πτώχευσης και αντιπροσώπευση.....	21
2.6 Βιβλιογραφία	22
3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	23
3.1 1 ^η Αρχή Χρηματοδότησης.....	23
3.2 2 ^η Αρχή Χρηματοδότησης	24
3.3 3 ^η Αρχή Χρηματοδότησης.....	25
3.4 Βιβλιογραφία	26
4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	27
4.1 ALGONET.....	27
4.2 COSMOLINE.....	28
4.3 COSMOTE	28
4.4 CYTA	30
4.5 FORTHNET	31
4.6 HELLAS ONLINE	32
4.7 ON TELECOMS.....	34
4.8 ΟΤΕ.....	34

4.9	VODAFONE.....	36
4.10	VOICENET.....	36
4.11	WIND.....	37
4.12	Βιβλιογραφία.....	38
5.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	40
5.1	ALGONET.....	40
5.2	COSMOLINE.....	43
5.3	COSMOTE.....	46
5.4	CYTA.....	49
5.5	FORTHNET.....	52
5.6	HELLAS ONLINE (HOL).....	55
5.7	ON TELECOMS.....	58
5.8	OTE.....	61
5.9	VODAFONE.....	63
5.10	VOICENET.....	65
5.11	WIND.....	68
6.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	71
6.1	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	71
6.2	ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	77
7.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	79

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών είναι από τους πιο γρήγορα αναπτυσσόμενους κλάδους της οικονομίας, λόγω των συνεχών τεχνολογικών εξελίξεων στον τομέα της πληροφορικής και της τεχνολογίας. Παράλληλα, θεωρείται και από τους πιο ανταγωνιστικούς, αφού τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που προσφέρονται θα πρέπει να διαφοροποιούνται και να εξελίσσονται, έτσι ώστε από τη μία να προσελκύουν νέους πελάτες και από την άλλη να μπορούν να ανταποκρίνονται στις ολοένα και αυξανόμενες απαιτήσεις των καταναλωτών. Ταυτόχρονα, οι εταιρείες αυτές θα πρέπει να προσφέρουν υπηρεσίες υψηλής ποιότητας προς τους συνδρομητές τους, έτσι ώστε να διατηρήσουν τα επίπεδα κερδοφορίας τους, καθώς οι καταναλωτές αναζητούν τον καλύτερο συνδυασμό ποιότητας υπηρεσιών και υποστήριξης. Ως εκ τούτου, τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί μεγάλη αύξηση στη μετακίνηση συνδρομητών ανάμεσα στις τηλεπικοινωνιακές εταιρείες.

Οι εταιρείες και οι οργανισμοί παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών εκτός από το γεγονός ότι θα πρέπει να είναι κερδοφόρες και να παρέχουν ποιοτικές υπηρεσίες στους πελάτες τους, θα πρέπει να επιτύχουν ένα σταθερό και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων οργανισμών. Ωστόσο, λόγω του δυσμενούς οικονομικού περιβάλλοντος και της ανασφάλειας που επικρατεί, αυτή τη περίοδο, η βιωσιμότητα των εταιρειών καθίσταται εξαιρετικά δύσκολη.

Σε αυτό το πλαίσιο, ήτοι τη διατήρηση της κερδοφορίας τους και τη συνεχή ανάπτυξη και εξέλιξή τους, οι εταιρείες τηλεπικοινωνιών λαμβάνουν καθημερινά αποφάσεις που καθορίζουν τη βιωσιμότητά τους. Πολύ σημαντικές είναι και οι αποφάσεις που λαμβάνονται αναφορικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Ουσιαστικά, η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας εταιρείας και οι αποφάσεις που λαμβάνονται στο πλαίσιο αυτής είναι εξαιρετικά σημαντικές, καθώς προσδιορίζουν τις επιμέρους

αποφάσεις της δανειοδότησης της εταιρείας και μπορούν αφενός να συμβάλλουν σε μία αναδιάρθρωση του χρέους τους, που θα προκύψει από μια αλλαγή στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση και αφετέρου να αποτρέψουν την υπερβολική δανειοδότηση και συσσώρευση χρέους.

1.1 Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών εταιρειών του κλάδου των τηλεπικοινωνιών. Πιο αναλυτικά, σκοπός της εν λόγω μελέτης είναι να παρουσιαστούν τα οικονομικά αποτελέσματα των τηλεπικοινωνιακών εταιρειών, καθώς και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις τρεις αρχές χρηματοδότησης.

Οι εταιρείες που θα μελετήσουμε είναι οι εξής:

- ALGONET
- COSMOLINE
- COSMOTE
- CYTA
- FORTHNET
- HELLAS ONLINE (HOL)
- ON TELECOMS
- OTE
- VODAFONE
- VOICENET
- WIND

1.2 Μεθοδολογία της εργασίας

Για την διεξαγωγή μιας έρευνας είναι απαραίτητη η συλλογή κάποιων στοιχείων. Σύμφωνα με τον Dawson [1], υπάρχουν δύο είδη πηγών, από τις οποίες μπορεί ένας ερευνητής να αντλήσει στοιχεία:

- Οι πρωτογενείς, όπου περιλαμβάνουν την συλλογή στοιχείων μέσω μεθόδων όπως οι συνεντεύξεις, τα ερωτηματολόγια και η παρατήρηση, που συλλέγονται είτε από τον ίδιο τον ερευνητή, είτε από κάποια ομάδα ερευνητών.
- Οι δευτερογενείς, οι οποίες περιλαμβάνουν στοιχεία τα οποία έχουν ήδη συγκεντρωθεί, για τους σκοπούς μιας παλαιότερης έρευνας και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς μιας άλλης.

Στην παρούσα διατριβή, επιλέχθηκε η μέθοδος της συλλογής στοιχείων από δευτερογενείς πηγές. Στην περίπτωση της χρησιμοποίησης δευτερογενών πηγών, τα δεδομένα δεν έχουν συλλεχθεί από τον ίδιο τον ερευνητή, ούτε έχουν απώτερο στόχο να απαντήσουν στον σκοπό της συγκεκριμένης έρευνας.

Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για τη συλλογή και επεξεργασία των εμπειρικών δεδομένων είναι οι ισολογισμοί των ελληνικών τηλεπικοινωνιακών εταιρειών και πιο συγκεκριμένα τα εξής μεγέθη: πάγιο ενεργητικό, κυκλοφορούν ενεργητικό, βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και ίδια κεφάλαια. Βάσει των στοιχείων αυτών, υπολογίστηκαν οι εξής αριθμοδείκτες: μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό, καθαρό κεφάλαιο κίνησης προς κυκλοφορούν ενεργητικό και τέλος ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό.

Προκειμένου για την θεωρητική προσέγγιση της θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δηλαδή τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, χρησιμοποιήθηκαν

άρθρα από επιστημονικά περιοδικά, άρθρα από το διαδίκτυο καθώς και βιβλία από την ελληνική και ξένη βιβλιογραφία.

1.3 Χρησιμότητα της εργασίας

Η χρησιμότητα της παρούσας εργασίας απορρέει από δύο λόγους. Ο πρώτος είναι ότι δεν έχει γίνει στο παρελθόν, τουλάχιστον σύμφωνα με τα όσα μέχρι στιγμής γνωρίζουμε, κάποια αντίστοιχη έρευνα στην Ελλάδα, η οποία να ασχολείται με την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών εταιρειών τηλεπικοινωνιών. Σε αυτό το πλαίσιο, η παρούσα έρευνα καλείται να καλύψει το κενό που υπάρχει και να συνεισφέρει στη διεθνή βιβλιογραφία μέσα από την ανάλυση τόσο των οικονομικών αποτελεσμάτων, όσο και από την ανάλυση των αρχών χρηματοδότησης των προαναφερθέντων εταιρειών.

Ο δεύτερος και εξίσου σημαντικός λόγος που ώθησε στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος είναι η σημαντικότητα της έννοιας της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Το ενδιαφέρον γύρω από τη θεωρία και τις αποφάσεις που αφορούν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών προέκυψε μετά από τη δημοσίευση των εργασιών των Miller και Modigliani το 1958 και το 1963. Η διατήρηση ενός βέλτιστου επιπέδου δανείων και ιδίων κεφαλαίων είναι εξαιρετικά σημαντική, προκειμένου για την αύξηση της αξίας μίας εταιρείας [2]. Δεδομένων των δανειακών υποχρεώσεων μιας εταιρείας και το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων, μπορεί κανείς να υπολογίσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital – WACC), το οποίο με τη σειρά του αντανάκλα το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών αποδόσεων μίας επένδυσης [3]. Ωστόσο, επειδή στην πράξη είναι συχνά δύσκολο να γνωρίζει κάποιος αν για την επένδυση μίας εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν ίδια κεφάλαια ή δανεισμός, η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου συχνά βασίζεται στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας είναι εξαιρετικά σημαντική ως πηγή πληροφοριών, αφενός για τους managers των εταιρειών που ασχολούνται με τον προϋπολογισμό των κεφαλαίων και την εύρεση τρόπων χρηματοδότησης που θα διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα των εταιρειών και αφετέρου για τους οικονομολόγους και τους επενδυτές που επιθυμούν να εξηγήσουν τις επενδυτικές συμπεριφορές μιας εταιρείας [4].

Τέλος, η κεφαλαιακή διάρθρωση λαμβάνει υπόψη τον επιχειρηματικό και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο μιας εταιρίας, αντανακλώντας, έτσι, τον συνολικό κίνδυνό της [5].

1.4 Διάρθρωση της εργασίας

Η παρούσα εργασία αποτελείται από συνολικά έξι κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάστηκε ο σκοπός της έρευνας, η μεθοδολογία εκπόνησής της, καθώς και η χρησιμότητα αυτής.

Το δεύτερο κεφάλαιο αποτελεί την θεωρητική προσέγγιση της θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Πιο συγκεκριμένα, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η παραδοσιακή θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, η θεωρία καθαρού κεφαλαιακού κέρδους καθώς και οι θεωρίες των Miller και Modigliani.

Το τρίτο κεφάλαιο αποτελεί την πρακτική προσέγγιση της θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύονται οι τρεις αρχές χρηματοδότησης, ήτοι τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς το πάγιο ενεργητικό, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης προς το κυκλοφορούν ενεργητικό και τέλος τα ίδια κεφάλαια προς το πάγιο ενεργητικό.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται η παρουσίαση των εταιρειών τηλεπικοινωνιών που θα μελετηθούν στην παρούσα εργασία. Στο εν λόγω κεφάλαιο

παρουσιάζεται συνοπτικά η πορεία των εταιρειών, ενώ παράλληλα αναλύονται τα κυριότερα οικονομικά τους μεγέθη.

Το πέμπτο κεφάλαιο πραγματεύεται τα εμπειρικά δεδομένα της έρευνας. Πιο αναλυτικά, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα οικονομικά αποτελέσματα των υπό εξέταση τηλεπικοινωνιακών εταιρειών, καθώς και τα αποτελέσματα βάσει των τριών αρχών χρηματοδότησης.

Το έκτο και τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζονται τα κυριότερα ευρήματα της έρευνας, ενώ παράλληλα κατατίθενται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

1.5 Βιβλιογραφία

1. Dawson, C. (2002). Practical research methods. Cromwell Press, σελ. 40.
2. Milken, M. (2009). Why Capital Structure Matters. The Wall Street Journal (<http://online.wsj.com/article/SB124027187331937083.html>)
3. Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S., Higgins, R.C. (1998). Best practices in estimating cost of capital: Survey and Synthesis. Financial Management, 27, σελ. 13 – 28.
4. Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), σελ. 261 – 297
5. Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ. 30.

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης ορίζεται ως η αναλογία των μόνιμων βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, καθώς και του προνομιούχου και κοινού μετοχικού κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για την χρηματοδότησή της [1].

Για την πληρέστερη ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο παράγοντας κίνδυνος, ο οποίος χωρίζεται στον επιχειρηματικό κίνδυνο και στον χρηματοοικονομικό.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στη μεταβλητότητα των λειτουργικών κερδών προ τόκων και φόρων της επιχείρησης. Τα λειτουργικά κέρδη επηρεάζονται κυρίως από τη μεταβλητότητα των πωλήσεων κατά τη διάρκεια των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας, των τιμών πώλησης και του κόστους των εισροών. Επίσης, τα λειτουργικά κέρδη επηρεάζονται από την ισχύ της επιχείρησης, την έκταση της διαφοροποίησης των προϊόντων της, το επίπεδο του ρυθμού ανάπτυξης και τον βαθμό της λειτουργικής της μόχλευσης.

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αναφέρεται στην επιπλέον μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή. Ακόμη, η πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων που προκύπτουν από τη μόχλευση και το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, εμπίπτει σε αυτού του είδους τον κίνδυνο.

2.1 Παραδοσιακή θεωρία

Η παραδοσιακή θεωρία ισχυρίζεται ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου της, καθώς και την αξία της. Υπάρχει επίσης ένα επίπεδο διάρθρωσης κεφαλαίων στο οποίο το κόστος

κεφαλαίου της επιχείρησης ελαχιστοποιείται και η αξία της μεγιστοποιείται. Το σημείο αυτό ονομάζεται άριστο επίπεδο διάρθρωσης κεφαλαίων [1].

Στην περίπτωση που το επίπεδο της διάρθρωσης κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι χαμηλότερο του άριστου, τότε η προσθήκη νέων δανείων θα αυξήσει την αξία της και θα μειώσει το κόστος κεφαλαίου της. Στην αντίθετη περίπτωση, όταν δηλαδή το επίπεδο της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι υψηλότερο του άριστου, τότε τα νέα δάνεια αυξάνουν το κόστος κεφαλαίου και μειώνουν την αξία της επιχείρησης.

2.2 Θεωρία Καθαρού Λειτουργικού Κέρδους

Σύμφωνα με την θεωρία του καθαρού λειτουργικού κέρδους, η αξία μιας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου της είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, εφόσον η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εταιρικοί φόροι εισοδήματος. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι ανεξάρτητα από τον βαθμό δανειακής επιβάρυνσης μιας επιχείρησης, ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους των δανειακών κεφαλαίων και του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, παραμένει σταθερός. Επομένως, δεν υπάρχει κάποιο επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης που να θεωρείται άριστο.

2.3 Πρόταση I και Πρόταση II από τους Miller και Modigliani

Το 1958, οι Miller και Modigliani διετύπωσαν δύο προτάσεις που απεδείκνυαν την σχέση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης με το κόστος κεφαλαίου της.

Για να ισχύουν αυτές οι προτάσεις, οι Miller και Modigliani διατύπωσαν και κάποιες παραδοχές που θα πρέπει να ισχύουν. Αρχικά, θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις που έχουν ίδιο επιχειρηματικό κίνδυνο, ανήκουν σε μια

ομοιογενή κατηγορία. Οι δε προσδοκίες των επενδυτών για τα κέρδη και τον κίνδυνο θεωρούνται ταυτόσημες. Ακόμη, οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι τέλειες, που σημαίνει ότι είναι ανταγωνιστικές και ελεύθερες από οποιαδήποτε ασύμμετρη πληροφόρηση, ενώ οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν απεριόριστο ύψος ποσού με επιτόκιο απαλλαγμένου κινδύνου. Μια επίσης παραδοχή είναι ότι οι επιχειρήσεις έχουν σταθερά κέρδη προ τόκων και φόρων εις το διηνεκές, ενώ διηνεκή θεωρούνται και τα δάνειά τους. Τέλος, πολύ σημαντική παραδοχή είναι η απουσία εταιρικού φόρου εισοδήματος [1].

Με βάση τις παραπάνω παραδοχές, οι Miller και Modigliani διατύπωσαν την εξής πρόταση:

Πρόταση Α: Η αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τον βαθμό δανειακής επιβάρυνσής της και γενικότερα του τρόπου διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Αυτό σημαίνει ότι το μέσο σταθμικό κόστος της επιχείρησης είναι κι αυτό ανεξάρτητο από τη διάρθρωση των κεφαλαίων, οπότε θα είναι και ίσο με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης που στερείται δανειακών κεφαλαίων.

Πρόταση Β: Η δανειακή επιβάρυνση μια επιχείρησης είναι ανάλογη του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της, δηλαδή, όσο αυξάνεται η δανειακή επιβάρυνση, αυξάνεται και το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Ειδικότερα, ισχύει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με δανειακή επιβάρυνση, ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης χωρίς δανειακή επιβάρυνση, προσαυξημένο με ένα πριμ κινδύνου, το οποίο αυξάνει όσο αυξάνει και η δανειακή επιβάρυνση.

Συνδυαζόμενες οι δύο αυτές προτάσεις, εξάγουν το συμπέρασμα ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου, άρα και η αξία της επιχείρησης, είναι ανεξάρτητο από τον όγκο και τη σύνθεση του χρέους και ισούται με την απόδοση που επιθυμούν οι επενδυτές για παρόμοιες εταιρείες. Ωστόσο, ακόμα και αν το χρέος είναι πιο

φτηνό από τα ίδια κεφάλαια, η αυξανόμενη μόχλευση δεν μειώνει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρείας, γιατί αυτό το αποτέλεσμα αντισταθμίζεται από το μεγαλύτερο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Επίσης, οι Miller και Modigliani, υποστήριξαν ότι η ανεξαρτησία της συνολικής αξίας και του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης από την διάρθρωση των κεφαλαίων της, ισχύει και στην περίπτωση που η αγορά κεφαλαίων δε βρίσκεται σε ισορροπία, αφού θα προκληθεί κερδοσκοπική παρέμβαση από την πλευρά των επενδυτών, η οποία θα οδηγήσει την αγορά πάλι σε σημείο ισορροπίας [1].

Ως αποτέλεσμα, οι αποφάσεις για επενδύσεις μπορεί να είναι εντελώς αποσυνδεδεμένες από τη χρηματοδότησή τους: θα πρέπει να καθοδηγούνται μόνο από το κριτήριο της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρείας, ενώ το κόστος του κεφαλαίου που πρέπει να χρησιμοποιείται σε ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις είναι το συνολικό κόστος του, όπως μετριέται από το συντελεστή απόδοσης που απαιτείται για την πλήρη χρηματοδότηση με μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών της ίδιας κατηγορίας κινδύνου.

2.4 Εταιρικοί και προσωπικοί φόροι εισοδήματος

Σ' ένα άρθρο που δημοσίευσαν οι Miller και Modigliani, το 1963, συμπέραναν ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης στην περίπτωση που υπάρχουν εταιρικοί φόροι. Ο λόγος είναι ότι οι τόκοι των δανείων είναι ένα έξοδο εκπεστέο από τα φορολογικά κέρδη, οπότε ένα μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών κερδών που προέρχονται από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων καταλήγει στους επενδυτές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η αξία μιας εταιρίας με δάνεια να είναι ίση με την αξία μιας εταιρίας χωρίς δάνεια προσαυξημένη με την αξία της φορολογικής απαλλαγής που δικαιούται λόγω των τόκων των δανείων [1].

Βέβαια, η φορολογική απαλλαγή δεν είναι δεδομένη, καθώς αν τα κέρδη της εταιρίας είναι χαμηλά ή και αρνητικά, η απαλλαγή αντίστοιχα μειώνεται ή και εξαλείφεται. Αυτό έχει σαν συνέπεια, η μόχλευση να μην αυξάνει την αξία της επιχείρησης στο επίπεδο που υποστηρίζουν οι Miller και Modigliani, αλλά κάποιο μέρος της να χάνεται λόγω αβεβαιότητας της φορολογικής απαλλαγής. Επομένως, η αξία μιας επιχείρησης με δάνεια ισούται με την αξία μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια αυξημένη κατά την αξία της φορολογικής απαλλαγής μείον την απολεσθείσα αξία λόγω αβεβαιότητας της φορολογικής απαλλαγής.

Το 1976, ο Miller, με ένα άρθρο του, ισχυρίστηκε ότι η δανειακή επιβάρυνση επιδρά στην αξία της επιχείρησης όταν η αγορά δεν είναι τέλεια και υπάρχουν εκτός από εταιρικοί φόροι, και φόροι προσωπικοί. Οι προσωπικοί φόροι μειώνουν το διαθέσιμο εισόδημα των επενδυτών. Ως εκ τούτου, οι φόροι αυτοί μειώνουν και την αξία της επιχείρησης.

2.5 Κόστος πτώχευσης και αντιπροσώπευσης

Όταν οι αγορές κεφαλαίου δεν είναι τέλειες, οι επιχειρήσεις επιβαρύνονται με κόστος πτώχευσης και αντιπροσώπευσης. Το κόστος πτώχευσης προκύπτει, εκτός από τα νομικά και διοικητικά έξοδα, από τη ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού σε τιμές χαμηλότερες των πραγματικών. Επίσης, το κόστος αντιπροσώπευσης προκύπτει από τις ενέργειες στις οποίες προβαίνουν οι μέτοχοι μιας εταιρίας, ώστε να ελέγξουν τη διοίκηση. Τα δύο αυτά κόστη, αυξάνουν το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και το κόστος του δανειακού κεφαλαίου, με συνέπεια να αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας. Συνεπώς, το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας εξαρτάται από τη διάρθρωση των κεφαλαίων, κάτι που σημαίνει ότι υπάρχει άριστη διάρθρωση κεφαλαίων.

2.6 Βιβλιογραφία

1. Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ.30 - 59.
2. Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), σελ. 261 – 297

3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζονται οι τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης. Οι αρχές αυτές αναφέρονται στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, στη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στην προέλευση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας [1].

Γενικά, σαν βέλτιστη πρακτική χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων θεωρείται η υιοθέτηση μια αντισταθμιστικής προσέγγισης (hedging approach). Σύμφωνα με αυτή τη προσέγγιση, τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, θα πρέπει να καλύπτονται με κεφάλαια ίσης ή και μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας [1].

3.1 1^η Αρχή Χρηματοδότησης

Η 1^η αρχή χρηματοδότησης υποστηρίζει ότι το πάγιο ενεργητικό μιας επιχείρησης θα πρέπει να καλύπτεται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή αν κάποιο πάγιο στοιχείο χρηματοδοτηθεί με βραχυπρόθεσμο δάνειο, η επιχείρηση διατρέχει τον κίνδυνο μη ανανέωσης του δανείου στη λήξη του. Επίσης, αν το δάνειο ανανεωθεί, οι όροι μπορεί να είναι δυσμενέστεροι για την επιχείρηση, αφού μπορεί να έχουν αλλάξει οι γενικές οικονομικές συνθήκες [1].

Η πρώτη αρχή χρηματοδότησης δίνεται από τον αριθμοδείκτη:

Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια

Πάγιο Ενεργητικό

Ο αριθμοδείκτης αυτός αποτελεί δείκτη κεφαλαιακής διάθρωσης και πιο συγκεκριμένα καλείται αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων. Ο

αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων δείχνει σε ποιο βαθμό τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία μίας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα κεφάλαια, όπως είναι για παράδειγμα το μετοχικό κεφάλαιο. Ο δείκτης αυτός πρέπει να είναι μεγαλύτερος της μονάδας [2].

3.2 2^η Αρχή Χρηματοδότησης

Σύμφωνα με τη 2^η αρχή χρηματοδότησης, ένα μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού συμπεριφέρεται ως πάγιο και για το λόγο αυτό θα πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Οι λόγοι που επιβάλλουν αυτόν τον κανόνα είναι τα αποθέματα ασφαλείας, η χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία και οι επιχειρήσεις εποχιακού χαρακτήρα [1].

Η δεύτερη αρχή χρηματοδότησης δίνεται από τον αριθμοδείκτη:

$$\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Το κεφάλαιο κίνησης αφορά σε εκείνο το χρηματικό ποσό που πρέπει να δεσμευτεί προκειμένου να εξασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Πιο συγκεκριμένα, το κεφάλαιο κίνησης μπορεί να αφορά αποθέματα πρώτων υλών και έτοιμων προϊόντων, αλλά και πιστώσεις προς τους πελάτες [2]. Από την άλλη, το κυκλοφορούν ενεργητικό αφορά όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης μικρής διάρκειας, όπως είναι τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και τα διαθέσιμα. Στην πράξη, το κυκλοφορούν ενεργητικό ταυτίζεται με το κεφάλαιο κίνησης. Ο δείκτης αυτός θα πρέπει να κινείται σε θετικά επίπεδα.

3.3 3^η Αρχή Χρηματοδότησης

Η 3^η αρχή χρηματοδότησης υποστηρίζει ότι τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης θα πρέπει να καλύπτουν τουλάχιστον την αξία του πάγιου ενεργητικού. Στην περίπτωση που τα ίδια κεφάλαια δεν επαρκούν για να καλύψουν το πάγιο ενεργητικό, τότε η επιχείρηση μπορεί να καταφύγει στην ξένη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, με την προϋπόθεση ότι αυτή δεν επηρεάζει δυσμενώς τη μελλοντική ρευστότητα, την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, την πιστοληπτική ικανότητα και τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τα δάνεια που έχει συνάψει [1].

Η τρίτη αρχή χρηματοδότησης δίνεται από τον αριθμοδείκτη:

$$\frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός αντανακλά τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτούνται οι πάγιες επενδύσεις μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, «όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων της σε πάγια, τότε ένα μέρος των κεφαλαίων κινήσεως αυτής προέρχεται από τους μετόχους της. Αντίθετα όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων της σε πάγια, τότε για τη χρηματοδότηση των πάγιων στοιχείων της έχουν χρησιμοποιηθεί, εκτός από τα ίδια και ξένα κεφάλαια» [3]. Όταν ο δείκτης αυτός είναι μεγαλύτερος της μονάδας, η επιχείρηση χρηματοδοτεί το πάγιο ενεργητικό της από τα ίδια κεφάλαια και όχι μέσω δανεισμού. Στην αντίθετη περίπτωση, όταν δηλαδή ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, τότε το κεφάλαιο που χρησιμοποιήθηκε για την αύξηση του επενδυμένου παγίου κεφαλαίου της επιχείρησης αντλήθηκε, κατά το μεγαλύτερο ποσοστό του, από ξένα κεφάλαια. Έτσι, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης απεικονίζει την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα πάγια στοιχεία της [3].

3.4 Βιβλιογραφία

1. Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ. 112 – 118.
2. Παπαγιαννάκης, Λ. (2004). Μικρό οικονομικό λεξικό. Ενότητα IV. Προσομοίωση επενδυτικών & επιχειρηματικών αποφάσεων. Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, σελ. 5, 9 .
3. Κίτσος, Γ. (2011). Αριθμοδείκτες, Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Αξιολόγηση Ισολογισμών Επιχειρήσεων.

4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

4.1 ALGONET

Η Algonet Τηλεπικοινωνίες Α.Ε. ιδρύθηκε στην Ελλάδα τον Σεπτέμβριο του 1999, από τον σαουδαραβικό όμιλο Olayan. Από το 2009 έχει συγχωνευτεί με την Net One S.A. Ελλάδος. Βασικός μέτοχος του σχήματος Algonet – Net One είναι η εταιρία NET ONE S.A Λουξεμβούργου. Η Net One Λουξεμβούργου ανήκει κατά 80% στο αμερικάνικο fund Sciens International Investments and Holdings S.A. και κατά 18% στην BNP Paribas Private Equity.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η Algonet Τηλεπικοινωνίες Α.Ε ιδρύθηκε το 1999, ενώ το 2001 έλαβε σχετική έγκριση από την ΕΕΤΤ για την δημιουργία ενός ιδιόκτητου τηλεπικοινωνιακού δικτύου δημόσιας χρήσης. Το 2001, επίσης, η εταιρία σύναψε συμφωνία διασύνδεσης με τον ΟΤΕ, με αποτέλεσμα να είναι σε θέση να παρέχει τις υπηρεσίες της πανελλαδικά. Για την διασύνδεση με διεθνείς προορισμούς έχουν συναφθεί συμφωνίες με πλήθος διεθνών παρόχων, μεταξύ των οποίων η AT&T, η Verizon και η iBasics.[1]

Το 2009, η εταιρία συγχωνεύεται με την Net One Α.Ε. Οι δύο εταιρίες, όμως, διατήρησαν την αυτοτέλειά τους, εκδίδοντας, μάλιστα, και διαφορετικούς ισολογισμούς.

Δύο χρόνια αργότερα, τον Απρίλιο του 2011, η εταιρία ανακοινώνει ότι διακόπτει την παροχή υπηρεσιών των πακέτων αδεσμοποίητου τοπικού βρόχου (LLU), δηλαδή την παροχή υπηρεσιών σε οικιακούς πελάτες [2].

Τέλος, στις 30 Μαρτίου 2012, η διοίκηση της Algonet – Net One, ανακοινώνει στην ΕΕΤΤ αδυναμία της εταιρίας για παροχή υπηρεσιών, ενώ είχε προηγηθεί απόφαση των βασικών μετόχων να μην στηρίξουν περαιτέρω την εταιρία [3].

4.2 COSMOLINE

Η Cosmoline Τηλεπικοινωνιακές Υπηρεσίες ιδρύθηκε το 1995. Βασικός μέτοχος της εταιρίας είναι ο όμιλος εταιρειών Demco. Το 2001 απέκτησε την Ειδική Άδεια Σταθερής Τηλεφωνίας από την ΕΕΤΤ, ενώ τέσσερα χρόνια αργότερα, το 2005, ξεκίνησε την παροχή υπηρεσιών σταθερής τηλεφωνίας και Internet.

Το 2006 απέκτησε μέσω δημοπρασίας, άδεια WiMAX (σταθερής ασύρματης πρόσβασης) στη συχνότητα των 3,5 GHz. Όμως, στις 14 Μαρτίου 2011, η ΕΕΤΤ ανακάλεσε την άδεια αυτή, ισχυριζόμενη ότι η Cosmoline, μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή, δεν είχε προβεί «σε καμία ουσιαστική ενέργεια για την εγκατάσταση και λειτουργία δικτύου Wi-Max» [5].

Το 2006, επίσης, η εταιρία προέβη σε ανάπτυξη Συστήματος Ολικής Ποιότητας το οποίο πιστοποιείται κατά ΕΛΟΤ EN ISO 9001:2000.

Τέλος, το 2009, ιδρύθηκε η εταιρία KBI Hellas, η οποία ανήκει σε ποσοστό 100% στην Cosmoline. Η θυγατρική αυτή προσφέρει υπηρεσίες επικοινωνιών δορυφορικής διασύνδεσης. Δύο χρόνια αργότερα, στις 30 Μαρτίου 2011, η KBI Hellas εξαγοράζεται από την εταιρία Intertech [6].

4.3 COSMOTE

Η COSMOTE είναι η μεγαλύτερη εταιρία κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 1998, ως θυγατρική του ΟΤΕ, όντας η τρίτη εταιρία κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα. Σήμερα κατέχει την πρώτη θέση στην ελληνική αγορά με πελατειακή βάση, που σύμφωνα με την εταιρία, ανέρχεται σε 7,9 εκατομμύρια συνδρομητές (στοιχεία Μαρτίου 2012) [7]. Μοναδικός μέτοχος της εταιρίας είναι ο ΟΤΕ, καθώς κατέχει το 100% των μετοχών της.

Η εταιρία, εκτός από την Ελλάδα, διαθέτει παρουσία και σε άλλες χώρες της ΝΑ Ευρώπης, όπως στην Αλβανία, με την AMC, στη Βουλγαρία, με την GLOBUL, και στη Ρουμανία με την COSMOTE Ρουμανίας. Στις τέσσερις αυτές χώρες η COSMOTE εξυπηρετεί περίπου 20,4 εκατομμύρια πελάτες [7].

Η COSMOTE ξεκίνησε την λειτουργία της το 1998, ενώ δύο χρόνια αργότερα, το 2000, ξεκίνησε η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το 2001 εγκαθιστά GPRS δίκτυο και ξεκινάει τη διάθεση υπηρεσιών 2,5ης γενιάς (π.χ. MMS), ενώ την ίδια χρονιά αποκτά άδεια για εγκατάσταση δικτύου UMTS, ώστε να είναι σε θέση να προσφέρει υπηρεσίες 3^{ης} γενιάς [8].

Τον Μάιο του 2006, η COSMOTE εξαγοράζει την εταιρία ΓΕΡΜΑΝΟΣ και μέσω αυτής αποκτά πρόσβαση στη λιανική τηλεπικοινωνιακή αγορά της Ελλάδας και άλλων χωρών όπως της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας. Την ίδια χρονιά συμπεριλαμβάνεται στη λίστα Information Technology 100, του περιοδικού BusinessWeek, με τις κορυφαίες εταιρίες του κλάδου παγκοσμίως. Το 2007, ξεκινά τη διάθεση ευρυζωνικών υπηρεσιών σταθερού Internet (ADSL) σε συνδυασμό με υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας. Τον Νοέμβριο της ίδιας χρονιάς, ο ΟΤΕ καταθέτει προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση του συνόλου των κοινών ονομαστικών μετοχών της COSMOTE, και λίγους μήνες αργότερα, την 1^η Απριλίου 2008, η μετοχή παύει να διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών[8].

Το 2008, επίσης, η εταιρία αποσύρεται από την αγορά των Σκοπίων, πουλώντας τις μετοχές της COSMOFON και της ΓΕΡΜΑΝΟΣ Σκοπίων στην Telecom Slovenije. Το 2009 εξαγοράζει την ρουμανική Zapp, ενισχύοντας τη θέση της στην ρουμανική αγορά. Το 2010, αναβαθμίζει το δίκτυό της, διαθέτοντας ευρυζωνικές ταχύτητες έως 42,2 Mbps downlink και 5,8 Mbps uplink, ενώ ανακοίνωσε πιλοτικές δοκιμές για LTE. Τέλος, τον Νοέμβριο του 2011, ανανέωσε την άδειά της στα 900MHz και απόκτησε επιπλέον φάσμα στα 900 & 1800MHz στο πλαίσιο διαγωνισμού της ρυθμιστικής αρχής (ΕΕΤΤ), έναντι ποσού που ξεπερνά τα 118 εκατ. ευρώ [8].

4.4 CYTA

Η CYTA είναι θυγατρική του Εθνικού Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών Κύπρου. Στην Ελλάδα ιδρύθηκε το 2007, και δραστηριοποιήθηκε στην αγορά της σταθερής τηλεφωνίας και της ευρυζωνικής πρόσβασης.

Τον Δεκέμβριο του 2006, η CYTA εντάσσεται στη δράση «Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων για Ανάπτυξη της Ευρυζωνικής Πρόσβασης στις Περιφέρειες της Ελλάδος» - Υποέργο 5, το οποίο συγχρηματοδοτείται κατά 70% από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ) και κατά 30% από το Ελληνικό Δημόσιο. Σκοπός του έργου αυτού είναι να βοηθήσει στην ανάπτυξη της απαραίτητης υποδομής για την παροχή ευρυζωνικών υπηρεσιών σε εκείνες τις περιοχές της Ελλάδας, όπου δεν υπάρχει σήμερα αντίστοιχη υποδομή και δεν προβλέπεται να αναπτυχθεί με τις υπάρχουσες συνθήκες αγοράς στο άμεσο μέλλον ή όπου δεν αναμένεται να αναπτυχθούν συνθήκες ανταγωνισμού.

Η εταιρία με τον τρόπο αυτό εγκαθιστά δίκτυο οπτικών ινών στους νομούς Φλωρίνης, Πέλλας, Γρεβενών, Κοζάνης, Καστοριάς, Ημαθίας, Ηρακλείου, Λασιθίου, στα νησιά του Αργοσαρωνικού Αίγινα, Πόρος, Αγκίστρι και στους Δήμους Σαλαμίνας και Αμπελακίων. Εκτός από τις περιοχές που όριζε το χρηματοδοτούμενο πρόγραμμα, η CYTA επέκτεινε το δίκτυό της με στόχο την πανελλαδική κάλυψη. Τέλος, στις αρχές του 2011, ξεκίνησε τη δραστηριότητά της στην Αττική [9].

Οι θυγατρικές εταιρείες της CYTA Κύπρου είναι οι εξής [10]:

- Digimed Communications Ltd
- Cyta Ελλάδος Τηλεπικοινωνιακή Α.Ε
- CytaCom Solutions Ltd
- Emporion Plaza Ltd
- IRIS Gateway Satellite Services Ltd

- Cyta UK Ltd
- Cytaglobal Hellas AE

Στην Κύπρο, η Cyta, εκτός από την σταθερή τηλεφωνία, έχει δραστηριοποιηθεί και στην κινητή τηλεφωνία, μέσω της συνεργασίας που έχει επισυνάψει με την Vodafone, από το 2004. Η συνεργασία αυτή είχε ως αποτέλεσμα, όλα τα προϊόντα κινητής τηλεφωνίας της Cyta, να προωθούνται κάτω από τη διπλή μάρκα Cytamobile-Vodafone [11].

4.5 FORTHNET

Η Forthnet, σύμφωνα με στοιχεία Μαρτίου 2012 [12], είναι ο μεγαλύτερος εναλλακτικός πάροχος σταθερής τηλεφωνίας και ευρυζωνικών υπηρεσιών διαδικτύου στην Ελλάδα. Δραστηριοποιείται, επίσης, στις δορυφορικές επικοινωνίες, ενώ δευτερευόντως, μέσω της FORTHcrs, δραστηριοποιείται στο χώρο της ακτοπλοΐας, αναπτύσσοντας online υπηρεσίες κράτησης και έκδοσης εισιτηρίων [13].

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1995 από το Ίδρυμα Τεχνολογίας και Έρευνας (ΙΤΕ) και τις Μινωικές Γραμμές Α.Ν.Ε. Το Δεκέμβριο του 1999 εξαγόρασε το 75% της HellasNet Α.Ε. και ίδρυσε την εταιρία FORTHcrs Α.Ε. (Πληροφοριακά Συστήματα Ηλεκτρονικής Διαχείρισης και Διανομής Υπηρεσιών), σε συνεργασία με την Μινωικές Γραμμές Α.Ν.Ε. και την TerraTec Ανώνυμη Εταιρία Ηλεκτρονικών Προϊόντων και Υπηρεσιών [13].

Τον Οκτώβριο του 2000 οι μετοχές της Forthnet εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Το 2004, απορρόφησε τις θυγατρικές της HellasNet και Internet Hellas, ενώ το 2008, υπέγραψε σύμβαση με τις εταιρείες MYRIAD INTERNATIONAL HOLDING και TELETYPOS CYPRUS για την εξαγορά των εταιρειών NETMED N.V. και INTERVISION B.V. Η NETMED N.V. αποτελεί μητρική της NETMED HELLAS Α.Ε. και της MULTICHOICE HELLAS Α.Ε. οι οποίες είχαν τον

έλεγχο της δορυφορικής πλατφόρμας NOVA στην Ελλάδα και την Κύπρο [14][15]. Δύο χρόνια αργότερα, το 2010, έγινε η πλήρης συγχώνευση λειτουργιών και δραστηριοτήτων μεταξύ Forthnet και Nova [16].

Επίσης, τον Νοέμβριο του 2011, η Forthnet ξεκίνησε τη διάθεση της νέας υπηρεσίας Forthnet Satellite Broadband, προσφέροντας ευρυζωνική σύνδεση στο διαδίκτυο μέσω δορυφόρου [13].

Σήμερα, στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας συμμετέχουν η εταιρεία EMIRATES INTERNATIONAL TELECOM, μέσω των θυγατρικών της FORGENDO LTD και EMIRATES INTERNATIONAL TELECOMMUNICATIONS (MALTA) LTD, με ποσοστό 40,07%, η Delta Lloyd N.V, μέσω της CYRTE INVESTMENTS B.V., με ποσοστό 24,73%, και λοιποί επενδυτές με ποσοστό 35,20% (στοιχεία Μαΐου 2012) [17].

4.6 HELLAS ONLINE

Η Hellas Online είναι ο 2^{ος} μεγαλύτερος εναλλακτικός τηλεπικοινωνιακός πάροχος στην Ελλάδα, μετά τη Forthnet (στοιχεία Μαρτίου 2012) [11]. Η εταιρία προέκυψε το 2008, με τη συγχώνευση της Unibrain A.E με την πρώην (πριν την συγχώνευση) Hellas On Line A.E. Πιο συγκεκριμένα, η Unibrain απορρόφησε την πρώην Hellas On Line και το νέο σχήμα ονομάστηκε Hellas Online (HOL) [18].

Η HOL παρέχει υπηρεσίες για σταθερή τηλεφωνία, internet, καλωδιακή τηλεόραση καθώς και συνδυασμούς των παραπάνω τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε οικιακούς πελάτες. Διαθέτει, επίσης, ιδιόκτητο δίκτυο οπτικών ινών το οποίο καλύπτει σε μεγάλο ποσοστό την Αθήνα, την Θεσσαλονίκη αλλά και ένα μεγάλο κομμάτι της επαρχίας [18].

Η πρώην Hellas On Line ιδρύθηκε το 1993 και αποτέλεσε τον πρώτο ιδιωτικό Internet Service Provider (ISP) στην Ελλάδα. Το 1997, εξαγοράστηκε από την Infoquest A.E. και το 2000 συγχωνεύτηκε με την Com-Quest Computers & Telecommunications A.E., με βασικό μέτοχο την Infoquest, για να εξαγοραστεί στη συνέχεια από την Eurobank EFG [18].

Το 2006, η Intracom Holdings εξαγόρασε το 100% των μετοχών της πρώην Hellas On Line, και ένα χρόνο αργότερα, τον Απρίλιο του 2007, η τελευταία προχώρησε στην πλήρη εξαγορά της θυγατρικής της, Αττικές Επικοινωνίες Α.Ε. Με αυτήν την εξαγορά η Hellas On Line πρόσθεσε στο δίκτυό της, 600 χλμ. δικτύου οπτικών ινών επιπλέον, ενώ απέκτησε πρόσβαση και στο μεγάλο πελατολόγιο των Αττικών Επικοινωνιών [18].

Δύο μήνες μετά την εξαγορά της εταιρίας Αττικές Επικοινωνίες, τον Ιούνιο του 2007, η πρώην Hellas On Line ξεκίνησε τη διάθεση υπηρεσιών σταθερής τηλεφωνίας και ευρυζωνικής σύνδεσης στο διαδίκτυο (ADSL) σε εταιρικούς πελάτες, ενώ για τους οικιακούς η διάθεση ξεκίνησε έναν χρόνο αργότερα, τον Φεβρουάριο του 2008. Παράλληλα, το 2007, σύναψε συμφωνία με την Vodafone Ελλάδος, παρέχοντάς της μια σειρά από υπηρεσίες χονδρικής [18].

Τον Μάιο του 2008, η Intracom Holdings αποφάσισε να συγχωνεύσει δύο εταιρίες του ομίλου της, την Unibrain Α.Ε. με την Hellas On Line. Ουσιαστικά η Unibrain απορρόφησε την Hellas On Line και προέκυψε η νέα “Hellas Online” [18].

Την μετοχική σύνθεση της εταιρίας αποτελούν η Intracom Holdings με ποσοστό 57,24%, η Vodafone – Panafon με ποσοστό 18,50%, η World Equities Investments Holdings με ποσοστό 17,92% και λοιποί μέτοχοι με ποσοστό 6,34% (στοιχεία Μαΐου 2012) [19].

4.7 ON TELECOMS

Η On Telecoms ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 2007 και δραστηριοποιείται στον τομέα των τηλεπικοινωνιών, προσφέροντας υπηρεσίες σταθερής τηλεφωνίας, ευρυζωνικής σύνδεσης στο διαδίκτυο και τηλεόρασης μέσω διαδικτύου. Μάλιστα, ήταν η πρώτη εταιρία στην Ελλάδα που προσέφερε υπηρεσίες Triple Play [20].

Τον Οκτώβριο του 2009 προχώρησε στην εξαγορά του 100% των μετοχών της Vivodi Telecom με την οποία ενοποιήθηκαν λειτουργικά. Με την ενοποίηση αυτή, η On Telecoms απέκτησε περίπου 35.000 πελάτες LLU και 65.000 πελάτες προεπιλογής φορέα [21].

Η On Telecoms προέκυψε όταν η ολλανδική εταιρία On Network Holdings N.V. εξαγόρασε την ελληνική On Innovative Infrastructure A.E. και την μετονόμασε σε On Telecoms [22]. Κύριος μέτοχος της μητρικής εταιρίας είναι το επενδυτικό fund Argo Capital Partners Fund Ltd, ενώ στη μετοχική σύνθεση της On Telecoms συμμετέχει η οικογένεια Εφραίμογλου, βασικός μέτοχος της θυγατρικής Vivodi.

4.8 ΟΤΕ

Ο ΟΤΕ είναι ο παλαιότερος τηλεπικοινωνιακός πάροχος και ο μεγαλύτερος στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε στις 23 Οκτωβρίου 1949, ενώ τα επίσημα εγκαίνια της έναρξης των εργασιών έγιναν στις 10 Νοεμβρίου του ίδιου έτους. Προσφέρει μια σειρά από τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες λιανικής και χονδρικής, όπως σταθερή τηλεφωνία, ευρυζωνική σύνδεση στο διαδίκτυο, τηλεόραση μέσω διαδικτύου και μέσω δορυφορικής σύνδεσης και άλλες.

Σημαντικοί σταθμοί στην ιστορία του ΟΤΕ είναι η τηλεπικοινωνιακή διασύνδεση Ελλάδας – Ιταλίας μέσω υποβρυχίου καλωδίου που ποντίστηκε το

1968 και η είσοδός του στην δορυφορική εποχή, εγκαινιάζοντας το Κέντρο Δορυφορικών Επικοινωνιών στις Θερμοπύλες, τον Απρίλιο του 1970. Επίσης, το 1988, ξεκινά η ψηφιοποίηση των τηλεφωνικών κέντρων του ΟΤΕ, ενώ το 1990, αρχίζει η εγκατάσταση δικτύου οπτικών ινών [23].

Το 1994, ο ΟΤΕ ιδρύει τις θυγατρικές εταιρίες Hellascom Int., Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος, ΟΤΕnet, Cosmote, Hellas Sat, ΟΤΕ leasing και Maritel. Το 1996, η μετοχή του ΟΤΕ ξεκινά να διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ δύο χρόνια αργότερα, το 1998, η μετοχή εισάγεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) [23].

Το 1998, επίσης, ο ΟΤΕ αποκτά το 35% της RomTelecom, του εγχώριου οργανισμού τηλεφωνίας της Ρουμανίας και το 2000 αποκτά άδεια λειτουργίας GSM στη Βουλγαρία, όπου ιδρύει την εταιρία Globul [23].

Τη τριετία 2001 - 2003 ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, στις πρώτες 500 εταιρίες παγκοσμίως και στους 10 πρώτους τηλεπικοινωνιακούς παρόχους στην Ευρώπη [23].

Μια ακόμη σημαντική ημερομηνία για τον ΟΤΕ είναι η 14^η Μαΐου 2003, όταν έγινε η εκτόξευση του Hellas Sat2, του πρώτου δορυφόρου ελληνικής προέλευσης, από το ακρωτήριο Κανάβεραλ. Το 2003, επίσης, ξεκινά η διάθεση υπηρεσίας ευρυζωνικής πρόσβασης στο διαδίκτυο (ADSL), ενώ την ίδια χρονιά, ο ΟΤΕ αυξάνει το ποσοστό του στο μετοχικό κεφάλαιο της RomTelecom, στο 54%. Ακόμη, το 2004, ο ΟΤΕ γίνεται χορηγός των Ολυμπιακών Αγώνων 2004 [23].

Το 2007, το ελληνικό Δημόσιο πωλεί σε θεσμικούς επενδυτές ποσοστό 10,7% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ και το 2008 πωλεί στην Deutsche Telekom, ποσοστό 25% συν μία μετοχή. Το 2007, επίσης, γίνεται η απορρόφηση της Otenet από τον ΟΤΕ και το 2008, ο ΟΤΕ αποκτά το 100% της COSMOTE. Ένα χρόνο αργότερα, το 2009, η Deutsche Telekom αυξάνει το ποσοστό της στον

ΟΤΕ κατέχοντας το 30% ενώ το ελληνικό δημόσιο κατέχει το 20%. Τέλος, το 2011, η DT αυξάνει επιπλέον το ποσοστό της στον ΟΤΕ, κατέχοντας πλέον το 40% των μετοχών [23].

Η μετοχική σύνθεση της εταιρίας σήμερα διαμορφώνεται ως εξής: DT 40%, ελληνικό Δημόσιο 10%, Διεθνείς Θεσμικοί Επενδυτές 28,9%, Έλληνες Θεσμικοί Επενδυτές 11,2% και λοιποί επενδυτές 9,9% [24].

4.9 VODAFONE

Η Vodafone ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1992, υπό την εμπορική ονομασία Panafon, με τη συμμετοχή των εταιρειών Vodafone Group Plc., France Telecom, Intracom και Data Bank. Τον Ιανουάριο του 2002 άλλαξε η εμπορική της ονομασία επισήμως από Panafon-Vodafone σε Vodafone. Κύριος μέτοχος της εταιρίας είναι το Vodafone Group Plc., το οποίο κατέχει το 99,878% των μετοχών της Vodafone [25].

Το Δεκέμβριο του 1998 η εταιρία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθώς και στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, ενώ τον Ιούλιο 2004 η μετοχή της σταμάτησε να αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης και στα δύο Χρηματιστήρια [25].

4.10 VOICENET

Η VoiceNet προέκυψε από την εξαγορά του 80% των μετοχών της Southgate Communications Hellas A.E από την Otenet το 2002. Κύριο αντικείμενό της είναι η παροχή υπηρεσιών φωνητικής επικοινωνίας με τη χρήση τεχνολογιών διαδικτύου και η διαχείριση τηλεπικοινωνιακών υποδομών και εγκαταστάσεων [26].

Μετά την απορρόφηση της Otenet από τον ΟΤΕ, ο τελευταίος αποτελεί μοναδικό μέτοχο της εταιρίας με ποσοστό 100%.

Ο κύκλος εργασιών της εταιρείας για το 2010 ήταν 18.454.865 Ευρώ, ενώ το προηγούμενο έτος ήταν 22.523.777 Ευρώ [27].

4.11 WIND

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1992 και ξεκίνησε τη δραστηριότητά της στην ελληνική αγορά με την εμπορική επωνυμία TELESTET τον Ιούνιο του 1993 [28]. Το 1998, οι μετοχές της εταιρίας συμπεριλήφθηκαν στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, όπως το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ.

Το 2004, η εταιρία μετονομάστηκε σε TIM [28], ενώ τον Ιούνιο του 2007 η εμπορική επωνυμία της εταιρείας άλλαξε, για δεύτερη φορά, σε WIND στο πλαίσιο της εξαγοράς της από την Weather Investments, εταιρία του Naguib Sawiris [29]. Είχε προηγηθεί η συγχώνευσή της με την Q-Telecoms, ένα μήνα πριν. Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους, η WIND εξαγόρασε και προχώρησε στη συγχώνευση της εταιρείας Tellas, πάροχο σταθερής τηλεφωνίας την οποία κατείχε η ΔΕΗ [28].

Τον Δεκέμβριο του 2010, η εταιρία πωλείται σε μια επιτροπή πιστωτών, την επιτροπή ομολογιούχων υψηλής εξασφάλισης (SSN Ad-Hoc Committee). Η επιτροπή αυτή, ίδρυσε την Largo Ltd η οποία ελέγχει πλέον την Wind Hellas [30].

4.12 Βιβλιογραφία

1. <http://www.algonet.gr/w10/site.php?content=2>
2. <http://www.algonet.gr/w10/site.php?content=68&aid=5>
3. <http://www.kerdos.gr/default.aspx?id=1699858&nt=103>
4. http://www.eett.gr/opencms/opencms/admin/News/news_1245.html
5. http://www.cosmoline.com/index.php?option=com_content&view=article&id=63&Itemid=119&lang=el
6. <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/122/articles/633465/Article.aspx>
7. http://www.cosmote.gr/cosmoportal/page/T37/xml/Company__articleadvanced__articleadvancedEtairikoProfil/section/Group_COSMOTE
8. http://www.cosmote.gr/cosmoportal/page/T37/xml/Company__articleadvanced__articleadvancedXronologio/section/Group_COSMOTE
9. http://www.cyta.gr/~media/Files/CYTA/PDF/about_us/cyta_company_profile.ashx
10. <http://www.cyta.com.cy/Default.aspx?ID=269>
11. <http://www.cyta.com.cy/Default.aspx?ID=271>
12. <http://www.3comma14.gr/pi/?survey=12372>
13. http://www.forthnetgroup.gr/Article.aspx?a_id=442
14. http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_100015_15/04/2008_266428
15. http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_2_15/04/2008_266459
16. <http://www.capital.gr/news.asp?id=889927>
17. <http://www.capital.gr/xa/insiders.asp?s=%D6%CF%D1%C8>
18. <http://www.hol.gr/GR/company/investor/profile/Pages/default.aspx>
19. <http://www.capital.gr/xa/insiders.asp?s=%C7%CF%CB>
20. <http://www.on.gr/el/whyon/corporate.html>
21. <http://www.capital.gr/news.asp?id=812517>
22. <http://www.on.gr/opencms/el/press/index.html?year=2006>

23. <http://www.ote.gr/portal/page/portal/OTEGR/TheCompany/OTEToday/HistoryAtAGlance>
24. <http://www.ote.gr/portal/page/portal/InvestorRelation/TheShare/ShareholderStructure>
25. <http://www.vodafone.gr/portal/client/cms/viewCmsPage.action?pageId=1580>
26. <http://www.voice-net.gr/company.htm>
27. http://www.voice-net.gr/Isologismos_2010.pdf
28. <http://www.wind.com.gr/gr/wind/gia-tin-etaireia/etairiko-profil/>
29. <http://www.apax.com/news/news-listing/2007/february/funds-advised-by-apax-partners-and-tpg-announce-the-sale-of-tim-hellas-to-weather-investments.aspx>
30. <http://www.telegeography.com/products/commsupdate/articles/2010/12/17/wind-hellas-takeover-completed-new-board-appointed/>

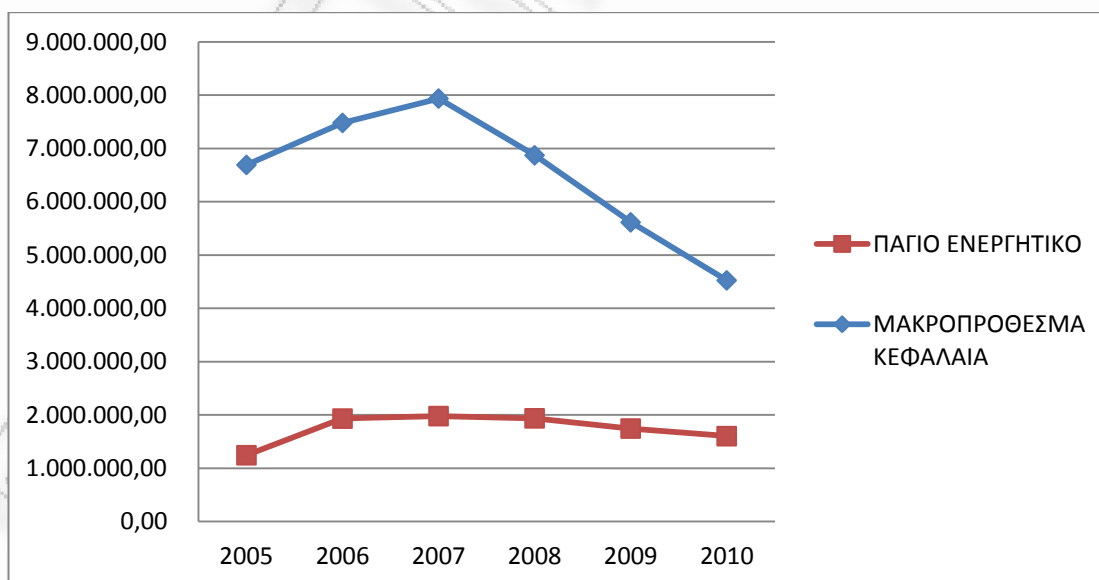
5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

5.1 ALGONET

Πίνακας 5.1: Εμπειρικά δεδομένα Algonet

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	5,38	3,87	4,01	3,55	3,22	2,82
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,43	0,48	0,51	0,51	0,26	0,16
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	3,77	2,75	2,87	2,28	1,75	1,15

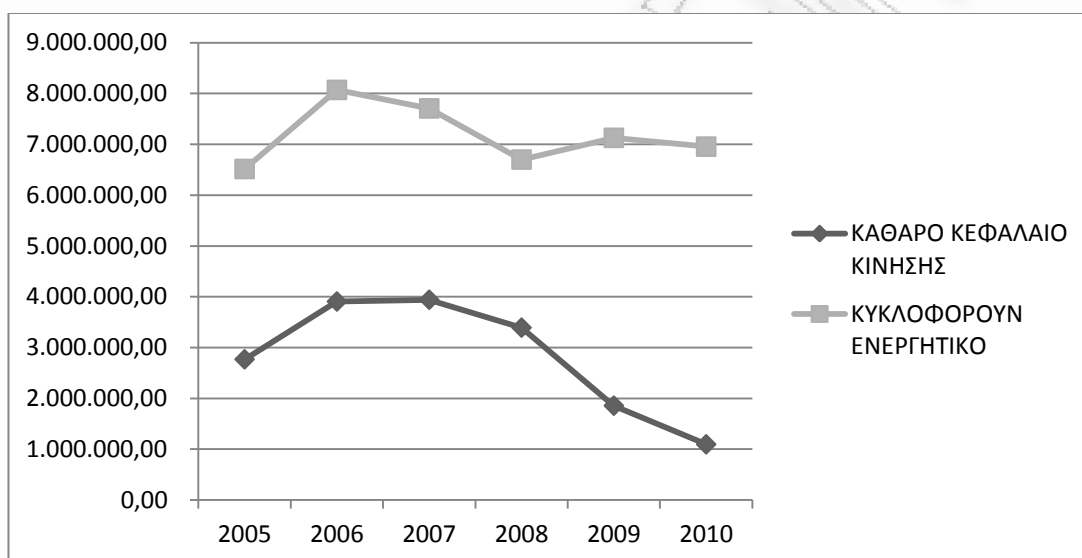
Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων είναι κατά πολύ μεγαλύτερος της μονάδας κατά την περίοδο 2005 – 2010. Ως εκ τούτου, ο βαθμός στον οποίο τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, που χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα κεφάλαια, είναι πολύ μεγάλος.



Γράφημα 5.1: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Algonet

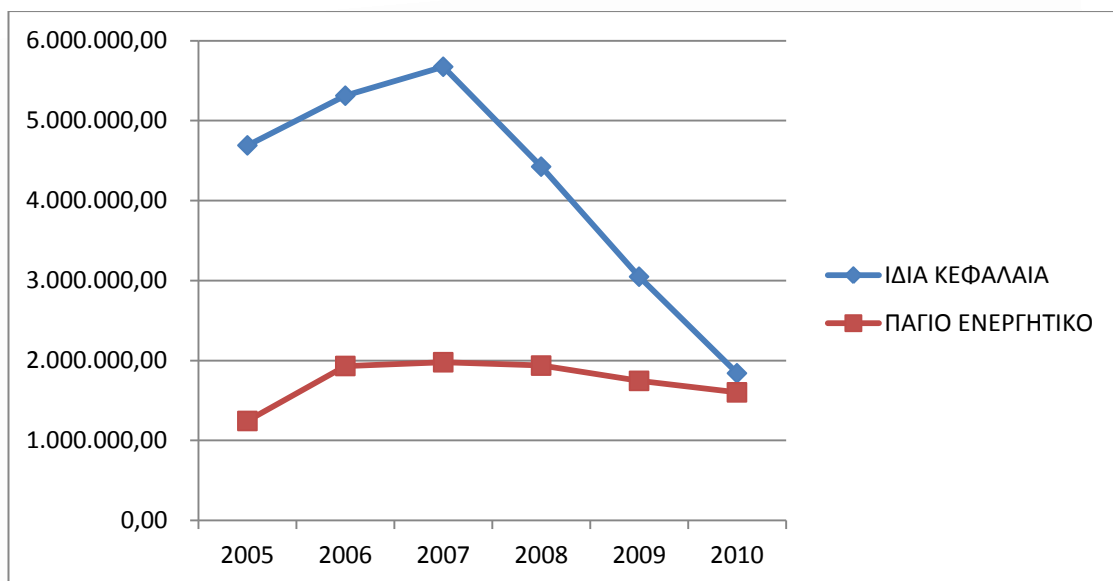
Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη καθαρό κεφάλαιο κίνησης / κυκλοφορούν ενεργητικό, ήτοι τη δεύτερη αρχή χρηματοδότησης, παρατηρούμε ότι αφενός

είναι μεγαλύτερος του μηδενός και αφετέρου ότι κατά την περίοδο 2005 – 2008 αυξάνεται, ενώ αντίθετα τα έτη 2009 και 2010 μειώνεται κατά πολύ. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση, τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, έχει ένα πολύ καλό επίπεδο ρευστότητας και κατά συνέπεια έχει σε μεγάλο βαθμό την ικανότητα να ανταποκριθεί στην πληρωμή των απαιτητών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αυτό μπορεί να γίνει εύκολα αντιληπτό από το παρακάτω γράφημα.



Γράφημα 5.2: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Algonet

Αναφορικά με την τρίτη αρχή χρηματοδότησης, παρατηρούμε ότι ο δείκτης βαίνει μειούμενος κατά την περίοδο 2005 – 2009, με εξαίρεση τα έτη 2006 – 2007 όπου σημειώνεται μία μικρή αύξηση. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία αυτήν την περίοδο αντλεί τα περισσότερα κεφάλαια από δανεισμό προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις πάγιες επενδύσεις της και δεν χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια. Πράγματι, αν παρατηρήσουμε το παρακάτω γράφημα, βλέπουμε ότι ενώ την περίοδο 2005 – 2007 τα ίδια κεφάλαια αυξάνονται, από το 2007 και έπειτα μειώνονται. Ωστόσο, το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εταιρεία για τη χρηματοδότηση των πάγιων επενδύσεών της είναι μεγάλο σε σύγκριση με το ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων.



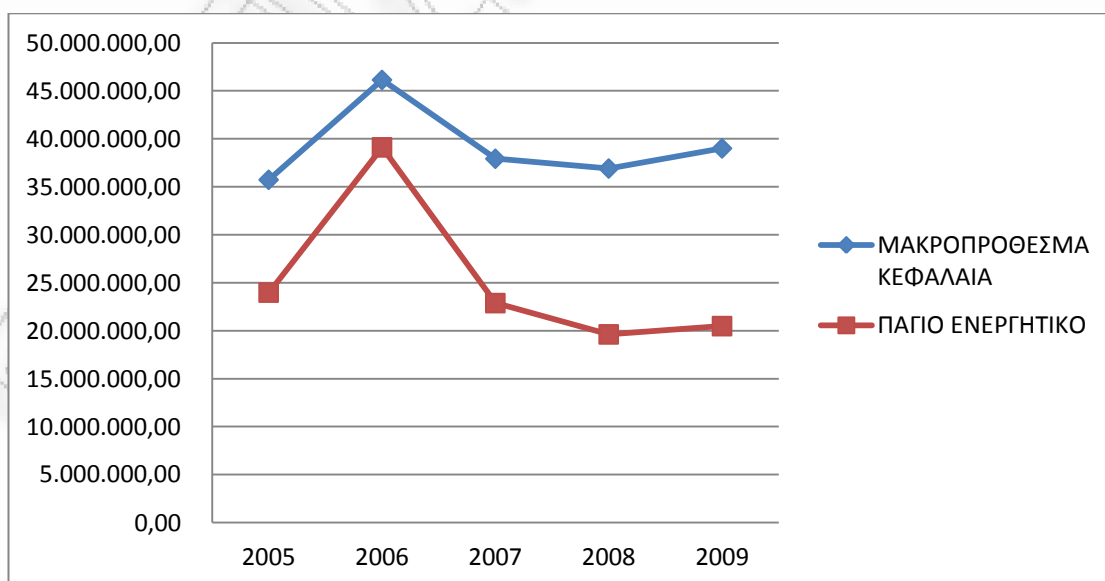
Γράφημα 5.3: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Algonet

5.2 COSMOLINE

Πίνακας 5.2: Εμπειρικά δεδομένα Cosmoline

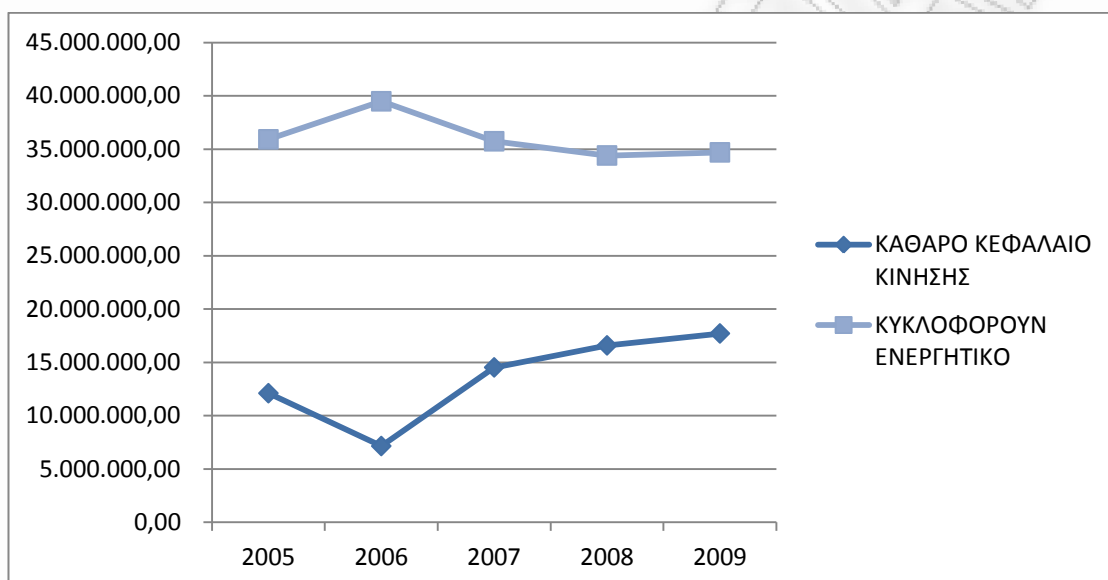
	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,49	1,18	1,66	1,88	1,90
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,34	0,18	0,41	0,48	0,51
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,49	0,84	1,63	1,88	1,90

Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων είναι μεγαλύτερος της μονάδας κατά την περίοδο 2005 – 2009, αλλά παρουσιάζει αυξομειώσεις. Πιο συγκεκριμένα, μειώνεται το 2006 σε σχέση με το 2005, ενώ από τότε και έπειτα αυξάνεται. Έτσι συμπεραίνουμε ότι βελτιώθηκε ο βαθμός στον οποίο τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία της Cosmoline, χρηματοδοτούνται από τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Αυτήν την αυξομείωση κατά την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου μπορούμε να τη δούμε και από την πορεία των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και του παγίου ενεργητικού που απεικονίζονται στο παρακάτω γράφημα.



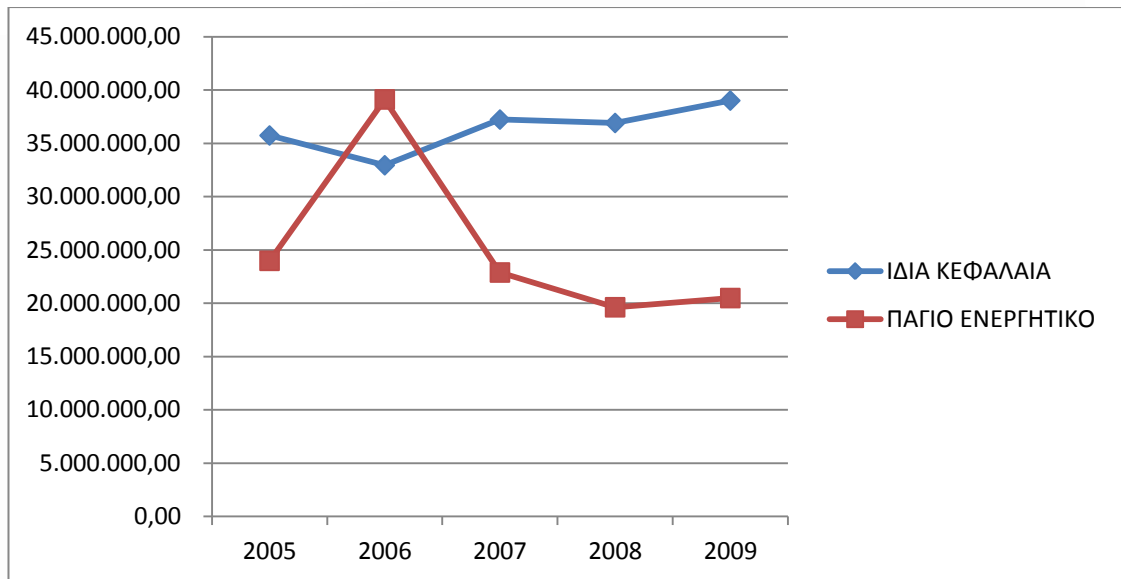
Γράφημα 5.4: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Cosmoline

Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας επίσης μειώνεται κατά τη διετία 2005 – 2006, αλλά από εκεί και έπειτα αρχίζει να αυξάνεται συνεχώς. Έτσι, συμπεραίνουμε ότι η επιχείρηση βελτιώνει το επίπεδο ρευστότητας που έχει από το 2007 και μετά.



Γράφημα 5.5: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Cosmoline

Τέλος, όσον αφορά το δείκτη Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό, παρατηρούμε ότι ο δείκτης από το 2007 και έπειτα αυξάνεται, αλλά το 2006 μειώθηκε πολύ σε σχέση με το προηγούμενο έτος και μάλιστα έφτασε κάτω από τη μονάδα. Όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα, τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν πολύ κατά τη διετία 2005 – 2006, ενώ το πάγιο ενεργητικό αυξήθηκε, χρηματοδοτούμενο από ξένα κεφάλαια.



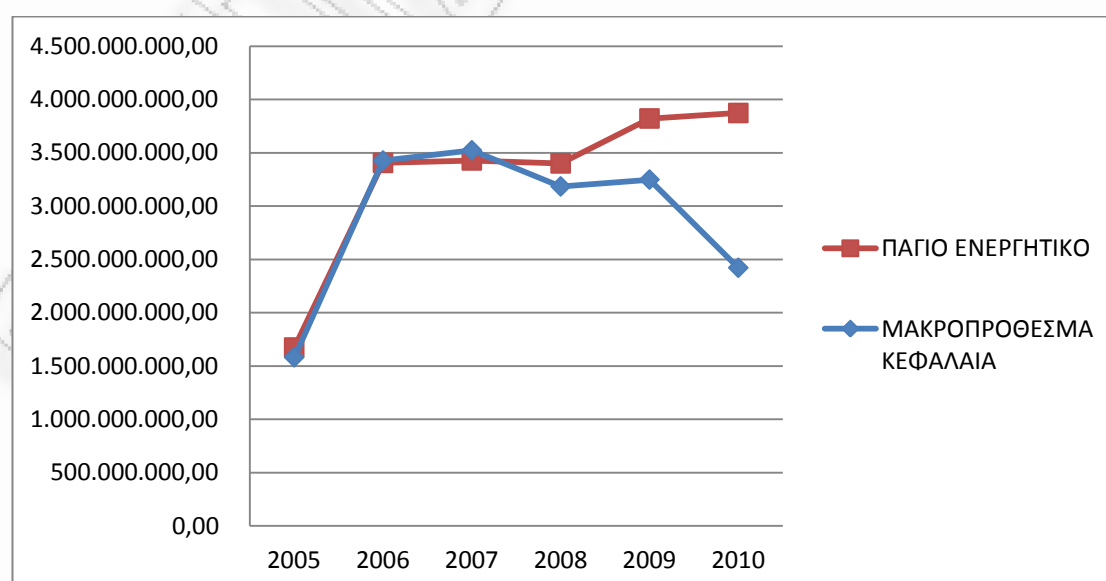
Γράφημα 5.6: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Cosmoline

5.3 COSMOTE

Πίνακας 5.3: Εμπειρικά δεδομένα Cosmote

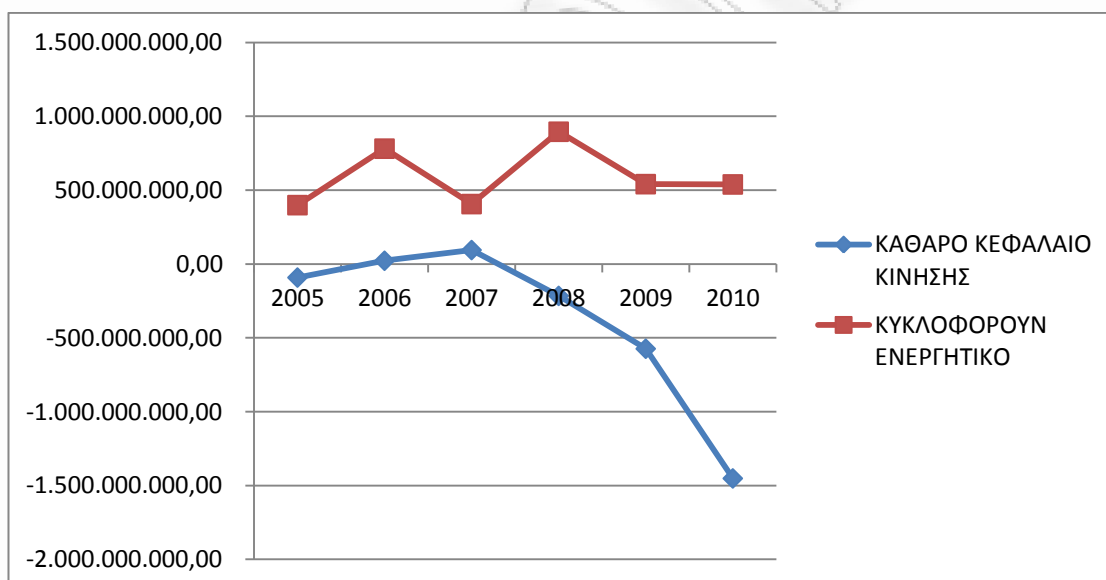
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,95	1,01	1,03	0,94	0,85	0,63
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-0,23	0,03	0,23	-0,24	-1,06	-2,69
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,43	0,26	0,29	0,34	0,31	0,33

Όπως μπορεί κανείς να διαπιστώσει από τα αποτελέσματα που αναγράφονται στον παραπάνω πίνακα, η εικόνα της Cosmote δεν είναι καθόλου καλή. Αρχικά, παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων είναι είτε μικρότερος της μονάδας, είτε ελάχιστα πάνω από αυτήν, ενώ επιπλέον από το 2007 και έπειτα συνεχώς μειώνεται. Αυτό σημαίνει ότι μειώνεται και η ικανότητα της εταιρείας να χρηματοδοτήσει τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία της από τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Όπως μπορούμε να δούμε και από το παρακάτω γράφημα, τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται κατακόρυφα τη διετία 2005 – 2006, ελάχιστα τα έτη 2006 – 2007 ενώ κατά την περίοδο 2007 – 2010 μειώνονται.



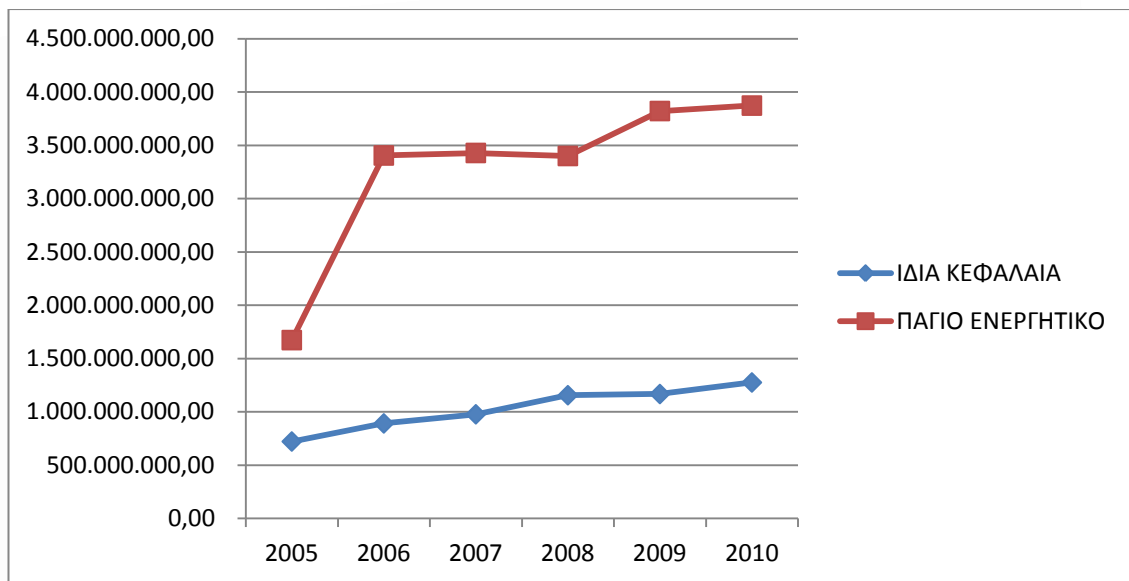
Γράφημα 5.7: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Cosmote

Ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού αυξάνεται την περίοδο 2005 – 2007, αλλά μειώνεται την επόμενη τριετία 2008 - 2010, γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρεία δεν έχει πλέον την ικανότητα να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, παρουσιάζοντας σημάδια μη υγιούς βραχυχρόνιας επιβίωσης, εξαιτίας του μειωμένου επιπέδου ρευστότητας. Αυτή η μείωση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, από το 2007 και έπειτα, με συνέπεια το καθαρό κεφάλαιο κίνησης να υποχωρήσει σε αρνητικά επίπεδα, όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα.



Γράφημα 5.8: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Cosmote

Αναφορικά με την πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα πάγια στοιχεία της παρατηρούμε ότι ο δείκτης έχει αυξομειώσεις, αλλά είναι πολύ μικρός. Αυτό σημαίνει ότι το πάγιο ενεργητικό της Cosmote χρηματοδοτείται σε μεγάλο βαθμό από ξένα κεφάλαια και όχι από ίδια κεφάλαια.



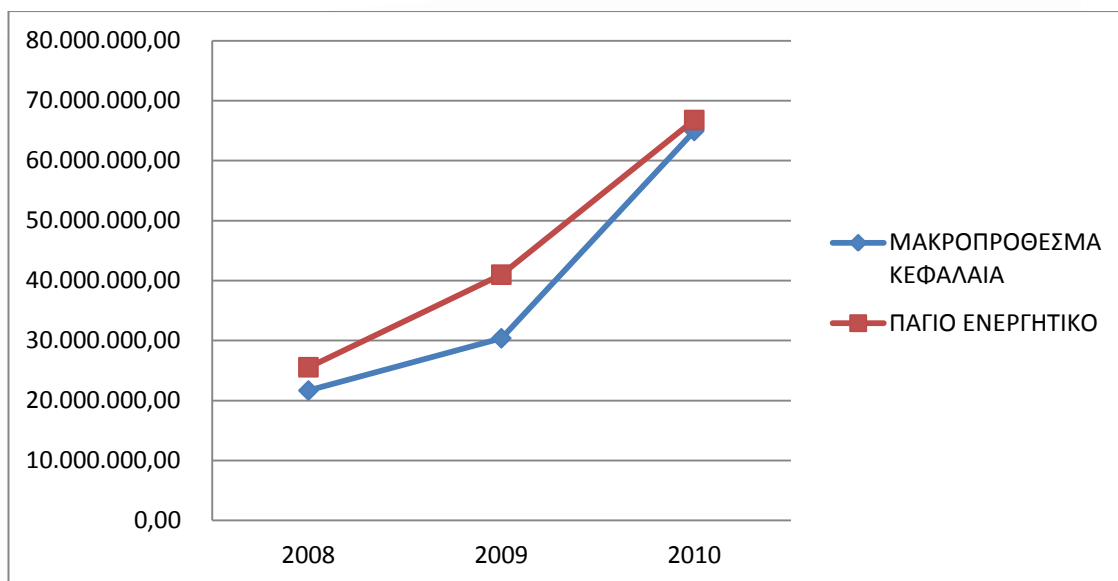
Γράφημα 5.9: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Cosmote

5.4 CΥΤΑ

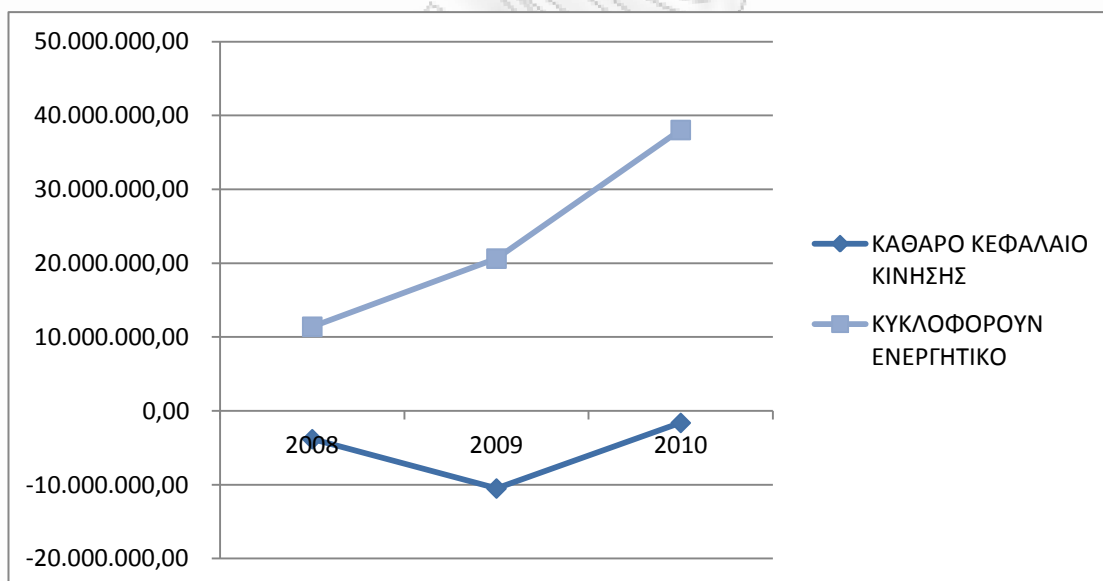
Πίνακας 5.4: Εμπειρικά δεδομένα Cyta

	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,85	0,74	0,97
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-0,34	-0,51	-0,04
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,85	0,67	0,41

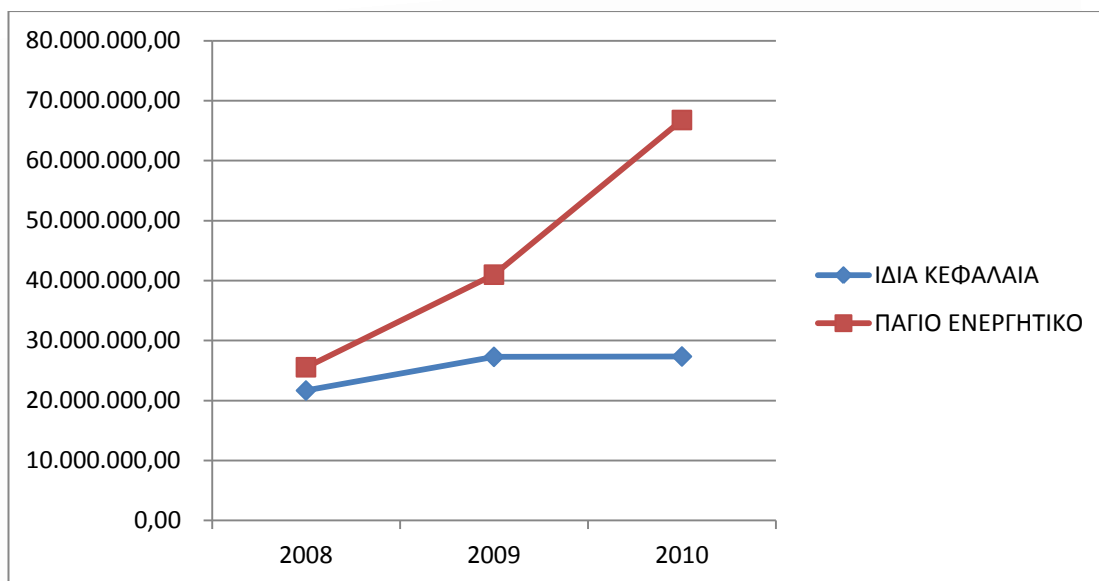
Για την Cyta, αρχικά, θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα στοιχεία που έχουμε αφορούν μόνο την περίοδο 2008 – 2010, καθώς στην Ελλάδα έκανε την εμφάνισή της το 2007. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματά της δεν είναι αρκετά ικανοποιητικά. Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων μειώθηκε το 2009 σε σχέση με το 2008, ενώ το 2010 σημείωσε κάποια βελτίωση. Επίσης, ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι αρκετά χαμηλότερος του επιτρεπόμενου ορίου, γεγονός που σημαίνει ότι η Cyta δεν έχει υψηλό βαθμό κάλυψης των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεών της, μέσω άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Επιπρόσθετα, ο δείκτης Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό βαίνει μειούμενος αυτή τη τριετία, κάτι το οποίο σημαίνει ότι οι πάγιες επενδύσεις της εταιρείας χρηματοδοτήθηκαν από ξένα κεφάλαια.



Γράφημα 5.10: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Συτα



Γράφημα 5.11: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Συτα



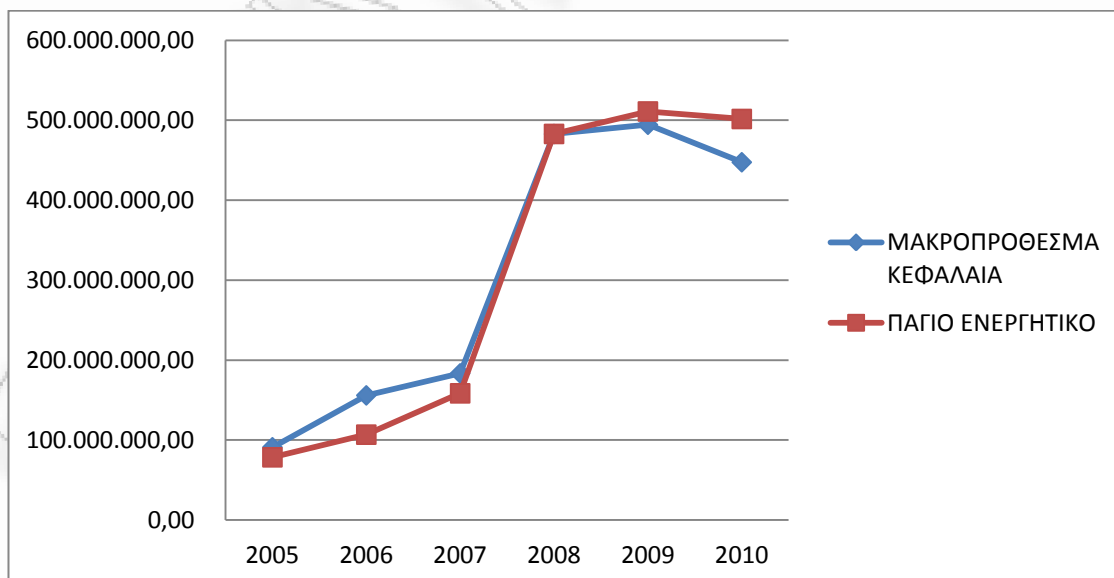
Γράφημα 5.12: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Συτα

5.5 FORTHNET

Πίνακας 5.5: Εμπειρικά δεδομένα Forthnet

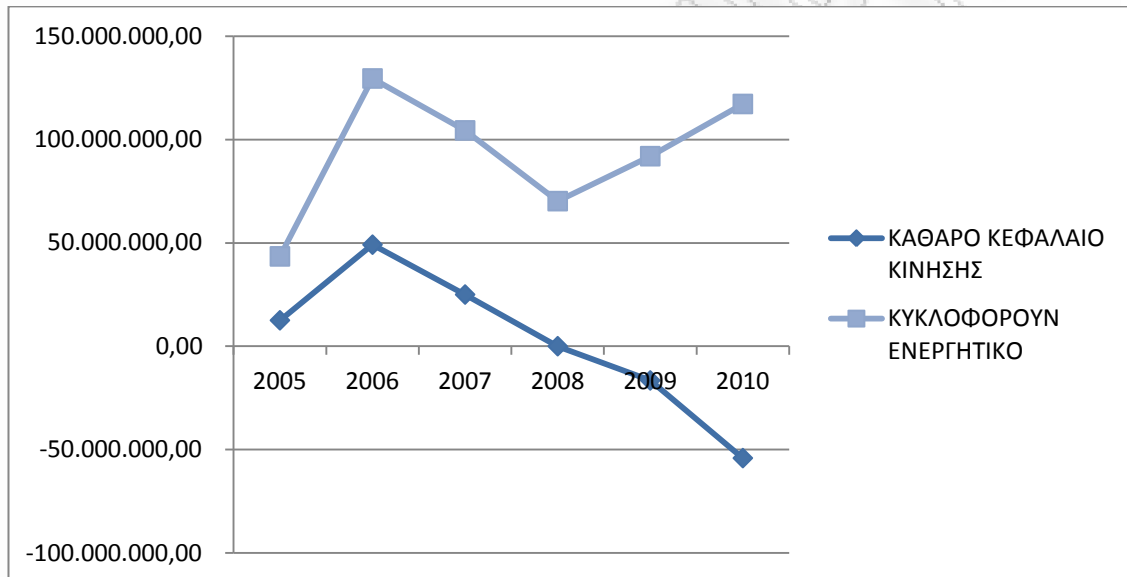
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,16	1,46	1,16	1,00	0,97	0,89
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,29	0,38	0,24	0,00	-0,18	-0,46
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,66	1,42	0,78	0,80	0,70	0,66

Αυτό που παρατηρούμε για την εταιρεία Forthnet είναι ότι ενώ κατά την τριετία 2005 – 2007 τα αποτελέσματα είναι αρκετά ικανοποιητικά, την περίοδο 2007 – 2010 παρουσιάζει μία όχι και τόσο καλή πορεία. Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων αυξήθηκε τη διετία 2005 – 2006, αλλά την επόμενη περίοδο 2006 – 2010 μειώθηκε, αν και μέχρι και το 2008 ήταν μεγαλύτερος της μονάδας. Κατά συνέπεια, μειώνεται σταδιακά ο βαθμός στον οποίον η εν λόγω εταιρεία χρηματοδοτεί τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία από μακροπρόθεσμα κεφάλαια.



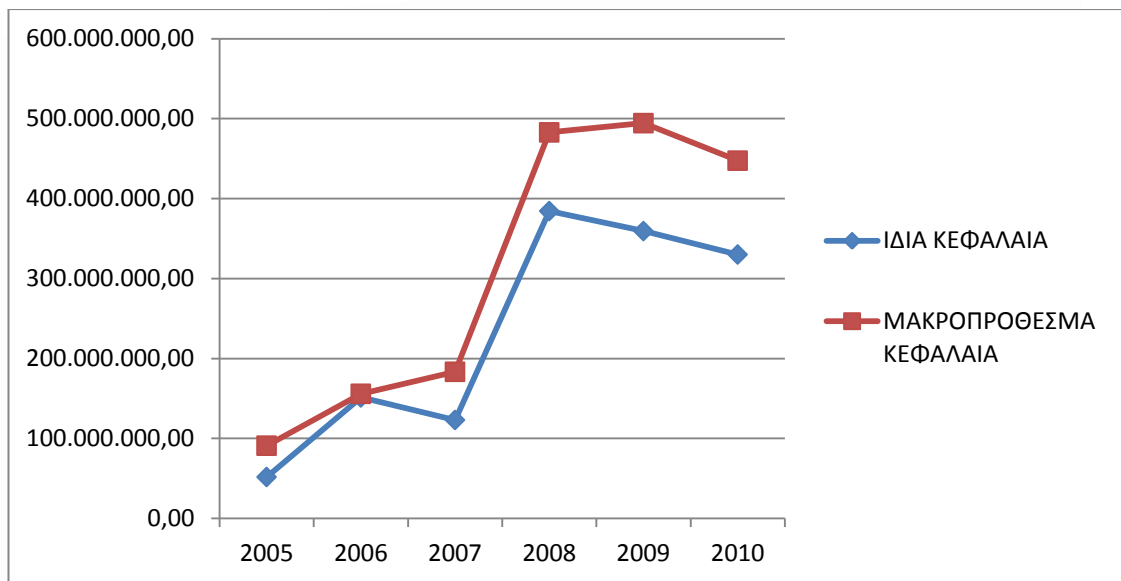
Γράφημα 5.13: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Forthnet

Ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού μειώνεται από το 2006 και μετά, απεικονίζοντας συνεχώς μειούμενο επίπεδο ρευστότητας της εταιρείας. Ειδικότερα κατά τα έτη 2009 και 2010, παρατηρείται σχετικά μεγάλη μείωση του συγκεκριμένου δείκτη. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη μείωση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης της Forthnet, από το 2009 κι έπειτα, όπου κινήθηκε σε αρνητικό επίπεδο.



Γράφημα 5.14: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Forthnet

Τέλος, αναφορικά με την πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα πάγια στοιχεία της, παρατηρείται μείωση στη χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων, την περίοδο 2007 - 2010. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη μεγάλη αύξηση του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας, την περίοδο 2007 – 2008 και στη μείωση των ιδίων κεφαλαίων από το 2008 και έπειτα.



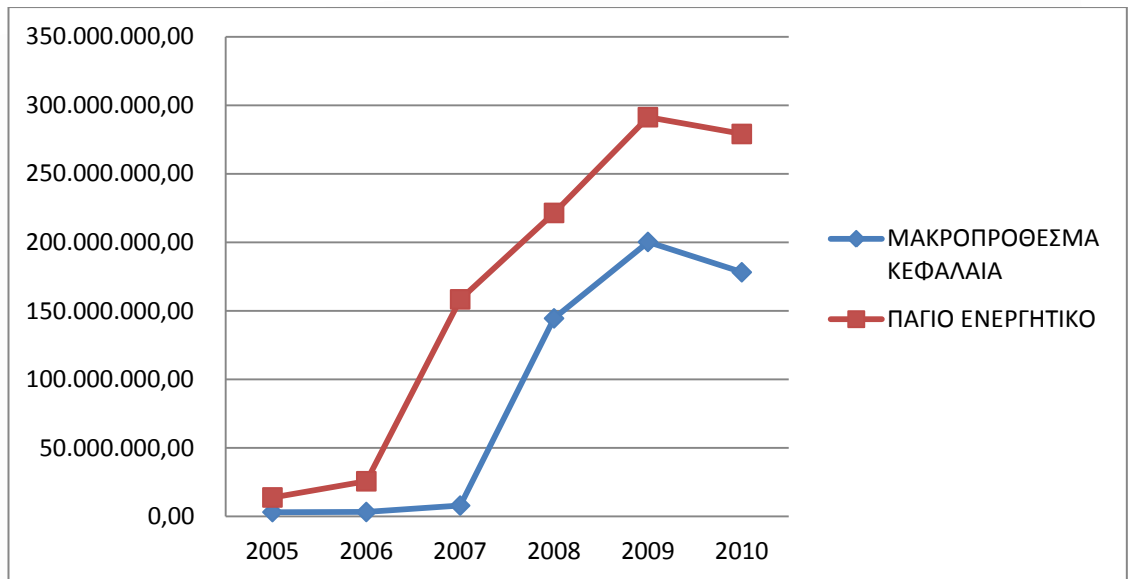
Γράφημα 5.15: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Forthnet

5.6 HELLAS ONLINE (HOL)

Πίνακας 5.6: Εμπειρικά δεδομένα Hellas Online

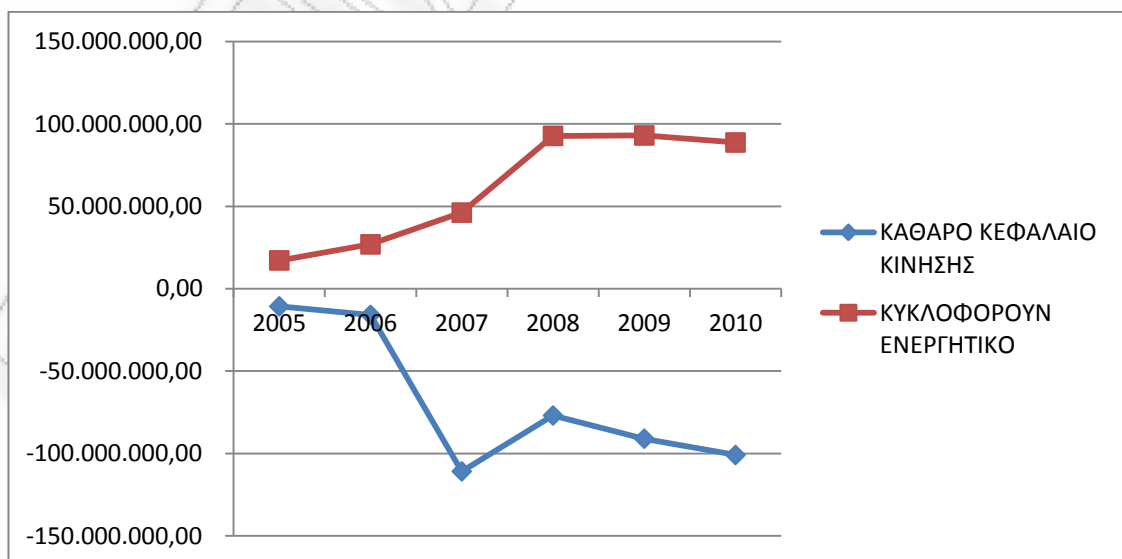
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,23	0,13	0,05	0,65	0,69	0,64
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-0,62	-0,59	-2,40	-0,83	-0,98	-1,14
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-0,11	0,07	0,04	-0,10	0,08	0,01

Όπως γίνεται αντιληπτό από τον παραπάνω πίνακα, τα αποτελέσματα για την Hol είναι κάθε άλλο παρά ικανοποιητικά. Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων μειώθηκε σημαντικά την περίοδο 2005 – 2007, αυξήθηκε την περίοδο 2007 – 2009 και μειώθηκε ξανά τη διετία 2009 – 2010, αλλά καθ' όλη τη διάρκεια των ετών 2005 – 2010 είναι μικρότερος της μονάδας. Το αποτέλεσμα είναι ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δεν χρηματοδοτούνται από τα μακροπρόθεσμα κεφάλαιά της. Ειδικότερα την περίοδο 2007 – 2009 παρατηρείται μία κατακόρυφη άνοδο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων της εταιρείας, γεγονός που οφείλεται στην κατακόρυφη άνοδος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών της, ενώ, αντίθετα, την περίοδο 2009 – 2010 σημειώνεται μια μικρή πτώση στο πάγιο ενεργητικό.



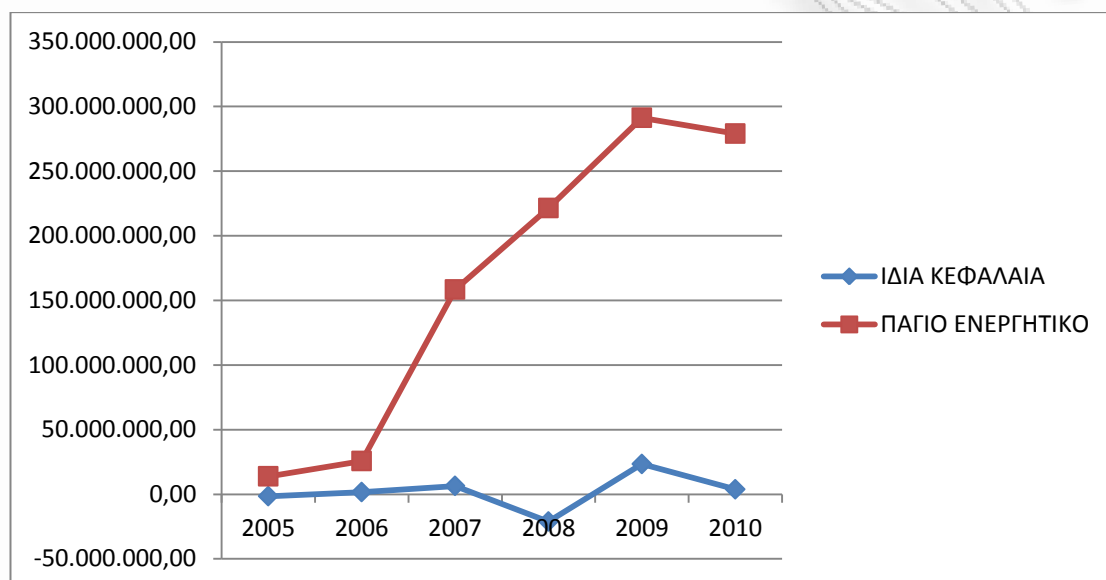
Γράφημα 5.16: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Hellas Online

Ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού παρουσιάζει επίσης αυξομειώσεις, ενώ από το έτος 2008 και έπειτα έχει μία καθοδική πορεία. Το γεγονός ότι για όλη την υπό εξέταση περίοδο ο δείκτης κινήθηκε σε αρνητικά επίπεδα, σημαίνει ότι η εταιρεία δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες.



Γράφημα 5.17: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Hellas Online

Τέλος, η χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των παγίων της εταιρείας είναι ελάχιστη, ενώ τα έτη 2005 και 2008 ήταν και αρνητική, καθώς το πάγιο ενεργητικό της εταιρείας αυξανόταν, ενώ τα ίδια κεφάλαια μειώνονταν.



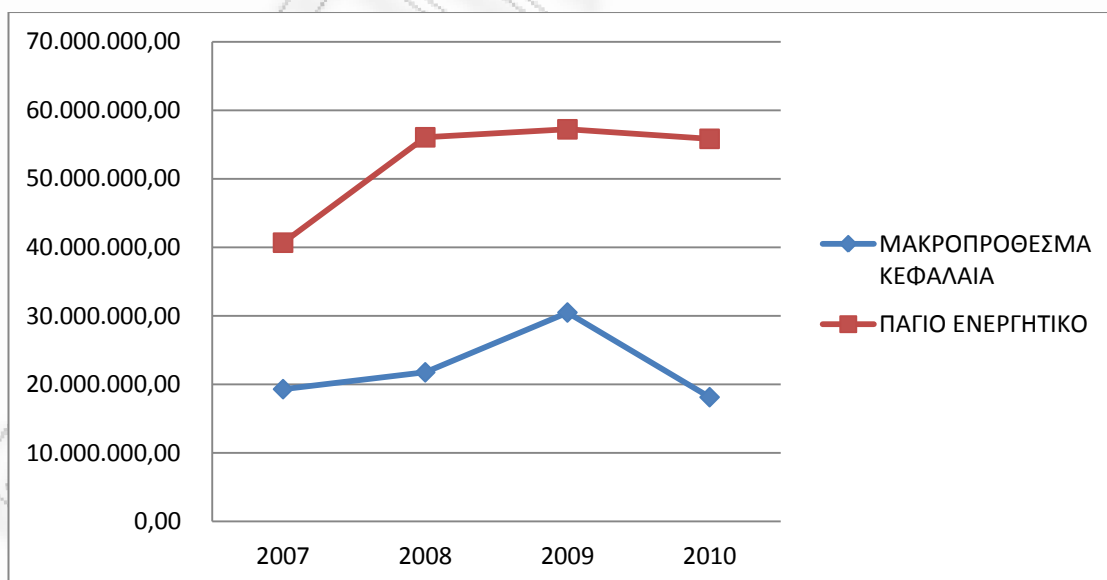
Γράφημα 5.18: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Hellas Online

5.7 ON TELECOMS

Πίνακας 5.7: Εμπειρικά δεδομένα On Telecoms

	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,47	0,39	0,53	0,32
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-1,75	-1,78	-1,56	-1,39
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,48	-0,21	-0,04	-0,27

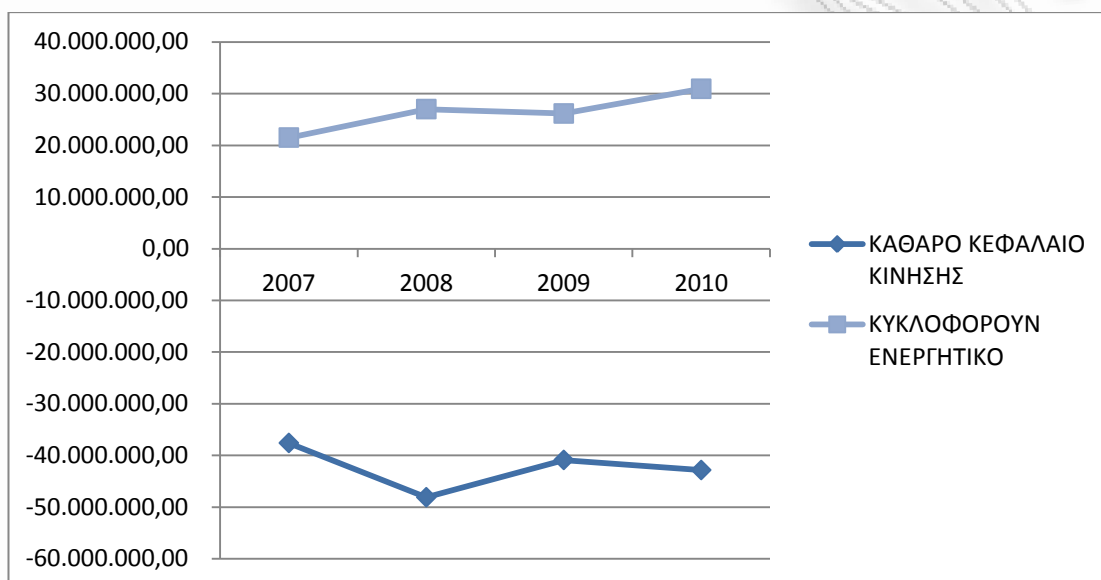
Ο παραπάνω πίνακας απεικονίζει μία όχι και τόσο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση της On Telecoms. Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων μειώθηκε τη διετία 2007 – 2008 αλλά αυξήθηκε το 2009, για να μειωθεί και πάλι το 2010. Σε κάθε περίπτωση, παραμένει αρκετά κάτω από τη μονάδα. Αυτό οφείλεται σε μία πολύ μεγάλη άνοδο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της από μηδενικές που ήταν το 2007 σε 35 εκ. ευρώ το επόμενο έτος.



Γράφημα 5.19: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό On Telecoms

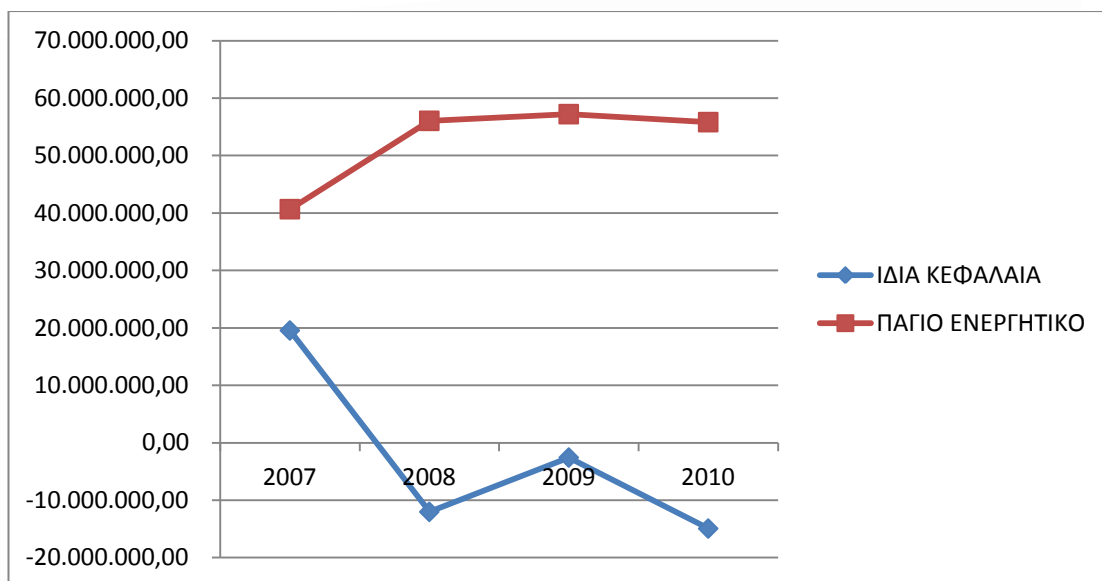
Ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας μειώθηκε οριακά τα έτη 2007 – 2008, ενώ αυξήθηκε τη

διετία 2009 – 2010. Η ικανότητα, όμως, της εταιρείας να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων της δεν είναι καλή, αφού ο συγκεκριμένος δείκτης υπολείπεται του μηδενός κατά πολύ, σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο.



Γράφημα 5.20: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό On Telecoms

Τέλος, η χρηματοδότηση των παγίων της δεν γίνεται από τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, καθώς τα ίδια κεφάλαια άγγιξαν αρνητικά επίπεδα το 2008, σημειώνοντας μία πολύ μεγάλη πτώση από το προηγούμενο έτος, ενώ παρέμειναν σε αρνητικό επίπεδο μέχρι το 2010.



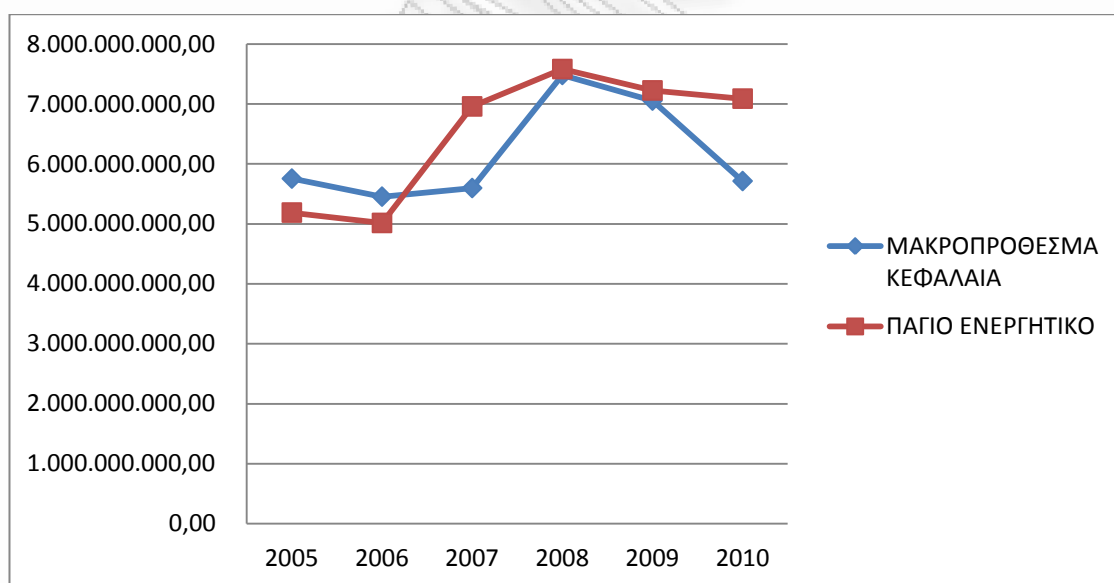
Γράφημα 5.21: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Op Telecoms

5.8 ΟΤΕ

Πίνακας 5.8: Εμπειρικά δεδομένα ΟΤΕ

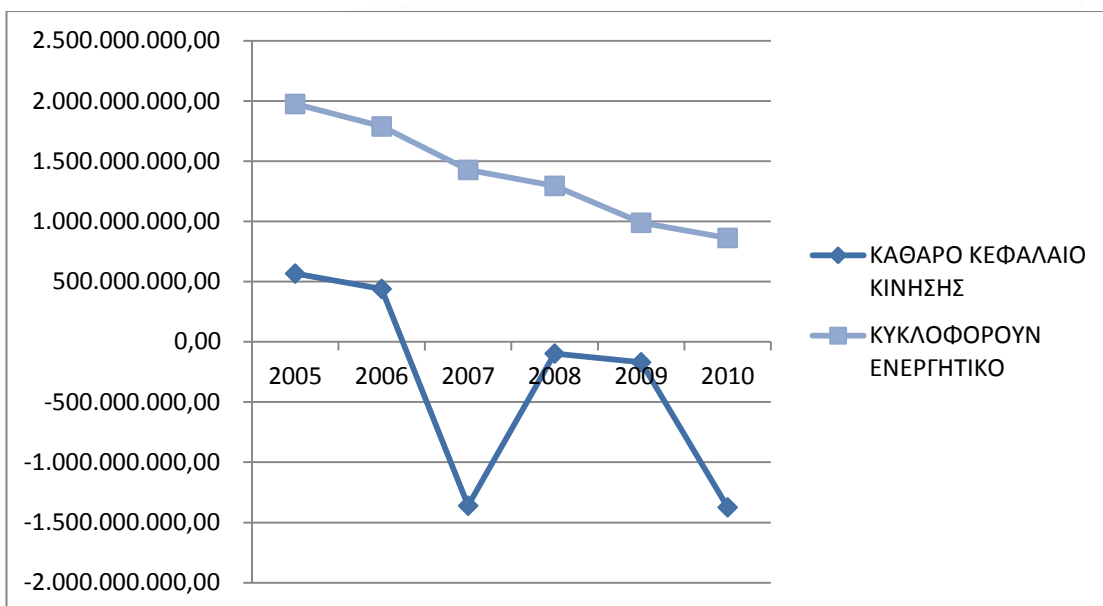
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,11	1,09	0,80	0,99	0,98	0,81
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,29	0,25	-0,95	-0,08	-0,17	-1,59
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,52	0,65	0,51	0,46	0,48	0,48

Από το 2007 και έπειτα η πορεία της εταιρείας ΟΤΕ δεν είναι ικανοποιητική. Ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων μειώνεται συνεχώς από το 2005 μέχρι το 2007, ενώ το 2008 σημειώνει μια άνοδο, για να συνεχίσει την πτώση μέχρι το 2010.



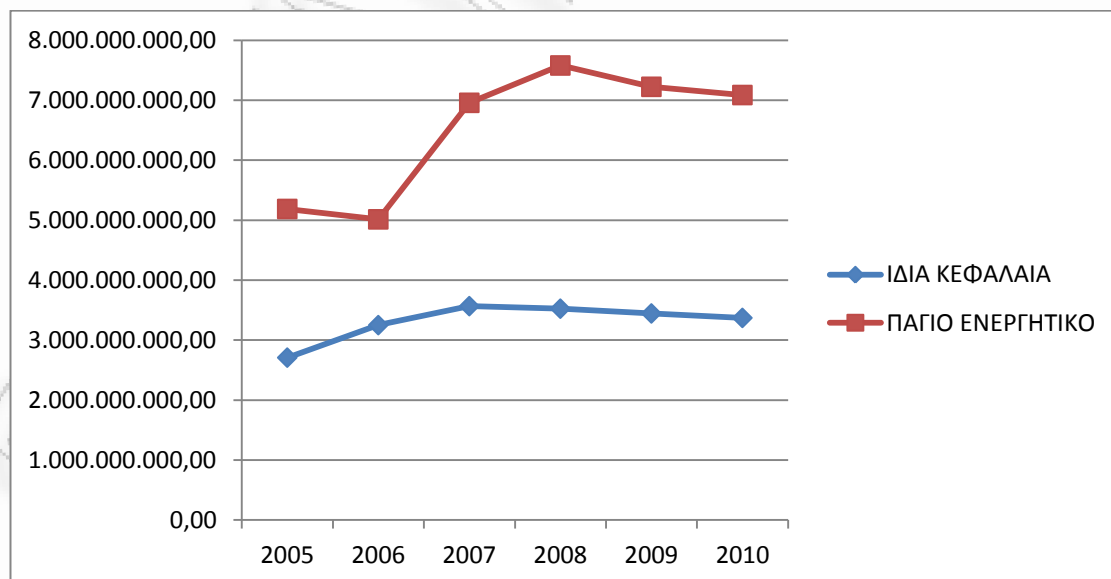
Γράφημα 5.22: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό ΟΤΕ

Ο δείκτης χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια μειώνεται, επίσης, με εξαίρεση το έτος 2008, κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας.



Γράφημα 5.23: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό ΟΤΕ

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της εταιρείας, παρατηρούμε ότι δεν γίνεται τόσο από τα ίδια κεφάλαιά της, αλλά σε μεγάλο ποσοστό από τα ξένα, καθώς από το 2007 και έπειτα τα ίδια κεφάλαια της ΟΤΕ μειώνονται με μικρό αλλά σταθερό ρυθμό.



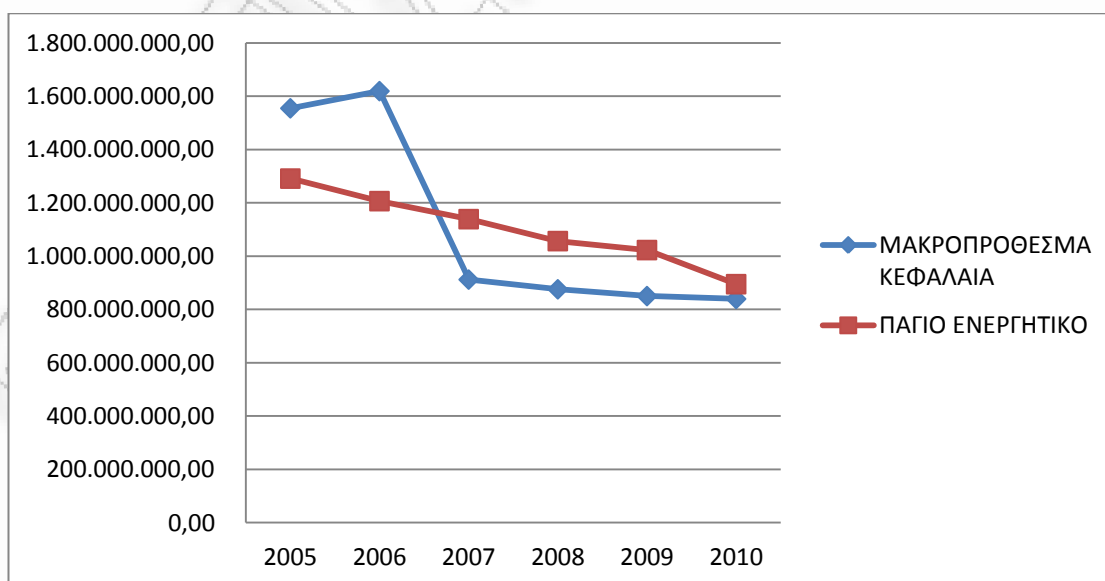
Γράφημα 5.24: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό ΟΤΕ

5.9 VODAFONE

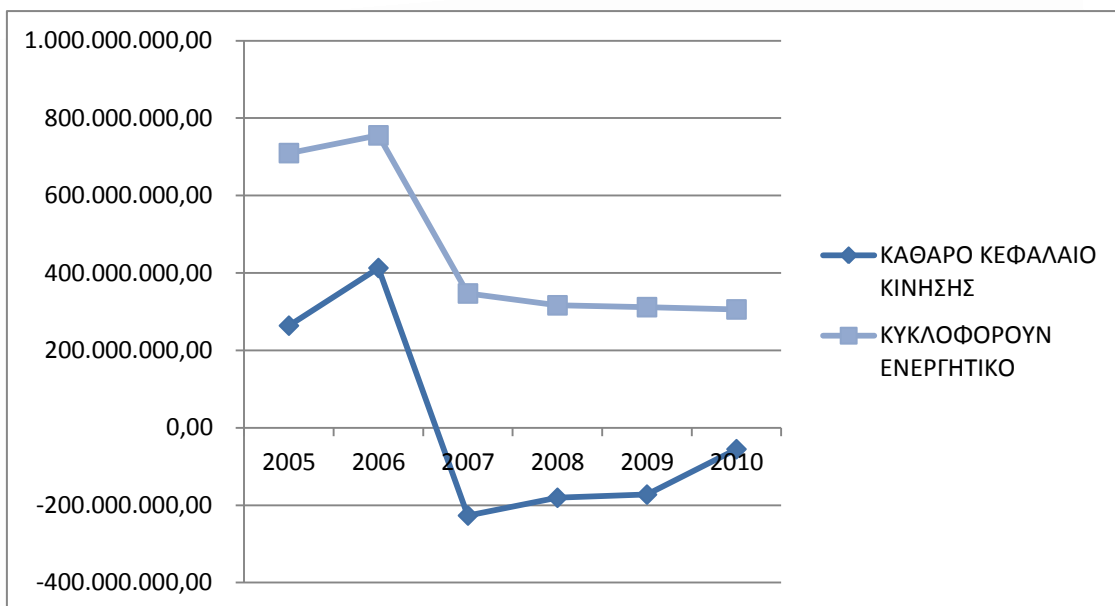
Πίνακας 5.9: Εμπειρικά δεδομένα Vodafone

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,20	1,34	0,80	0,83	0,83	0,94
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,37	0,55	-0,65	-0,57	-0,55	-0,18
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,14	1,29	0,70	0,67	0,74	0,51

Ενώ για τη διετία 2005 – 2006 τα αποτελέσματα της Vodafone ήταν πολύ καλά, από το 2006 παρατηρείται μία πτώση, μέχρι το 2010, όπου σημειώνεται μικρή πρόοδος. Πιο συγκεκριμένα, από το 2006 και μετά ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων και ο αριθμοδείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι μικρότεροι της μονάδας και του μηδενός αντίστοιχα και σχεδόν σταθεροί κατά τη διετία 2008 – 2009. Τα αποτελέσματα αυτά οφείλονται στη μείωση του παγίου ενεργητικού, στην αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, στη μεγάλη μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στη μικρότερη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

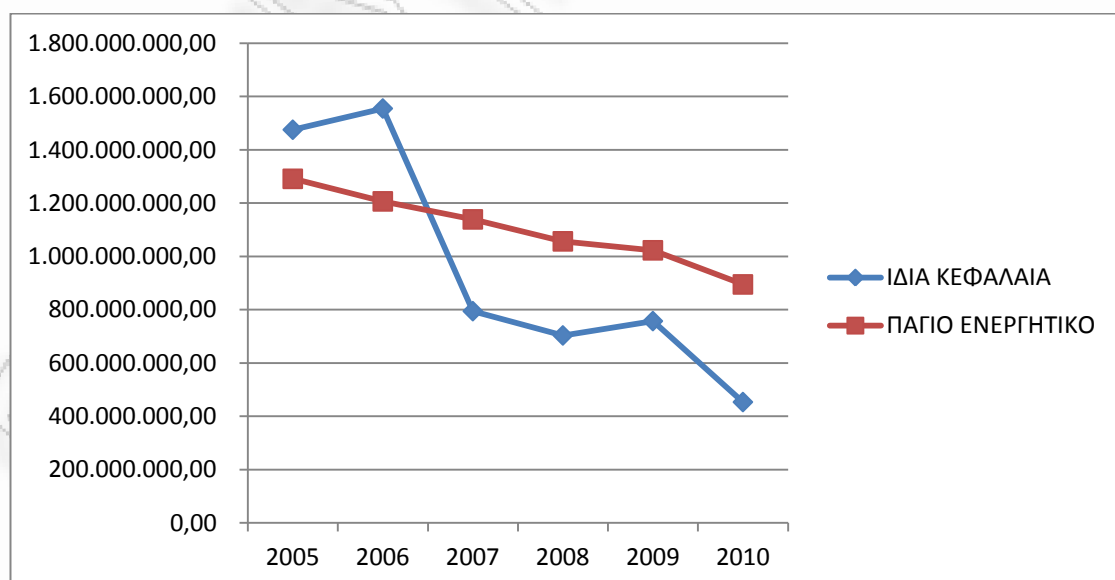


Γράφημα 5.25: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Vodafone



Γράφημα 5.26: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Vodafone

Τέλος, η μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά την περίοδο 2006 – 2008 συντέλεσε σε κάποιο βαθμό στη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της εταιρείας από ξένα κεφάλαια. Ωστόσο παρατηρούμε μία βελτίωση αυτού του δείκτη κατά τα έτη 2008 – 2009, ενώ το 2010 σημειώνεται σημαντική μείωση, λόγω της μεγάλης μείωσης των ιδίων κεφαλαίων.



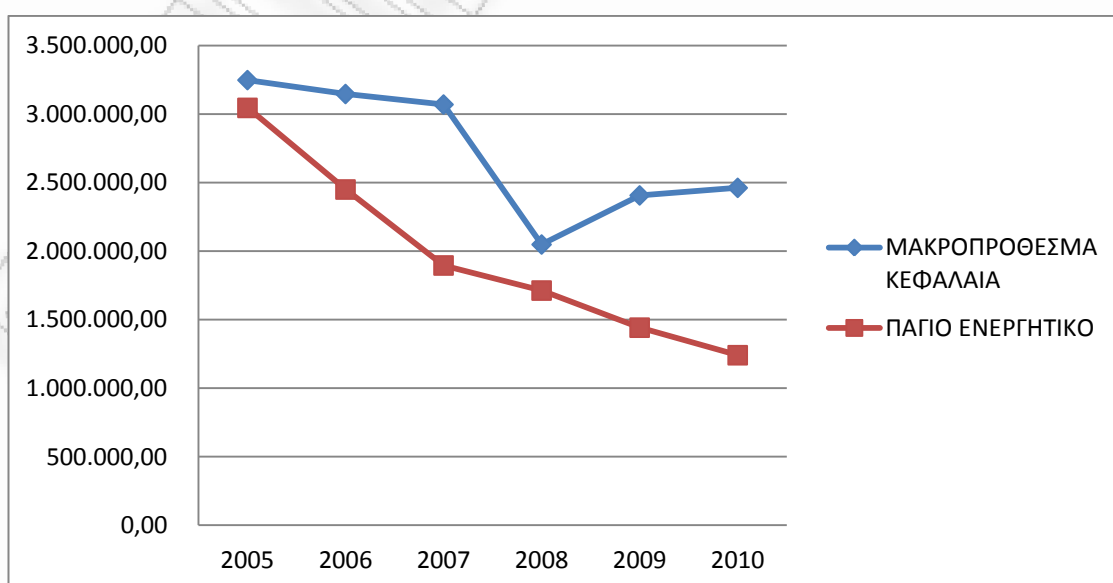
Γράφημα 5.27: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Vodafone

5.10 VOICENET

Πίνακας 5.10: Εμπειρικά δεδομένα Voicenet

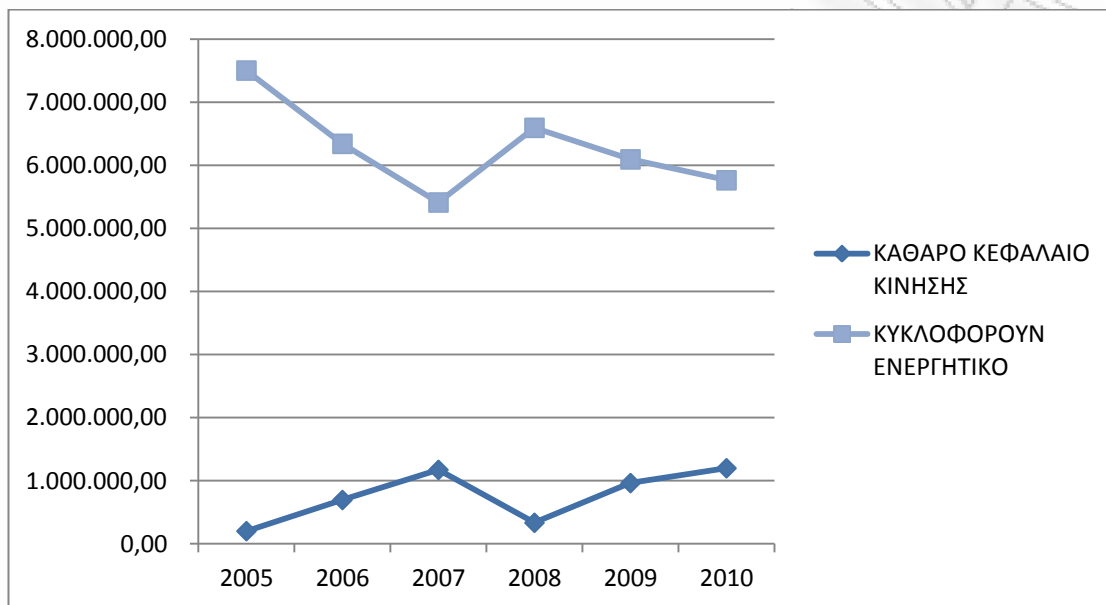
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,07	1,28	1,62	1,20	1,67	1,98
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,03	0,11	0,22	0,05	0,16	0,21
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1,05	1,26	1,58	1,14	1,59	1,89

Τα αποτελέσματα για την εταιρεία VoiceNet είναι σε μεγάλο βαθμό ικανοποιητικά. Ο δείκτης χρηματοδότησης παγίων παρουσιάζει μια αυξητική πορεία από το 2005 έως το 2007. Το 2008 ο δείκτης μειώνεται αρκετά για να συνεχίσει την αυξητική του πορεία μέχρι το 2010. Παρ' όλη τη σημαντική μείωση που σημείωσε ο συγκεκριμένος δείκτης το 2008, παρέμεινε καθόλη την εξεταζόμενη περίοδο μεγαλύτερος της μονάδας, γεγονός που καταδεικνύει ότι η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού της εταιρίας γινόταν μόνο με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Η ικανοποιητική πορεία του συγκεκριμένου δείκτη οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη συνεχή μείωση του παγίου ενεργητικού, όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα.



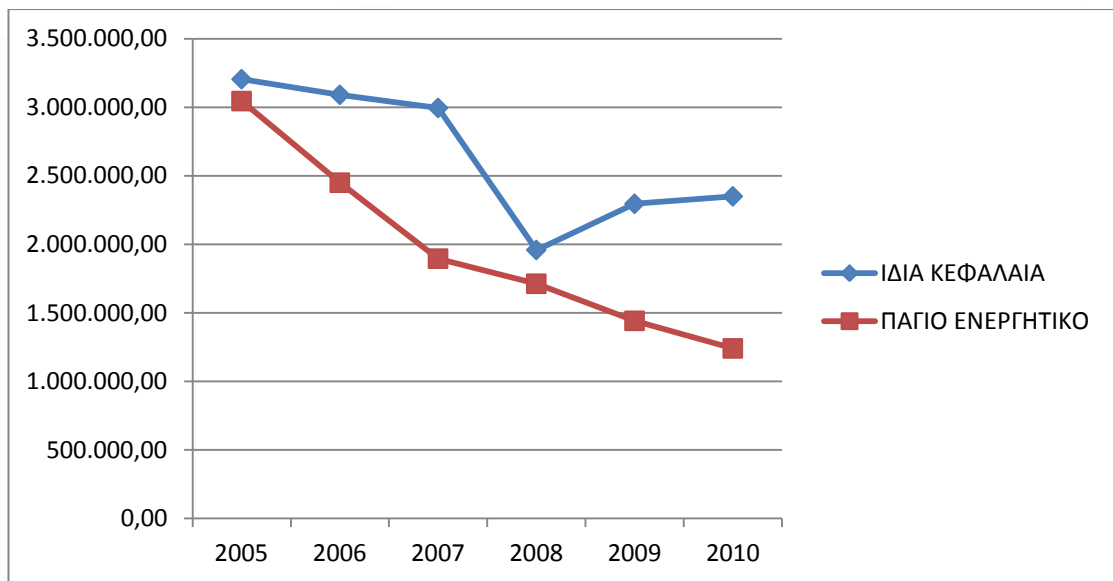
Γράφημα 5.28: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Voicenet

Επίσης, ο δείκτης χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού παρουσιάζει μια αντίστοιχη πορεία με τον δείκτη χρηματοδότησης παγίων, όπου και αυτός παραμένει σε θετικά επίπεδα καθόλη τη περίοδο 2005-2010.



Γράφημα 5.29: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Voicenet

Τέλος, η πορεία του δείκτη ίδια κεφάλαια / πάγιο ενεργητικό αντανακλά την μείωση του παγίου ενεργητικού και την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από το 2008 και έπειτα.



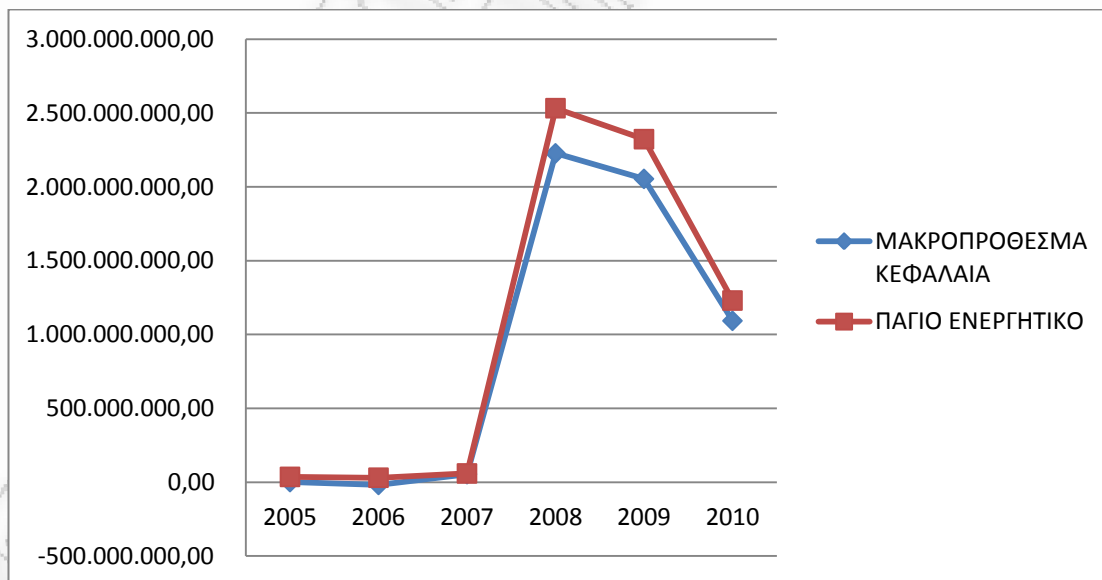
Γράφημα 5.30: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Νοicenet

5.11 WIND

Πίνακας 5.11: Εμπειρικά δεδομένα Wind

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,02	-0,62	0,92	0,88	0,88	0,89
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-0,73	-0,58	-0,05	-0,86	-0,81	-0,51
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ / ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	0,02	-0,62	-0,31	0,05	-0,02	0,36

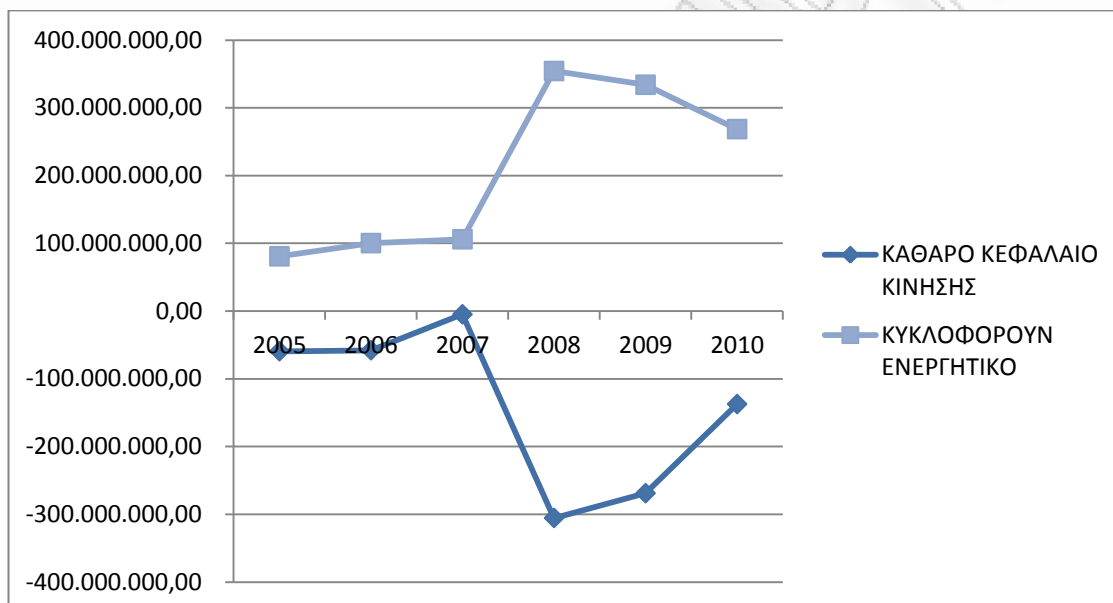
Η Wind παρουσιάζει μία πολύ απογοητευτική πορεία, ιδίως σε σχέση με τις προηγούμενες εταιρείες που παρουσιάστηκαν. Ο δείκτης χρηματοδότησης παγίων μειώθηκε σε σημαντικό βαθμό τη διετία 2005 – 2006, καθώς έφτασε σε αρνητικά επίπεδα. Αν και ο δείκτης αυτός αυξήθηκε το 2007 στη συνέχεια μειώθηκε ξανά, αλλά καθ' όλη την περίοδο 2005 – 2010 παραμένει κάτω από τη μονάδα.



Γράφημα 5.31: Μακροπρόθεσμα κεφάλαια - Πάγιο Ενεργητικό Wind

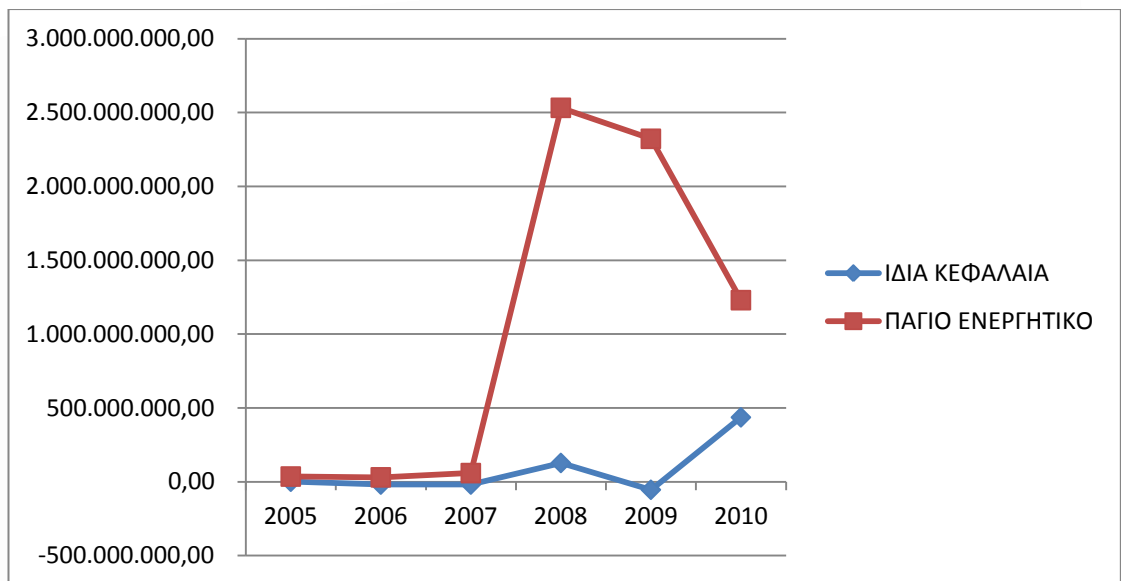
Ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού, ενώ αυξάνεται την τριετία 2005 – 2007 μειώνεται την περίοδο 2008 – 2009, ενώ σημειώνει μια μικρή βελτίωση το 2010. Παραμένει, όμως, αρνητικός σε όλη την εξεταζόμενη

περίοδο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2008 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας αυξήθηκαν σε μεγάλο βαθμό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, μειώνοντας σημαντικά το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, με συνέπεια να μειωθεί η βραχυπρόθεσμη φερεγγυότητα της εταιρίας και η ικανότητά της να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των απαιτητών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.



Γράφημα 5.32: Καθαρό κεφάλαιο κίνησης – Κυκλοφορούν ενεργητικό Wind

Τέλος, τα ίδια κεφάλαια ενώ αυξήθηκαν σημαντικά την περίοδο 2007 – 2008, με αποτέλεσμα ο δείκτης ίδια κεφάλαια / πάγιο ενεργητικό να επανέλθει σε θετικά επίπεδα, από τα αρνητικά που είχε την περίοδο 2006 – 2007, μειώθηκαν ξανά τη διετία 2008 – 2009. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα αφενός ο δείκτης να αγγίξει αρνητικά επίπεδα το 2009 και αφετέρου η χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της Wind να γίνεται κυρίως με ξένα κεφάλαια. Το 2010 παρατηρείται σημαντική βελτίωση του εν λόγω δείκτη, δεδομένης της μεγάλης μείωσης του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας, σε συνδυασμό με σημαντική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων. Παρόλ' αυτά, η τιμή του δείκτη παραμένει μικρότερη της μονάδας.



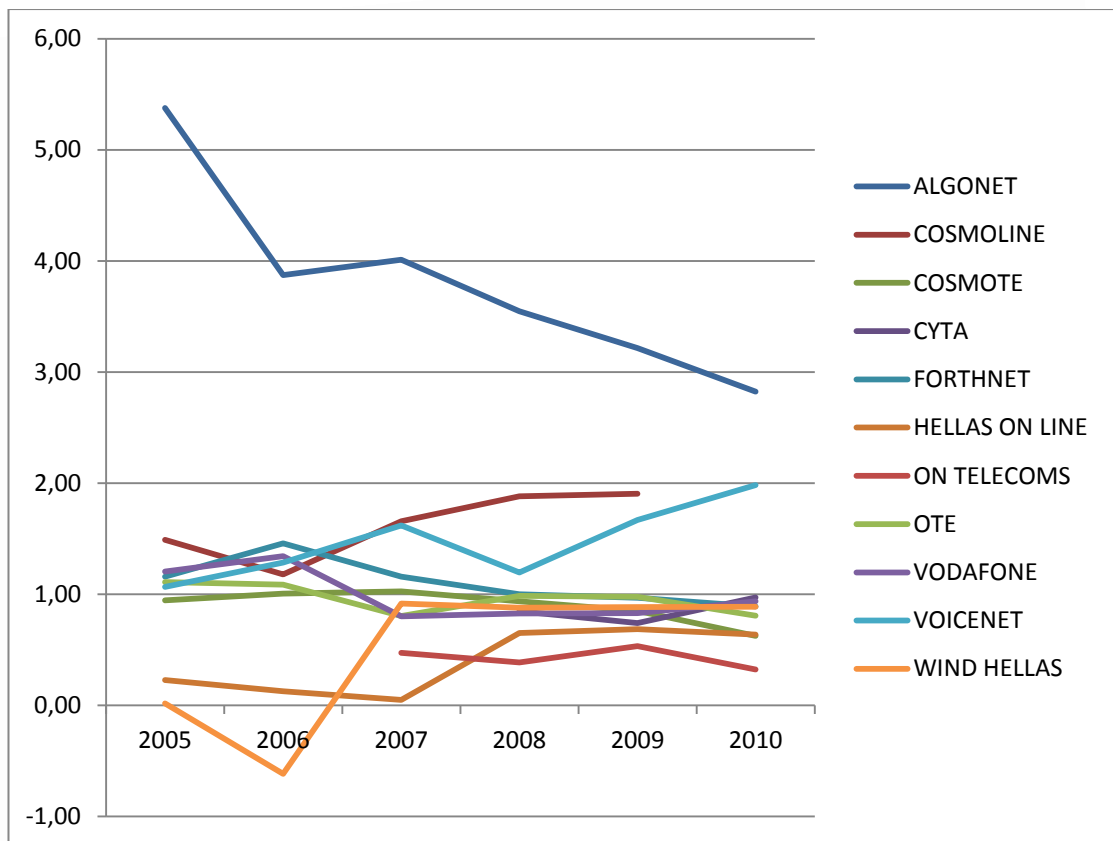
Γράφημα 5.33: Ίδια κεφάλαια - Πάγιο ενεργητικό Wind

6. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΠΙΛΟΓΟΣ

6.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

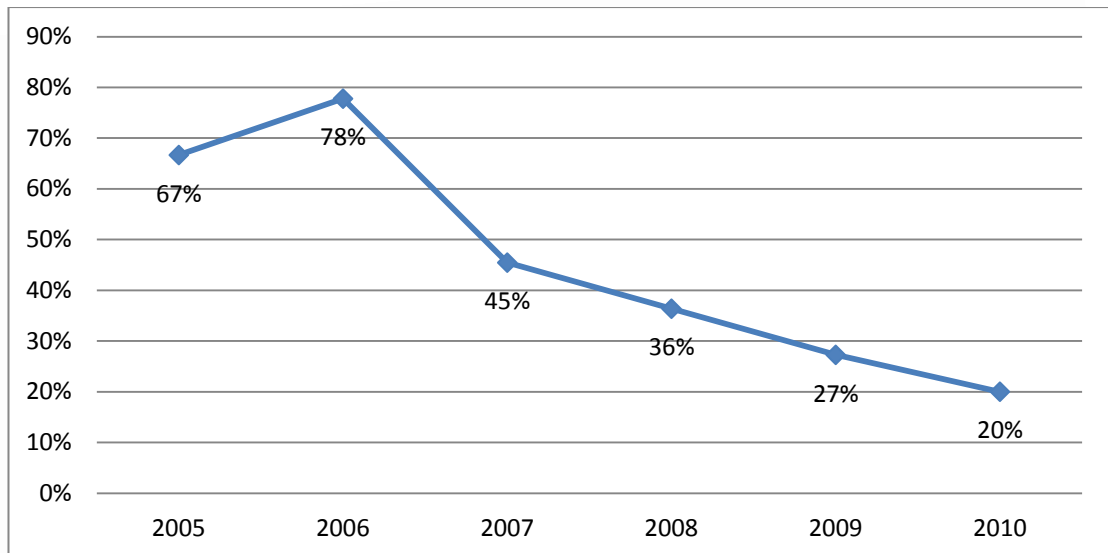
Όσον αφορά το δείκτη χρηματοδότησης παγίων, η Algonet και η VoiceNet εμφανίζουν πολύ καλά αποτελέσματα, κάτι που σημαίνει ότι ο βαθμός στον οποίο τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα κεφάλαια είναι πολύ μεγάλος. Ο δείκτης της Cosmoline κατά τη διάρκεια 2005 – 2007 παρουσίαζε αυξομειώσεις, αλλά από το 2007 και έπειτα έχει μία αυξητική τάση, ενώ στην περίπτωση της Cyta υπήρχαν αυξομειώσεις του δείκτη χρηματοδότησης παγίων την τριετία 2008 – 2010. Μη ικανοποιητικά αποτελέσματα παρουσιάζει η Cosmote, με τον δείκτη χρηματοδότησης παγίων να βρίσκεται κάτω από τη μονάδα από το 2008 και έπειτα, γεγονός που σημαίνει ότι μειώνεται η ικανότητα της εταιρείας να χρηματοδοτήσει τα μακράς διάρκειας πάγια περιουσιακά στοιχεία της από τα μακροπρόθεσμα κεφάλαιά της. Ομοίως, η Forthnet από το 2008 και έπειτα ακολουθεί μία αρνητική πορεία, ενώ κατά την περίοδο 2005 – 2007 είχε καλά αποτελέσματα. Επίσης, οι εταιρείες Ote και Vodafone παρουσιάζουν θετικό δείκτη χρηματοδότησης παγίων τη διετία 2005 – 2006 ενώ από το 2007 και έπειτα ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει αρνητικές τιμές και για τις δύο εταιρίες. Η Hoi και η On Telecoms παρουσιάζουν ακόμη λιγότερο ικανοποιητικά αποτελέσματα όσον αφορά το δείκτη χρηματοδότησης παγίων. Επίσης και η Wind εμφανίζει πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ το 2006 ο δείκτης άγγιξε αρνητικά επίπεδα.

Στο παρακάτω γράφημα φαίνεται συγκεντρωτικά η πορεία του δείκτη χρηματοδότησης παγίων των τηλεπικοινωνιακών παρόχων κατά τη διάρκεια των ετών 2005 – 2010:



Γράφημα 6.1: Δείκτης χρηματοδότησης παγίων ανά πάροχο

Συνοψίζοντας τα παραπάνω αποτελέσματα, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η 1^η αρχή χρηματοδότησης το 2005 εφαρμόζεται στο **67%** των τηλεπικοινωνιακών παρόχων (6 εταιρίες σε σύνολο 9), το 2006 στο **78%** (7 στις 9), το 2007 στο **45%** (5 στις 11), το 2008 στο **36%** (4 στις 12), το 2009 στο **27%** (3 στις 11), ενώ, τέλος, το 2010 το **20%** των παρόχων, ήτοι 2 στις 10 εταιρίες, εφαρμόζουν την 1^η αρχή χρηματοδότησης.

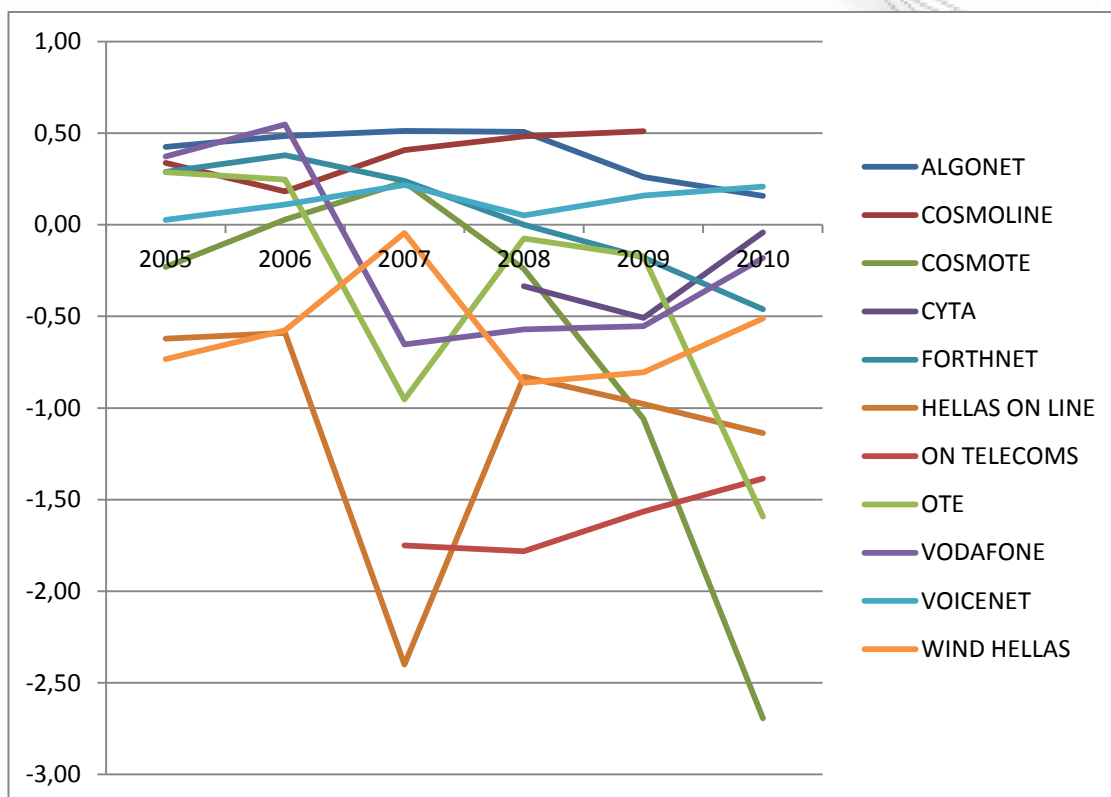


Γράφημα 6.2: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 1η αρχή χρηματοδότησης

Στο παραπάνω γράφημα διακρίνεται εύκολα η συνεχής μείωση του ποσοστού των τηλεπικοινωνιακών παρόχων που εφαρμόζουν την 1^η αρχή χρηματοδότησης, από το 2005 μέχρι το 2010.

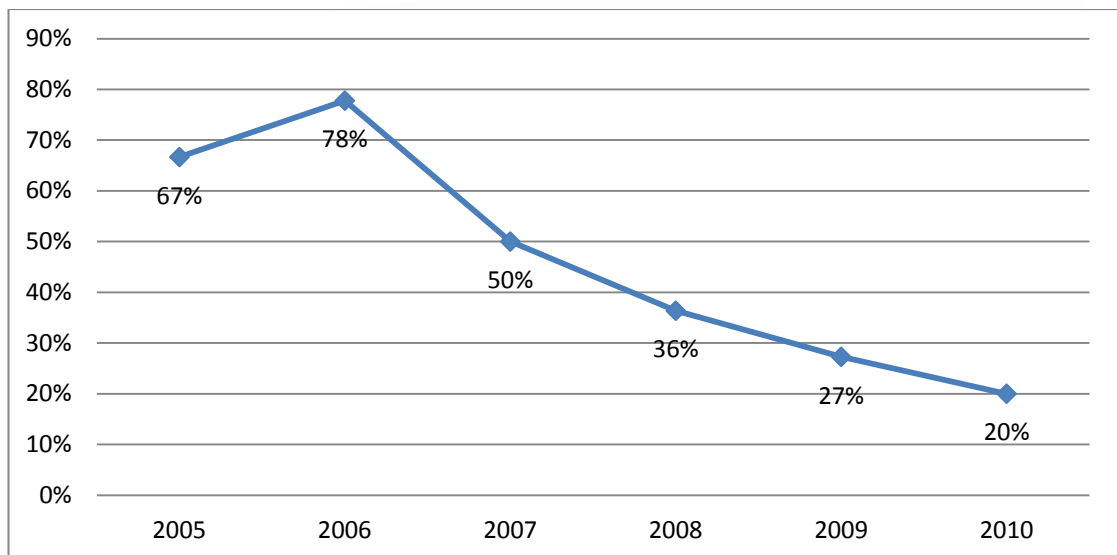
Αναφορικά με τον αριθμοδείκτη χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, τόσο η Algonet όσο και η VoiceNet καθόλη την εξεταζόμενη περίοδο εμφανίζουν πολύ θετικά αποτελέσματα. Η Cosmoline, η οποία είχε επίσης καλά αποτελέσματα, βελτίωσε τον συγκεκριμένο δείκτη αρκετά, από το 2007 και έπειτα. Αντίθετα, ο αντίστοιχος δείκτης για την Cosmote, εκτός από την διετία 2006 – 2007, παραμένει σε αρνητικό επίπεδο. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση της Cyta, η οποία από την ίδρυσή της, το 2008, μέχρι το 2010 φαίνεται ότι δεν χρηματοδοτεί επαρκώς το κυκλοφορούν ενεργητικό της με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Η Forthnet, ενώ από το 2005 μέχρι το 2007 έχει θετικό αριθμοδείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού, εντούτοις το 2008 ο εν λόγω αριθμοδείκτης γίνεται ίσος με το μηδέν και στη συνέχεια, μέχρι και το 2010, λαμβάνει αρνητικές τιμές. Επίσης, η Vodafone και ο Ote παρουσιάζουν αρνητικά αποτελέσματα από το 2007 και έπειτα. Η Hoi μαζί με την On Telecoms και την Wind έχουν τα πιο αρνητικά αποτελέσματα του δείγματος,

καθώς καθόλη την εξεταζόμενη περίοδο, ο αντίστοιχος αριθμοδείκτης παραμένει αρνητικός και για τις τρεις εταιρίες.



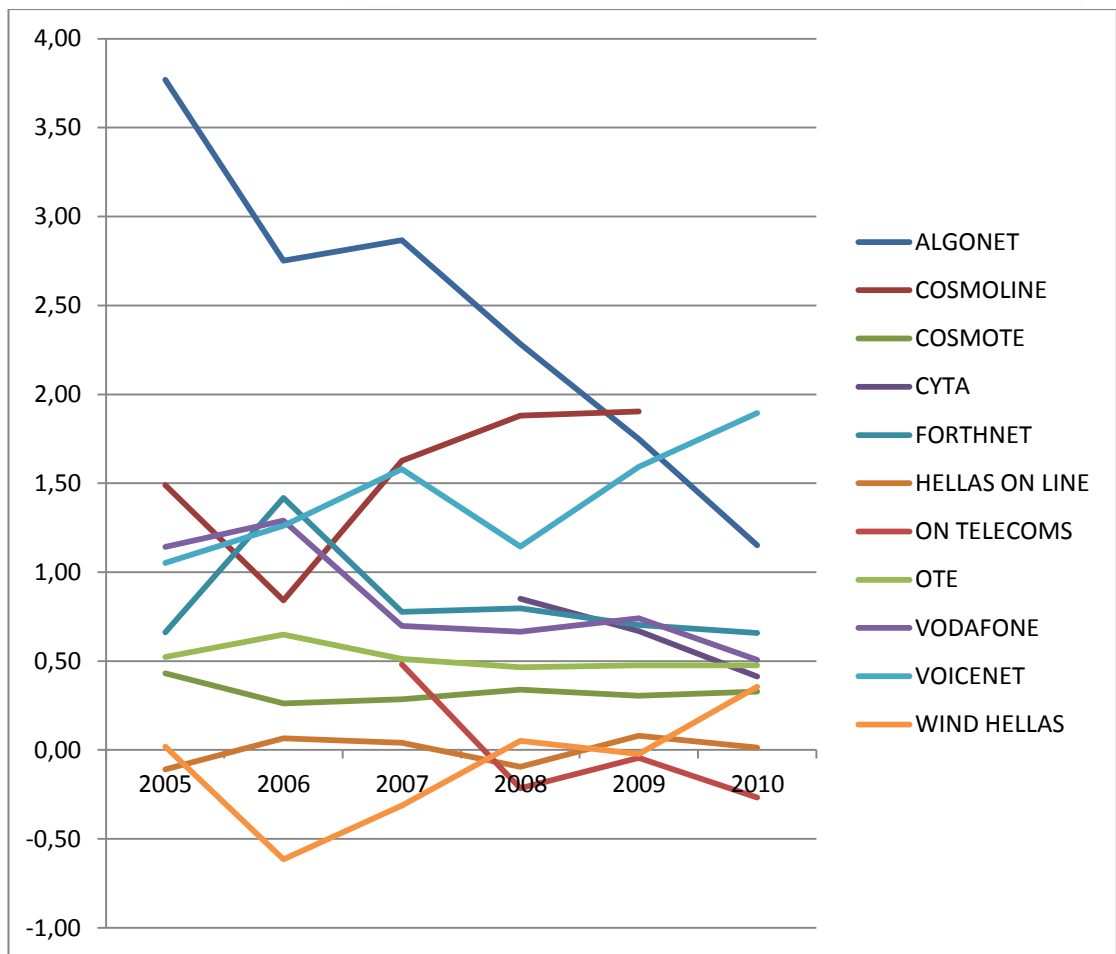
Γράφημα 6.3: Αριθμοδείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας ανά πάροχο

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, το ποσοστό των τηλεπικοινωνιακών παρόχων που εφήρμοζαν την 2^η αρχή χρηματοδότησης ήταν **67%** (6 στους 9) το 2005, **78%** (7 στους 9) το 2006, **50%** (5 στους 10) το 2007, **36%** (4 στους 11) το 2008 **27%** (3 στους 11) το 2009 και τέλος, 20% το 2010. Από τα ποσοστά αυτά, γίνεται αντιληπτό ότι, αντίστοιχα με το ποσοστό των εταιρειών που εφαρμόζουν την 1^η αρχή, έτσι και τα ποσοστά των παρόχων που εφαρμόζουν την 2^η αρχή χρηματοδότησης, εμφανίζουν δραματική μείωση από το 2006 κι έπειτα.



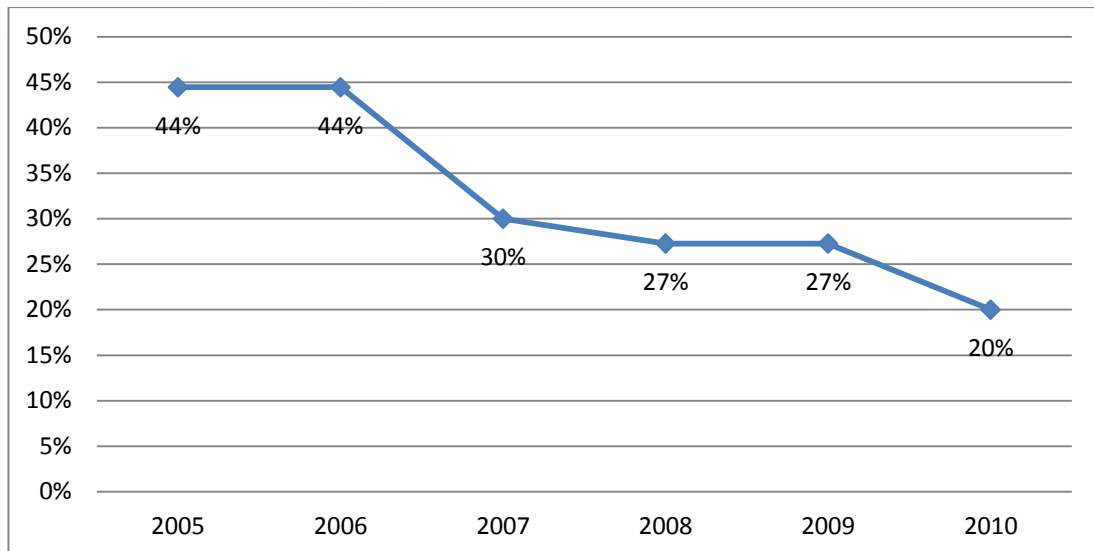
Γράφημα 6.4: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 2η αρχή χρηματοδότησης

Τέλος, με βάση τα αποτελέσματα του δείκτη Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό, η Algonet και η VoiceNet χρησιμοποιούν σε αρκετά μεγάλο ποσοστό ίδια κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις πάγιες επενδύσεις τους και δεν στρέφονται σε τόσο μεγάλο βαθμό στο δανεισμό. Η Cosmoline αρχικά παρουσίαζε αυξομειώσεις, αλλά τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξήθηκαν από το 2007 και έπειτα. Οι εταιρείες που χρηματοδοτούν το πάγιο ενεργητικό τους ως επί το πλείστον από ξένα κεφάλαια και όχι ίδια είναι η Cosmote, η Cyta, ο Ote, η Vodafone και η Forthnet ιδίως από το 2007 και έπειτα. Οι εταιρείες με τη χειρότερη επίδοση είναι η Hoi, η On Telecoms και η Wind Tellas, των οποίων μάλιστα τα ίδια κεφάλαια άγγιξαν αρνητικά επίπεδα.



Γράφημα 6.5: Αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια ανά πάροχο

Τα ποσοστά των εταιρειών που εφαρμόζουν την 3^η αρχή χρηματοδότησης είναι χαμηλότερα από τα αντίστοιχα των άλλων δύο αρχών. Πιο συγκεκριμένα, το 2005 και το 2006, μόνο 4 στους 9 παρόχους (**44%**) εφήρμοσαν την 3^η αρχή χρηματοδότησης. Το 2006, το **30%** εξ αυτών εφήρμοσαν την συγκεκριμένη αρχή, ενώ τα έτη 2008 και 2009 το **27%** (3 στους 11). Τέλος, το 2010, μόνο 2 από τους 10 τηλεπικοινωνιακούς παρόχους (**20%**) χρηματοδότησαν το πάγιο ενεργητικό τους με ίδια κεφάλαια.



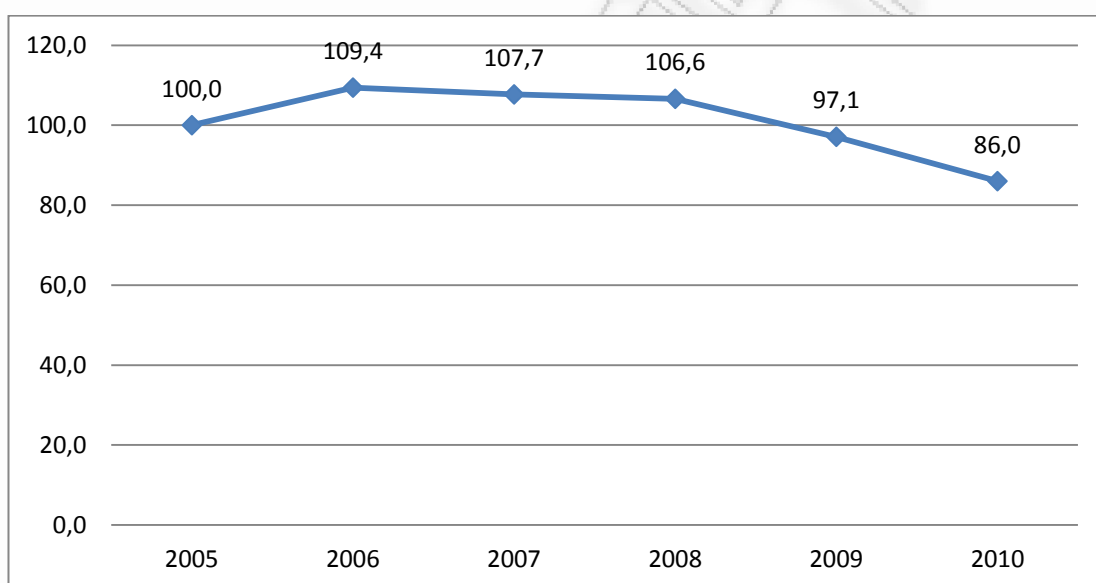
Γράφημα 6.6: Ποσοστό εταιρειών που εφαρμόζουν την 3η αρχή χρηματοδότησης

6.2 ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Η παρούσα εργασία εξέτασε την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών του κλάδου τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα για την περίοδο 2005 – 2010, βάσει των τριών αρχών χρηματοδότησης, ήτοι του δείκτη χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, του δείκτη χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας και του δείκτη χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια. Από την έρευνα προέκυψε ότι οι εταιρείες που παρουσίασαν τα καλύτερα αποτελέσματα για όλη την υπό εξέταση περίοδο είναι οι Algonet και VoiceNet. Αντίθετα, οι εταιρείες με τη χειρότερη επίδοση είναι η Hol, η On Telecoms και η Wind Hellas.

Στο μέλλον, ενδιαφέρον θα είχε η διεξαγωγή μιας έρευνας που θα εξετάζει την αξία των εταιρειών σε σχέση με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση αλλά και την μερισματική τους πολιτική, εστιάζοντας περισσότερο στο θεώρημα Miller – Modigliani. Επίσης, ενδιαφέρον θα είχε να εξεταστεί η διάρθρωση της εξωτερικής χρηματοδότησης των τηλεπικοινωνιακών παρόχων, δηλαδή το αν τα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιούν προέρχονται από άμεσο ή έμμεσο

δανεισμό. Σκοπός αυτής της εργασίας θα ήταν να διαπιστωθεί αν η μορφή της εξωτερικής χρηματοδότησης επηρεάζει τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιρειών. Τέλος, ενδιαφέρουσα θα ήταν η διεξαγωγή μιας μελέτης σχετικά με το βαθμό τον οποίον η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επηρέασε την κεφαλαιακή διάρθρωση των τηλεπικοινωνιακών εταιρειών. Αφορμή για αυτήν την περαιτέρω έρευνα αποτελεί η διαπίστωση ότι ο δείκτης κύκλου εργασιών στις τηλεπικοινωνίες παρουσιάζει την ίδια πορεία με τα ποσοστά των εταιρειών που εφαρμόζουν τις τρεις αρχές χρηματοδότησης.



Γράφημα 6.7: Δείκτης κύκλου εργασιών στις τηλεπικοινωνίες. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός, το οποίο χρήζει περαιτέρω έρευνας, ότι οι τηλεπικοινωνιακοί πάροχοι άρχισαν να παρουσιάζουν αρνητικά αποτελέσματα από το 2007, πριν, δηλαδή, ξεσπάσει η χρηματοπιστωτική κρίση.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Dawson, C. (2002). Practical research methods. Cromwell Press, σελ. 40.
- Milken, M. (2009). Why Capital Structure Matters. The Wall Street Journal (<http://online.wsj.com/article/SB124027187331937083.html>)
- Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S., Higgins, R.C. (1998). Best practices in estimating cost of capital: Survey and Synthesis. Financial Management, 27, σελ. 13 – 28.
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), σελ. 261 – 297
- Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ. 30.
- Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ.30 - 59.
- Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, σελ. 112 – 118.
- Παπαγιαννάκης, Λ. (2004). Μικρό οικονομικό λεξικό. Ενότητα IV. Προσομοίωση επενδυτικών & επιχειρηματικών αποφάσεων. Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, σελ. 5, 9 .
- Κίτσος, Γ. (2011). Αριθμοδείκτες, Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Αξιολόγηση Ισολογισμών Επιχειρήσεων.

Διαδίκτυο:

- <http://www.algonet.gr/w10/site.php?content=2>
- <http://www.algonet.gr/w10/site.php?content=68&aid=5>
- <http://www.kerdos.gr/default.aspx?id=1699858&nt=103>
- http://www.eett.gr/opencms/opencms/admin/News/news_1245.html

- http://www.cosmoline.com/index.php?option=com_content&view=article&id=63&Itemid=119&lang=el
- <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/122/articles/633465/Article.aspx>
- http://www.cosmote.gr/cosmoportal/page/T37/xml/Company__articleadvanced__articleadvancedEtairikoProfil/section/Group_COSMOTE
- http://www.cosmote.gr/cosmoportal/page/T37/xml/Company__articleadvanced__articleadvancedXronologio/section/Group_COSMOTE
- http://www.cyta.gr/~media/Files/CYTA/PDF/about_us/cyta_company_profile.ashx
- <http://www.cyta.com.cy/Default.aspx?ID=269>
- <http://www.cyta.com.cy/Default.aspx?ID=271>
- <http://www.3comma14.gr/pi/?survey=12372>
- http://www.forthnetgroup.gr/Article.aspx?a_id=442
- http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_100015_15/04/2008_266428
- http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_2_15/04/2008_266459
- <http://www.capital.gr/news.asp?id=889927>
- <http://www.capital.gr/xa/insiders.asp?s=%D6%CF%D1%C8>
- <http://www.hol.gr/GR/company/investor/profile/Pages/default.aspx>
- <http://www.capital.gr/xa/insiders.asp?s=%C7%CF%CB>
- <http://www.on.gr/el/whyon/corporate.html>
- <http://www.capital.gr/news.asp?id=812517>
- <http://www.on.gr/opencms/el/press/index.html?year=2006>
- <http://www.ote.gr/portal/page/portal/OTEGR/TheCompany/OTEToday/HistoryAtAGlance>
- <http://www.ote.gr/portal/page/portal/InvestorRelation/TheShare/ShareholderStructure>
- <http://www.vodafone.gr/portal/client/cms/viewCmsPage.action?pageId=1580>

- <http://www.voice-net.gr/company.htm>
- http://www.voice-net.gr/Isologismos_2010.pdf
- <http://www.wind.com.gr/gr/wind/gia-tin-etaireia/etairiko-profil/>
- <http://www.apax.com/news/news-listing/2007/february/funds-advised-by-apax-partners-and-tpg-announce-the-sale-of-tim-hellas-to-weather-investments.aspx>
- <http://www.telegeography.com/products/commsupdate/articles/2010/12/17/wind-hellas-takeover-completed-new-board-appointed/>