

Γράφουν για την «Κ»

■ Ο υφυπουργός Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων κ. Αλ. Κοντός για τη νέα τροχιά ανάπτυξης στην οποία βρίσκεται η γεωργία και κτηνοτροφία τα δύο τελευταία χρόνια. (Σελ. 8)

■ Επίσης ο κ. Γκίκας Α. Χαρδούβελης καθηγητής στο τμήμα Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και οικονομικός σύμβουλος της ομίλου της Eurobank EFG αναλύει τις εισαγωγές εταιρειών υπό δημόσιο έλεγχο στο Χ.Α. (Σελ. 9)

Εισαγωγές εταιρειών υπό δημόσιο έλεγχο στο Χ.Α.

ΕΠΑΝΑΣΤΑΤΙΚΗ πρωτοβουλία της Θάτσερ μετατράπηκε σε αποδεκτή πρακτική

Του ΓΚΙΚΑ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗ*

Τα τελευταία 25 χρόνια οι ιδιωτικοποιήσεις εταιρειών υπό δημόσιο έλεγχο μετατράπηκαν από μια αρχικά επαναστατική πρωτοβουλία της κυβέρνησης Θάτσερ, στη Μεγάλη Βρετανία, σε μια πρακτική που αποδέχονται και ακολουθούν κυβερνήσεις όλων των πολιτικών αποχρώσεων. Η λογική των ιδιωτικοποιήσεων βασίζεται στην ποιοποίηση ή στη μετατροπή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των δημόσιων εταιρειών θα επιφέρει μεγαλύτερη οικονομική αποτελεσματικότητα και κερδοφορία στις εν λόγω εταιρείες, περισσότερες επενδύσεις, καλύτερη ποιότητα προϊόντων, βελτίωση των αποδόχων των εργαζομένων, μεγαλύτερη επιλογή στους καταναλωτές, μείωση του δημόσιου χρέους, ενδυνάμωση της χρηματοοικονομικής αγοράς, περισσότερο ανταγωνισμό ανάμεσα στις ιδιωτικές επιχειρήσεις και, γενικότερα, υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στις χώρες που ακολουθούν μια τέτοια διαδικασία με συνέπεια και συγκεκριμένη μακροπρόθεσμα στρατηγική. Η πράξη απέδειξε ότι το αποτέλεσμα των ιδιωτικοποιήσεων έχει μεγάλη διακρίση και δεν ήταν πάντα το επιθυμητό, αφού ήδη υπάρχουν πολλά αντιπαράδειγμα, ιδιαίτερα σε κλάδους παροχής υπηρεσιών κοινής ωφελείας, όπου οι ιδιωτικοποιήσεις χει-

ροτέρησαν την εξυπηρέτηση του πολίτη και επιβάρυναν το κόστος παροχής υπηρεσιών. Όμως, πλείαδα μελετών δείχνει ότι το ισοζύγιο του αποτελέσματος των ιδιωτικοποιήσεων είναι θετικό.

Παρελθόν και μέλλον

Στη χώρα μας, οι ιδιωτικοποιήσεις πήραν κυρίως τη μορφή των μετοχοποιήσεων, με ελαχίστες εξαιρέσεις, όπως αυτή της Ιονικής Τράπεζας που εξαγοράστηκε έπειτα από διαγωνισμό από την Αλφα Πίστεως. Οι μετοχοποιήσεις του παρελθόντος επικρίθηκαν ως ένδειξη διαταγμού για τολμηρές ιδιωτικοποιήσεις και διαρθρωτικές αλλαγές. Όμως, οι μετοχοποιήσεις συνέβαλαν στην άνθηση του χρηματιστηρίου, αφού οι μετοχές τους αντιπροσωπεύουν μεγάλο ποσοστό της σημερινής κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου και του όγκου συναλλαγών (πίνακας 1). Αντίθετα, σε χώρες όπως η Βουλγαρία και η Ρουμανία, όπου οι δημόσιες επιχειρήσεις πουλήθηκαν απευθείας σε ξένους ομίλους, το εγχώριο χρηματιστήριο έχει μικρή πιθανότητα να μεγαλώσει.

Οι μετοχοποιήσεις συμβάλουν στη σταδιακή προσαρμογή των επιχειρήσεων αυτών στις απαιτήσεις της ιδιωτικής οικονομίας, χωρίς τις απότομες τριβές και την προσωρινή αύξηση της απνεργίας, που οι απευθείας πωλήσεις δημοσίων εταιρειών συχνά επιφέρουν. Την θέση αυτή φαίνεται να συμ-

μερίζεται πλέον και η σημερινή κυβέρνηση, αφού το 2004 και το 2005 δεν έγινε καμία απευθείας πώληση δημόσιων εταιρειών σε ιδιώτες (μόλις δεν έγιναν ούτε νέες εισαγωγές στο Χ.Α.), ενώ στο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων για το 2006 περιλαμβάνονται μόνο πωλήσεις υποκαρμών μετοχών που κατέχει το Δημόσιο στον τραπεζικό τομέα (πίνακας 2), καθώς και η εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χ.Α. Η διστακτικότητα μελλοντικών εισαγωγών στο Χ.Α. φαίνεται και στον πίνακα 3, στον οποίο παρουσιάζεται το μετοχολόγιο του ελληνικού Δημοσίου σε μη εισαγμένες στο Χ.Α. εταιρείες. Οι εταιρείες αυτές δεν έχουν το μέγεθος του ΟΠΑΠ ή του ΟΤΕ, αλλά ορισμένες μπορούν δυνητικά να γίνουν οι αιχμη του δόρατος για περισσότερες επενδύσεις στην οικονομία και για περαιτέρω ενδυνάμωση του χρηματιστηρίου.

Θετική η πορεία

Μετά μια διετία παύσης νέων εισαγωγών, υπάρχει έκδηλη η επιθυμία για νέες μετοχοποιήσεις. Όμως, μέχρι σήμερα δεν έχει γίνει καμία μελέτη που να διερευνά την αποτελεσματικότητα των προηγούμενων μετοχοποιήσεων στην Ελλάδα, ώστε να τεκμηριωθεί η πιθανή ευεργετική επίδραση των μετοχοποιήσεων στην οικονομία. Κι όμως, τα ερωτήματα είναι σημαντικά: Εφάρταν οι μετοχοποιήσεις της περιόδου

1996-2003 τα αναμενόμενα αποτελέσματα στην οργάνωση και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών, στην παροχή ποιοτικών υπηρεσιών, την απασχόληση, τον ανταγωνισμό και τις τιμές; Η μόλις οι μετοχοποιήσεις πραγματοποιήθηκαν μόνο για εισπρακτικούς λόγους, χωρίς να έχουν θετικό οικονομικό αποτέλεσμα για το κοινωνικό σύνολο; Μια τέτοια μελέτη δεν είναι απλή, αλλά είναι επιτακτική. Στη Eurobank, έχει ξεκινήσει μια τέτοια προσπάθεια και σήμερα σας παρουσιάζω τα πρώτα αποτελέσματα, που πηγάζουν κυρίως από την ανάλυση της αναλύτριας Έλενας Σιμτζή.

Η ανάλυση επικεντρώνεται στο πώς η χρηματιστηριακή αγορά αποτιμή τις δημόσιες επιχειρήσεις μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α. Η αποτίμηση στο χρηματιστήριο έχει το πρακτικό πλεονέκτημα ότι παρακάμπτει τη δυσκολία ανεύρεσης λογιστικών και άλλων στοιχείων σε τακτή χρονική βάση, που να περιγράφουν με τρόπο διαφανή και αντικειμενικό την οικονομική πορεία των εταιρειών αυτών. Εκεί, επίσης, το πλεονέκτημα ότι αποτιμώνται τις προβλέψεις των επενδυτών για τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων σε βάθος χρόνου, όχι μόνο το πώς πήγε η επιχείρηση στο παρελθόν. Επειλέον, για να μην επηρεαστεί η ανάλυση της πορείας των μετοχών αυτών από τη συνολική πορεία του χρηματιστηρίου, παρουσιάζεται όχι μόνο η απλή πορεία της μετοχής, αλλά και η σχετική πορεία της σε σύγκριση με τον δείκτη του χρηματιστηρίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Εισαγωγή εταιρειών υπό δημόσιο έλεγχο στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Εταιρεία	Ημερομηνία εισαγωγής	Αντιληθέντα κεφάλαια (εκατ ευρώ)	Απόδοση 3 ημερών	Υπεραπόδοση 3 ημερών	Σωρευτική απόδοση διετίας*	Σωρευτική υπερ-Απόδοση διετίας*
ΟΤΕ	19/4/1996	375	7,1	8,9	114,2	-10,9
ΕΛΠΕ	30/6/1998	292	36,8	31,8	91,7	33,4
ΚΑΕ	30/3/1998	72	-0,3	3,3	192,1	89,6
Αγροτική Ασφαλιστική	25/2/1999	27	82,9	79,1	22,5	38,8
ΕΤΒΑ**	12/1/2000	384	32,9	32,9	-55,6	9,7
ΕΥΔΑΠ	28/1/2000	229	-5,2	-9,3	8,8	66,7
Αγροτική Ζωής ***	12/4/2000	58	14,8	23,8	-25,6	36,8
Αστήρ Παλλάς	24/7/2000	62	2,1	4,6	-16,0	35,9
Cosmote	12/10/2000	458	-3,1	-0,8	1,0	65,7
Αγροτική Τράπεζα	19/1/2001	329	-2,2	1,5	-36,5	15,6
ΟΠΑΠ	25/4/2001	94	-2,2	-3,2	62,4	95,9
ΟΛΘ	27/8/2001	17	5,9	4,8	33,8	54,3
ΕΥΑΘ	21/9/2001	13	2,0	0,6	53,9	51,1
ΔΕΗ	12/12/2001	445	-7,1	-4,3	18,1	51,5
ΟΛΠ	8/8/2003	56	37,0	36,9	40,9	-1,9

* Εξαιρούνται οι 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης
** Παύση διαπραγμάτευσης της μετοχής στις 17/12/03 λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση της από την Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.
*** Παύση διαπραγμάτευσης της μετοχής στις 2/1/2003 λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση της από την Αγροτική Ασφαλιστική

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Μετοχολόγιο ελληνικού Δημοσίου σε εισαγμένες στο Χ.Α.

Εταιρεία	Συνολικός αριθμός μετοχών	Αριθμός μετοχών κυριότητας Ε.Δ.	Ποσοστό ΕΔ επί του Μ.Κ. (%)
ΑΤΕ	905.444.444	745.682.961	82,36
ΔΕΗ	232.000.000	118.605.101	51,12
ΕΛΛΗΝ. ΠΕΤΡΕΛΙΑ	305.513.425	83.931.553	27,47
ΕΥΑΘ	18.150.000	13.434.000	74,02
ΕΥΔΑΠ	106.500.000	65.000.000	61,03
ΟΛΘ	10.080.000	7.486.194	74,27
ΟΠΑΠ	25.000.000	18.534.440	74,14
ΟΠΑΠ	319.000.000	109.650.184	34,37
ΟΤΕ	490.582.879	174.796.804	35,63

Πηγή: Πίνακας 4.12 Εισηγητικές έκθεσης για τον Προϋπολογισμό 2006

χει μια πιθανή αρχική υποτιμολόγηση κατά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Η υποτιμολόγηση αυτή είναι επαρκής σε όλες σχεδόν τις εισαγωγές στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Η εμπειρία της αρχικής υποτιμολόγησης στις υποπεριόδους 1996-1999, 2000-2003 και 2004-2005 αποτυπώνεται στο διάγραμμα 1. Είναι πιο αισθητή στις ιδιωτικές από τις δημόσιες εταιρείες.

Η χρηματιστηριακή εμπειρία των μετοχοποιήσεων της περιόδου 1996-2003 είναι ξεκάθαρα θετική, αφού δύο χρόνια μετά τη μετοχοποίηση οι εταιρείες αυτές -με εξαίρεση τον ΟΤΕ και τον ΟΛΠ- έ-

θετικές. Μια λεπτομερέστερη περιγραφή των μέσων υπερ-αποδόσεων ανά μήνα μετά την αρχική εισαγωγή περιγράφεται στα διαγράμματα 2 και 3, τα οποία αναφέρονται στις υποπεριόδους 1996-1999 και 2000-2003. Στα διαγράμματα αυτά περιγράφεται και η αντίστοιχη πορεία των εισαγωγών δείγματος ιδιωτικών εταιρειών στο Χ.Α., με μέγεθος ανάλογο του μεγέθους των δημοσίων εταιρειών ώστε να γίνεται μια σωστή σύγκριση.

Ιδιαίτερη ενδιαφέρουσα έχει η πορεία των εισαγωγών κατά την πρωτική περίοδο 2000-2003. Οι μέσες υπερ-αποδόσεις των δημο-

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Χρηματιστηριακή αξία των κρατικών επιχειρήσεων

Εταιρεία	Κατάταξη με βάση τη Χρηματιστηριακή Αξία 14/03/2006	Χρηματιστηριακή Αξία (% Συνόλου) 14/03/2006	Αξία Συνολικών (λογιστική Αξία) 14/03/2006
ΟΠΑΠ	2	7,46	5,83
ΟΤΕ	4	6,43	3,25
COSMOTE	6	4,61	1,86
Αγροτική Τράπεζα	9	3,77	2,34
ΔΕΗ	10	3,21	2,64
ΕΛΠΕ	13	2,48	12,11
ΚΑΕ	27	0,61	0,37
ΕΥΔΑΠ	28	0,60	0,22
ΟΛΠ	41	0,35	0,01
Αστήρ Παλλάς	55	0,22	0,06
Αγροτ. Ασφαλιστική	88	0,098	0,01
ΟΛΘ	89	0,096	0,04
ΕΥΑΘ	111	0,065	0,006
Σύνολο		30,00	28,75

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

τερα μεγάλες και οφειλονται στο γεγονός ότι οι απόλυτες τιμές τους δεν έπεσαν, παρά την καθολική πτώση. Αυτό φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα 4, στο οποίο περιγράφονται οι απλές αποδόσεις. Οι εισαγωγές δημοσίων εταιρειών παρείχαν προστασία στους επενδυτές που επέλεξαν να τοποθετήσουν εκεί τις αποταμιεύσεις τους.

Συμπεραίνεται ότι η εμπειρία από τις εισαγωγές

στο Χ.Α. υπήρξε ιδιαίτερα θετική και, συνεπώς, η συνέχιση της πολιτικής των μετοχοποιήσεων αναμένεται να έχει θετικές επιδράσεις στις επιχειρήσεις αυτές και κατ' επέκταση στην ελληνική οικονομία.

* Ο κ. Γκίκας Α. Χαρδούβελις είναι καθηγητής στο τμήμα Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και οικονομικός σύμβουλος του ομίλου της Eurobank

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Μετοχολόγιο ελληνικού δημοσίου σε μη εισαγμένες στο Χ.Α.

σε σύγκριση με τον δείκτη του χρηματιστηρίου.

Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται με χρονολογική σειρά στοιχεία για τις 15 μετοχοποιήσεις εταιρειών υπό δημόσιο έλεγχο, που σημάδεψαν την περίοδο 1996-2003. Στον πίνακα παρουσιάζονται στοιχεία για την πορεία της μετοχής στα πρώτα δύο χρόνια μετά την εισαγωγή στο Χ.Α. Παρουσιάζονται ξεχωριστά οι πρώτες τρεις μέρες διαπραγμάτευσης για να αποφευχθεί η επίδραση που έ-

αι μετοχοποίηση οι εταιρείες αυτές -με εξαίρεση τον ΟΤΕ και τον ΟΛΠ- έχουν καλύτερες σωρευτικές αποδόσεις από τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη, έχουν δηλαδή θετικές υπερ-αποδόσεις. Η καλύτερη οικονομική πορεία των εταιρειών αυτών από την πορεία του χρηματιστηρίου υποδηλώνει ότι κάτι άλλαξε προς το καλύτερο μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α. και, έτσι, οι προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική τους κερδοφορία ήταν ιδιαίτερα

γών κατά την πιωτική περίοδο 2000-2003. Οι μέσες υπερ-αποδόσεις των δημοσίων εταιρειών είναι ιδιαί-

ταμειώσεις τους.

Συμπεραίνεται ότι η εμπειρία από τις εισαγωγές δημοσίων επιχειρήσεων

Πανεπιστημίου Πειραιώς και οικονομικός σύμβουλος του ομίλου της Eurobank EFG.

1 Πανελλήνιο Συνέδριο
ΥΓΕΙΑ & ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ