

2011

Αξιολόγηση των Επιδόσεων των Ιδιωτικοποιημένων Ελληνικών Επιχειρήσεων



ΔΡΑΓΟΥΜΑΝΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΜΑΕ 08025
ΤΜΗΜΑ: ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
11/7/2011

Περίληψη

Σκοπός αυτής της εργασίας ήταν να διερευνήσει κατά πόσο επηρεάζει η αποκρατικοποίηση των δημόσιων επιχειρήσεων τις αποδόσεις των μετοχών τους. Από τις εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί πάνω στο θέμα αυτό, δεν προκύπτει ένα ξεκάθαρο αποτέλεσμα. Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, εξετάσθηκε η αποδοτικότητα των μετοχών των Ελληνικών ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων προ και μετά τη μεταβολή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος τους, κατά την τελευταία εικοσαετία. Το τελικό συμπέρασμα δεν είναι σαφές, δεδομένου ότι στις μισές σχεδόν περιπτώσεις η ιδιωτικοποίηση μιας επιχείρησης επέδρασε θετικά στις επιδόσεις της, ενώ στις άλλες μισές προέκυψε το αντίστροφο αποτέλεσμα.

Abstract

The present study aimed to identify the effect of privatization on a company's stock returns. The relevant literature provided evidence that is at the same time in favor and against privatization. Within the framework of this study, the data of the Greek privatized companies in the last 20 years were analyzed. Our final results are inconclusive, given that the companies which performed worse before privatization were almost equal to the companies that performed also worse after privatization.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή.....	2
1.1. Σκοπός της Παρούσας Εργασίας.....	2
1.2. Διάρθρωση της Εργασίας.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Έννοια των Αποκρατικοποιήσεων.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Επισκόπηση της Σχετικής Βιβλιογραφίας.....	7
3.1. Εισαγωγή.....	7
3.2. Εμπειρικές Έρευνες σχετικές με την Αποκρατικοποίηση.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Οι Αποκρατικοποιήσεις στην Πράξη.....	16
4.1. Οι αποκρατικοποιήσεις στην Ουγγαρία και στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.....	16
4.2. Μεσοπρόθεσμη αποδοτικότητα των ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων	17
4.3. Μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Οι Αποκρατικοποιήσεις στην Ελλάδα.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Εμπειρική Έρευνα για τις Αποκρατικοποιήσεις στην Ελλάδα.....	28
6.1. Δείγμα.....	28
6.2. Μεθοδολογία.....	28
6.3. Αποτελέσματα.....	29
6.4. Συμπεράσματα.....	46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	47

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Σκοπός της παρούσας εργασίας

Στις δυτικές χώρες, έχει διαμορφωθεί κατά τις τελευταίες δεκαετίες μια σαφής τάση αποχώρησης του κράτους από επιχειρηματικές δραστηριότητες, με αποτέλεσμα την ιδιωτικοποίηση των αντίστοιχων κρατικών οικονομικών μονάδων. Θεωρητικά, η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης ενισχύεται όταν αυτή ιδιωτικοποιείται, με την έννοια ότι η σχέση μακροχρόνιας αποδοτικότητας και επενδυτικού κινδύνου βελτιώνεται.

Στόχος της εργασίας είναι να ερευνηθεί κατά πόσο αυτό ισχύει στη Χώρα μας, με τις επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν κατά τα τελευταία 20 χρόνια. Δεδομένου ότι αρκετές από αυτές ήταν εισηγμένες και κατά την περίοδο που ελέγχονταν από το Κράτος, υπάρχουν τα αναγκαία δεδομένα για την πραγματοποίηση των απαραίτητων μετρήσεων και την προσαρμογή των επιδόσεων τόσο με βάση τον αντίστοιχο κίνδυνο όσο και με βάση τις συγκυρίες που επικράτησαν κατά την πιο πάνω περίοδο.

1.2. Διάρθρωση της εργασίας

Η εργασία μας περιλαμβάνει τα εξής κεφάλαια:

1. Εισαγωγή.
2. Έννοια των αποκρατικοποιήσεων.
3. Επισκόπηση της σχετικής Βιβλιογραφίας.
4. Οι Αποκρατικοποιήσεις στη πράξη.
5. Οι Αποκρατικοποιήσεις στην Ελλάδα.
6. Εμπειρικά Αποτελέσματα.

Στο 1^ο κεφάλαιο περιγράφουμε τον σκοπό για τον οποίο πραγματοποιήσαμε την μελέτη μας, στο 2^ο κεφάλαιο δίνουμε έναν ορισμό μαζί με τις κύριες μεθόδους αποκρατικοποίησης καθώς επίσης και μερικά ιστορικά δεδομένα, στο 3^ο κεφάλαιο αναφέρονται ενδεικτικά πρόσφατες (του τρέχοντος και του προηγούμενου αιώνα) αποκρατικοποιήσεις και σχολιάζεται ο ρόλος του κράτους σε όλη αυτή τη διαδικασία, στο 4^ο κεφάλαιο περιγράφονται οι αποκρατικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στην Ουγγαρία και στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, στο 5^ο κεφάλαιο περιγράφονται οι αποκρατικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα και τέλος,

στο 6^ο κεφάλαιο παραθέτουμε ορισμένα εμπειρικά αποτελέσματα καθώς και ένα τελικό συμπέρασμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΩΝ

Η αποκρατικοποίηση είναι η διαδικασία μεταβίβασης της κυριότητας μιας επιχείρησης ή ενός οργανισμού από τον δημόσιο τομέα στον ιδιωτικό τομέα. Ο όρος αποκρατικοποίηση έχει χρησιμοποιηθεί για να περιγράψει δύο άσχετες συναλλαγές μεταξύ τους. Η πρώτη είναι η εξαγορά της πλειοψηφίας ή του συνόλου των μετοχών μιας δημόσιας επιχείρησης από έναν ιδιώτη και η δεύτερη η αποαμοιβαιοποίηση μιας αμοιβαίας οργάνωσης ώστε να σχηματιστεί μια ανώνυμη εταιρία. Η αποκρατικοποίηση καλύπτει ένα ευρύ φάσμα μεθόδων και μοντέλων που μπορεί να συμπεριλάβει ακόμη και πώληση της δημόσιας περιουσίας προς τον ιδιωτικό τομέα.

Η ιστορία της αποκρατικοποίησης ξεκινάει από την Αρχαία Ελλάδα όπου οι κυβερνήσεις ανέθεταν σχεδόν τα πάντα στον ιδιωτικό τομέα. Στην Ρωμαϊκή Αυτοκρατορία οι ιδιωτικές εταιρίες ήταν αυτές που είχαν αναλάβει την συλλογή των φόρων, τις προμήθειες του στρατού καθώς και τις κατασκευές. Υπάρχουν πολλοί μελετητές που υποστηρίζουν ότι το κόστος της γραφειοκρατίας ήταν ένας από του λόγους για την πτώση της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας

Ένα από τα πρώτα ιδεολογικά ρεύματα προς την αποκρατικοποίηση ήρθε στην Κίνα κατά την χρυσή εποχή της δυναστείας των ΧΑΝ. Ο ταοϊσμός τέθηκε σε εξέχουσα θέση για πρώτη φορά σε επίπεδο κράτους και τάχθηκαν υπέρ της *laissez – faire* αρχή της *wu – wei* που σημαίνει ‘δεν κάνουν τίποτα’.

Κατά τη διάρκεια της αναγέννησης το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης ήταν ακόμα σε μεγάλο βαθμό επηρεασμένο από το φεουδαρχικό οικονομικό μοντέλο. Αντίθετα στην Κίνα η δυναστεία Μινγκ άρχισε τις αποκρατικοποιήσεις ιδίως όσον αφορά τις μεταποιητικές βιομηχανίες τους κάτι το οποίο ήταν εντελώς αντίθετο με την πολιτική της προηγούμενης δυναστείας Σόνγκ όπου ήταν υπέρ ενός πιο αυστηρού ελέγχου από το κράτος.

Στην Βρετανία η αποκρατικοποίηση των κοινών εκτάσεων αναφέρεται ως περίβλημα. Στη χώρα αυτή οι αποκρατικοποιήσεις αυτού του είδους συνέβησαν από το 1760 – 1820 όπου και συμπίπτουν με την βιομηχανική επανάσταση. Το 1950 υπό την κυβέρνηση του Ουίνστον Τσόρτσιλ αποκρατικοποιήθηκε η Βρετανική βιομηχανία σιδήρου και χάλυβα. Το 1961 στη δυτική Γερμανία η κυβέρνηση άρχισε μιας ευρείας κλίμακας

αποκρατικοποιήσεις συμπεριλαμβανομένης της πώλησης πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της Volkswagen σε μικρούς επενδυτές μέσω δημόσιας προσφοράς μετοχών. Το 1970 ο στρατηγός Pinoset εφάρμοσε ένα σημαντικό πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων στη Χιλή. Το 1980 υπό την ηγεσία της Margaret Thatcher στη Βρετανία και του Ronald Reagan στις Η.Π.Α η αποκρατικοποίηση κέρδισε την παγκόσμια δυναμική. Το 1993 γίνεται η αποκρατικοποίηση της British Rail υπό την ηγεσία του διαδόχου της Thatcher, John Major. Σημαντικές αποκρατικοποιήσεις έγιναν το 1990 στις χώρες της ανατολικής και κεντρικής Ευρώπης καθώς και της πρώην Σοβιετικής Ένωσης. Μια σημαντική συνέχιση των αποκρατικοποιήσεων ήταν αυτή της Ιαπωνικής υπηρεσίας ταχυδρομείων όπου ξεκίνησε το 2007 με αιχμή του δόρατος τον Junichiro Koizumi. Η διαδικασία των αποκρατικοποιήσεων αναμένεται να διαρκέσει ως το 2017.

Η ιδέα της αποκρατικοποίησης δεν είναι κάτι καινούργιο θα μπορούσε κανείς να βρει ομοιότητες με τις μεθόδους της αποκρατικοποίησης μετά την κρίση του 1929. Το θέμα της αποκρατικοποίησης δεν αναφέρεται τόσο στη σύγκριση μεταξύ των δημοσίων και ιδιωτικών επιχειρήσεων όσο στην αύξηση του ανταγωνισμού και μείωση του μονοπωλίου. Οι αποκρατικοποιήσεις δεν είναι απαραίτητα καλές ή κακές. Τα αποτελέσματα και οι αποδόσεις αυτών εξαρτώνται από την εφαρμογή τους. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει συγκρίνοντας την αποδοτικότητα των δημοσίων έναντι των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Καθώς δεν υπάρχει ξεκάθαρο αποδεικτικό στοιχείο, βασισμένοι στην παρούσα εμπειρική ανάλυση, ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις παρέχουν περισσότερο ή λιγότερο αποδοτικά αποτελέσματα αφού οι δημοσιές και οι ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν η κάθε μια τους δυνατά και αδύνατα σημεία. Υπάρχουν παραδείγματα επιτυχιών και αποτυχιών και στους δυο τομείς (ιδιωτικούς – δημοσίους τομείς). Γι' αυτό το λόγο οι περισσότερες έρευνες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα πάνω σε αυτό το θέμα δείχνουν ότι το κύριο συστατικό για την εξαγωγή κατάλληλων συμπερασμάτων βρίσκεται στο κατά πόσο υπάρχουν σαφείς πληροφορίες για τα αποτελέσματα αυτά, ξεκάθαρα κριτήρια για τους διαγωνισμούς με σκοπό την ανάθεση δημοσίων έργων σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η αποκρατικοποίηση δεν μειώνει τον αριθμό των δημοσίων υπάλληλων σε περίπτωση που οι υπηρεσίες των υπάλληλων περάσουν στα χέρια του ιδιωτικού τομέα. Όμως δεν είναι ξεκάθαρο ότι οι εργαζόμενοι που θα υποστούν μια τέτοια καθεστωτική μεταβολή θα βρίσκονται σε χειρότερη θέση όσον αφορά την απασχόληση, τους μισθούς ή την ικανοποίηση που αποκομίζουν από την εργασία τους. Υπάρχουν πολλά παραδείγματα μεταφοράς δημοσίων υπάλληλων σε ιδιωτικές επιχειρήσεις (βλ. αποκρατικοποίηση ολυμπιακής αεροπορίας).

Υπάρχει αναμφίβολα όμως μια σαφής μείωση των δημοσίων υπάλληλων που είναι μελή συνδικάτων αν και ένας ορισμένος αριθμός από αυτούς μπορεί να προχωρήσει σε κάποια αλλά συνδικάτα. Είναι ακόμα πολύ νωρίς για να γνωρίζουμε εάν οι πρόσφατες προσπάθειες αποκρατικοποίησης δημοσίων υπηρεσιών είναι αποτελεσματικές ή όχι. Υπάρχουν ωστόσο πολλοί προβληματικοί τομείς (π.χ. κίνητρο κέρδους και ελαχιστοποίησης κόστους), οι οποίοι αν δεν αποτιμηθούν και εκτιμηθούν σωστά θα μπορούσαν να μειώσουν την ποιότητα των υπηρεσιών που παρέχονται.

Υπάρχουν τέσσερις κύριες μέθοδοι της αποκρατικοποίησης :

1. Πώληση μετοχών στο χρηματιστήριο. (SIPs)
2. Πώληση ενός οργανισμού ή ενός μέρους αυτού σε ένα στρατηγικό επενδυτή, συνήθως με πλειστηριασμό ή με τη χρήση του Treuhand μοντέλου.
3. Αποκρατικοποίηση με διανομή κουπονιών: διανομή μετοχών κυριότητας σε όλους τους πολίτες, συνήθως δωρεάν ή σε πολύ χαμηλή τιμή.
4. Ιδιωτικοποίηση από κάτω.

Η επιλογή της μεθόδου αποκρατικοποίησης επηρεάζεται από την κεφαλαιαγορά, την πολιτική και άλλους ειδικούς παράγοντες. Τα SIPs είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιηθούν όταν οι κεφαλαιαγορές είναι λιγότερο ανεπτυγμένες και υπάρχει χαμηλότερη εισοδηματική ανισότητα. Επίσης, οι πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων εμφανίζονται πιο συχνά σε ανεπτυγμένες χώρες διότι οι υψηλοί πολιτικοί και συναλλαγματικοί κίνδυνοι αποτρέπουν τους ξένους επενδυτές. Τέλος, η αποκρατικοποίηση με διανομή κουπονιών σημειώθηκε κυρίως στις μεταβατικές οικονομίες της ανατολικής και κεντρικής Ευρώπης όπως η Ρωσία, η Πολωνία, η Τσεχία και η Σλοβακία. Επιπλέον η αποκρατικοποίηση από κάτω ήταν ένα σημαντικό είδος της οικονομικής ανάπτυξης στις μεταβατικές οικονομίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

3.1.Εισαγωγή

Για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στο σημερινό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, οι κρατικές επιχειρήσεις σκέφτονται πολύ σοβαρά το ενδεχόμενο να μειώσουν τα μεγέθη τους και να απευθύνουν σε περισσότερο κοινό, έτσι ώστε να συμμορφωθούν με το θεσμικό πλαίσιο των αγορών και να βελτιώσουν την απόδοσή τους. Για να επιτευχθεί αυτό στο μέλλον η εκάστοτε κυβέρνηση θα πρέπει να υιοθετήσει σύγχρονες μεθόδους διοίκησης (Management), να εισάγει αξιόπιστα προγράμματα αξιολόγησης εργαζομένων, να αυξήσει να κίνητρα προς τους εργαζομένους και τέλος να προσαρμοστούν στις σύγχρονες τεχνολογικές εξελίξεις για να βελτιώσουν την παροχή των προϊόντων και υπηρεσιών τους.

Το ζήτημα για την έκταση της κρατικής παρέμβασης στην οικονομία είναι τόσο παλιό όσο και η οικονομική θεωρία. Μέχρι την περίοδο της μεγάλης κρίσης του 1930 επικρατούσε η άποψη ότι οι κρατικές λειτουργίες θα πρέπει να περιορίζονται στις ελάχιστα αναγκαίες λειτουργίες όπως αρχικά οριοθετήθηκαν από τον Adam Smith, ότι δηλαδή το κράτος θα πρέπει να φροντίζει για την απονομή της δικαιοσύνης, την προσφορά χρήματος και την προστασία της οικονομίας από εσωτερικές και εξωτερικές επιβουλές κλπ. Στη διάρκεια της μεγάλης κρίσης του 1930 η ανάδυση του κεϋνσιανισμού που εφοδιασμένος με την έννοια της ενεργού ζήτησης προσέφερε το αναγκαίο θεωρητικό πλαίσιο για εκτεταμένη κρατική παρέμβαση στην λειτουργία της οικονομίας. Η καινούργια αιτιολόγηση που προβλήθηκε δε βασίστηκε σε ανθρωπιστικούς λόγους (όπως π.χ. η δημιουργία δημόσιων έργων για την απασχόληση των ανέργων, τα κοινά συστήματα και η στέγαση των φτωχών) αλλά από την αναγκαιότητα της αύξησης της ενεργούς ζήτησης, προκειμένου η οικονομία να ξεπεράσει την κρίση. Έτσι λοιπόν ο ρόλος της κυβέρνησης επεκτάθηκε και πέρα από τις συνηθισμένες της λειτουργίες (δηλαδή, της απονομής δικαιοσύνης, αστυνομικής προστασίας, δημόσιας άμυνας και της προσφοράς χρήματος) συμπεριέλαβε και παραγωγικές δραστηριότητες.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες (το έτος 1973 θεωρείται γενικά έτος καμψής) οι κυριαρχούσες απόψεις έχουν μεταβληθεί ραγδαία. Ο κεϋνσιανισμός στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980 τέθηκε υπό αμφισβήτηση και

τώρα απλά φαίνεται να έχει μεταβληθεί σε ένα συνηθισμένο κεφάλαιο των εγχειριδίων ιστορίας οικονομικής σκέψης. Η κρατική παρέμβαση δε θεωρείται πλέον σαν ένας τρόπος θεραπείας των δυσλειτουργιών της οικονομίας αλλά μάλλον πρόκειται για την ίδια την αιτία της κρίσης. Με αυτήν την έννοια συχνά οι ιδιωτικοποιήσεις θεωρούνται ως πανάκεια που θα λύσουν τα χρόνια προβλήματα του δημόσιου ελλείμματος, του δημοσίου χρέους, όπως επίσης του πληθωρισμού λόγω της αύξησης της παραγωγικότητας και της συνακόλουθης μείωσης του κόστους παραγωγής. Επομένως υποστηρίζεται ότι σε μια οικονομία που θα αναπτύσσεται απαλλαγμένη από τους χαμηλής παραγωγικότητας και υψηλού κόστους λειτουργίας κρατικές οικονομικές δραστηριότητες, ακόμη και αυτό το πρόβλημα της ανεργίας μπορεί να βρει την καλύτερη δυνατή λύση. Η συνταγή είναι απλή και εύκολη η εκλαΐκευση της: όλα συνοψίζονται στη μεταβολή της ιδιοκτησιακής μορφής και τα προβλήματα που σημαδεύουν τις οικονομίες των περισσότερων χωρών αργά ή γρήγορα θα εξαφανιστούν.

Ο Ben Fine (1990) θέτει υπό αμφισβήτηση την εγκυρότητα των επιχειρημάτων που τάσσονται αναφανδόν υπέρ των ιδιωτικοποιήσεων εξετάζοντας τόσο τα θεωρητικά όσο και τα εμπειρικά ζητήματα που αφορούν την πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων. Αντί λοιπόν να προσεγγίζει το ζήτημα των ιδιωτικοποιήσεων σαν ένα απλό πολιτικό και ιδεολογικό στοιχείο, προσπαθεί να ανιχνεύσει μια πιο κατάλληλη και ταυτόχρονα πιο ρεαλιστική σκοπιά. Η ανάδυση της πολιτικής των ιδιωτικοποιήσεων και των θεωρητικών λογικών που τις συνοδεύουν πρέπει να αναζητηθούν στη μεταβολή των συνθηκών υπό τις οποίες η συσσώρευση κεφαλαίου λαμβάνει χώρα. Ο Fine υποστηρίζει ότι αυτή η ραγδαία μεταβολή στις συνθήκες έχουν προέλθει από τρεις κύριες μεταβολές:

Πρώτον, η αναδιάρθρωση του κεφαλαίου στη σφαίρα της παραγωγής έχει χαρακτηριστεί αφενός μεν από τη διεθνοποίηση της παραγωγικής διαδικασίας στην οποία οι κρατικές επιχειρήσεις έχουν πρόβλημα ν' ανταποκριθούν με επιτυχία, διότι οι δραστηριότητές τους περιορίζονται στην εσωτερική αγορά και μόνο. Αφετέρου, στην εισαγωγή καινούργιων τεχνολογιών οι οποίες, μεταβάλλοντας τα σύνορα μεταξύ των τομέων της οικονομίας, επηρέασαν την διάκριση μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα.

Δεύτερον, η διεθνοποίηση και οι καινούργιες τεχνολογίες έχουν μία ειδική επίπτωση πάνω στο χρηματοοικονομικό κεφάλαιο δημιουργώντας μία μεγάλη μάζα "αδρανούς κεφαλαίου", δηλαδή ρευστότητας που επιδιώκει να βρει επενδυτικές διεξόδους.

Τρίτο, ένα από τα κυρίαρχα στοιχεία της καπιταλιστικής αναδιάρθρωσης είναι η λεγόμενη ευελιξία της αγοράς εργασίας και οι ιδιωτικοποιήσεις συνέβαλαν σημαντικά προς αυτήν τη κατεύθυνση.

Ο Fine επιχειρεί μια κριτική αποτίμηση των ορθόδοξων προσεγγίσεων προς τις ιδιωτικοποιήσεις και υποδεικνύει τις αδυναμίες τους. Υποστηρίζει ότι στην ορθόδοξη θεωρία υπάρχει μια μετατόπιση από τα «παλαιού τύπου» κεϋνσιανά οικονομικά του δημοσίου τομέα (που βασίζονται πάνω στην έννοια του αποτυχίας της αγοράς) προς τη νέα σύνθεση. Η πορεία προς τη καινούργια σύνθεση διερευνάται διεξοδικά στον Fine (1990). Η νέα σύνθεση αντλείται από τρία διακριτά ρεύματα οικονομικής σκέψης: την «νέα πολιτική οικονομία», το νέο-κλασικό νέο θεσμισμό, και τη νέο-Αυστριακή σχολή. Το πρώτο ρεύμα αναλύει την οικονομική δραστηριότητα του κράτους με βάση την έννοια της αναζήτησης προσόδου (rent-seeking). Ο νέο-κλασικός νέος θεσμισμός μελετά τη σχέση μεταξύ αγοραίων και μη αγοραίων θεσμών και βασίζεται στην έννοια του κόστους των συναλλαγών. Τέλος η νεο-αυστρική σχολή κρατά αποστάσεις από την ανάλυση ισορροπίας και τα τυπικά μαθηματικά υποδείγματα των δυο προηγούμενων προσεγγίσεων και ενδιαφέρεται πρωτίστως για την δυναμική της οικονομίας της αγοράς σ' έναν αβέβαιο και μεταβαλλόμενο κόσμο. Το «πάντρεμα» μεταξύ αυτών των τριών προσεγγίσεων είναι σχετικά δύσκολο λόγω των σημαντικών διαφορών που υπάρχουν μεταξύ τους. Ωστόσο υπάρχει μια κοινή βάση που αποτελείται από τρία σημεία.

Το πρώτο είναι η έννοια της ποσοτικής θεωρίας του ανταγωνισμού (Weeks, 1981), ότι δηλαδή υπάρχει η κοινή πεποίθηση ότι το κύριο και αποφασιστικό μέρος της οικονομίας θα πρέπει να αφηθεί στις δυνάμεις της αγοράς και ο μόνος ρόλος που εναπομένει στο κράτος είναι απλά η επίβλεψη της κανονικής και απρόσκοπτης λειτουργίας του ανταγωνισμού. Αυτή η πεποίθηση σημειώνει ο Fine επαληθεύεται μόνο κάτω από υπερβολικά αυστηρές συνθήκες. Το δεύτερο κοινό σημείο είναι η αλλαγή σε αυτό που αποτελεί την βιομηχανική οικονομική, με την παραμέληση των άτυπων και των θεσμικών στοιχείων και την προσήλωσή της σε μαθηματικοποιημένα υποδείγματα γενικής ισορροπίας και θεωρίας παιγνίων. Η νέα βιομηχανική οικονομική που χρησιμοποιείται από την καινούργια σύνθεση έχει περιορίσει τον αριθμό των ερμηνευτικών μεταβλητών σε αυτές που μπορούν άμεσα να χρησιμοποιηθούν σε μαθηματικά υποδείγματα. Το τελικό κοινό σημείο αυτών των προσεγγίσεων είναι ο συνακόλουθος επανακαθορισμός της βιομηχανικής πολιτικής η οποία περιορίζεται στον ανταγωνισμό, στις ρυθμιστικές παρεμβάσεις του κράτους και στο ιδιοκτησιακό καθεστώς (σε βάρος αυτών των τομέων

που παραδοσιακά θεωρούνται οι πλέον σημαντικοί όπως της έρευνας και τεχνολογίας, ειδικοτήτων, υποδομής και κάθετης ολοκλήρωσης κλπ.). Ο Fine διατυπώνει μια σειρά από ισχυρά επιχειρήματα ενάντια στη νέα σύνθεση. Δύο απ' αυτά τα θεωρούμε ως τα πλέον σημαντικά. Πρώτο, η νέα σύνθεση αποτυγχάνει να συμπεριλάβει στην ανάλυσή της τις ευρύτερες κοινωνικοοικονομικές συνθήκες. Η παράληψη αυτή εκδηλώνεται με τον πιο προφανή τρόπο στο πως πραγματεύονται τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα.

Η δεύτερη κριτική είναι ότι η νέα σύνθεση είναι ουσιαστικά μικροοικονομική και μερική στον αναλυτικό της ορίζοντα. Επομένως, αποτυγχάνει να συμπεριλάβει το μακροοικονομικό περιβάλλον που είναι τόσο σημαντικό στις διαδραματιζόμενες εξελίξεις. Οι αδυναμίες αυτές εκφράζονται σε πολλές περιπτώσεις, όπως στην περίπτωση της υποκατάστασης μιας ενεργούς και λεπτομερειακής βιομηχανικής πολιτικής με την απλή ρυθμιστική κρατική παρέμβαση.

Ο Fine αμφισβητεί πειστικά δημοφιλείς έννοιες, όπως ο Θατσερικός λαϊκός καπιταλισμός, η δημοκρατία των μικρομετόχων, όπως επίσης και τις ευρέως διαδεδομένες, αλλά αμφίβολης εγκυρότητας, απόψεις ότι δηλαδή η ιδιωτική παροχή των αγαθών και υπηρεσιών είναι πιο αποδοτική από ότι η δημόσια. Ένα από τα πιο σημαντικά συμπεράσματα που αντλεί ο Fine από αυτήν την κριτική του είναι ότι αντίθετα με την ευρέως διαδεδομένη ιδεολογία και τις νεοφιλελεύθερες ερμηνείες, η ιδιωτικοποίηση δε συνεπάγεται ότι το κράτος παύει να συμμετέχει ενεργά στην οικονομία αλλά ότι αναλαμβάνει ένα διαφορετικό ρόλο. Σε μια προηγούμενη μελέτη ο Fine (1989, σελ. 238) υποστήριξε ότι η "η ιδιωτικοποίηση καθ' αυτή δεν παριστάνει μια ρήξη με το παρελθόν και ότι στο επίπεδο της δημιουργίας βιομηχανικής πολιτικής (industrial policy-making) παρουσιάζει συνέχειες με ότι έχει συμβεί στο παρελθόν και φέρνει σε πέρας την επανεμπορευματοποίηση των δημοσίων επιχειρήσεων στα τελευταία σαράντα χρόνια".

Η γενική προσέγγιση που προτείνεται από τον Fine (δηλαδή μία υλιστική προσέγγιση βασιζόμενη στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της καπιταλιστικής συσσώρευσης) είναι πέραν κάθε αμφισβήτησης. Ωστόσο, αυτό που φαίνεται να λείπει είναι μια καθαρή και λογικά συνεκτική εναλλακτική προσέγγιση. Θεωρούμε ότι το ουσιαστικό στοιχείο, στο πεδίο της αλλαγής των συνθηκών καπιταλιστικής συσσώρευσης, είναι η κρίση που ξέσπασε στα μέσα της δεκαετίας του 1970. Η κρίση αυτή – μια κρίση υπερσυσσώρευσης που προήλθε από την πτωτική τάση του ποσοστού του κέρδους (Moseley, 1990, Shaikh και Tonak, 1994) – σημάδεψε το τέλος της προηγούμενης εποχής της καπιταλιστικής συσσώρευσης

και την αρχή της αναζήτησης μίας καινούργιας εποχής. Η καπιταλιστική αναδιάρθρωση εκφράζει την ευριστική προσπάθεια παλινόρθωσης της κερδοφορίας και, συνεπώς, της ομαλής συνέχισης της διαδικασίας συσσώρευσης κεφαλαίου. Αυτό απαιτεί – όπως σωστά οι Fine και Harris (1979), στο κεφάλαιο περί περιοδολόγησης, υποστηρίζουν – μία μεταβολή στις μορφές της απόσπασης (απόλυτης και σχετικής) υπεραξίας και των συνακόλουθων τρόπων κοινωνικοποίησης της παραγωγής. Η καινούργια εποχή χαρακτηρίζεται από μια προσπάθεια αύξησης τόσο της απόλυτης όσο και της σχετικής υπεραξίας. Ενώ η απόσπαση σχετικής υπεραξίας εξακολουθεί να παραμένει κυρίαρχος στόχος των καπιταλιστών, ταυτόχρονα όμως έχουμε την ανάδυση καινούργιων τεχνικών και μεθόδων οργάνωσης της εργασίας που οδηγούν στην αύξηση της απόλυτης υπεραξίας. Αυτή είναι μία αισθητή διαφορά από την προηγούμενη εποχή που άρχισε με την κρίση του 1930, όπου το μέσο για το ξεπέρασμα της κρίσης ήταν κυρίως η αύξηση της σχετικής υπεραξίας. Οι εξελίξεις αυτές θεμελιώνονται σε αλλαγές στην (σχετικά κυρίαρχη) σφαίρα της παραγωγής, μέσω της αναδιοργάνωσης της διαδικασίας εργασίας στην βάση της ευλύγιστης εργασίας, η οποία προωθείται δια της εισαγωγής των νέων τεχνολογιών. Αντανακλώνται δε και στην σφαίρα της διανομής μέσω ριζικών αλλαγών τόσο στους καθοριστικούς παράγοντες – και στις μορφές κάλυψης – της αξίας της εργασιακής δύναμης όσο και στις μορφές διανομής της υπεραξίας μεταξύ των διαφορετικών μερίδων του κεφαλαίου. Και, τέλος αλλά όχι λιγότερο σημαντικό, αντανακλώνται στην μορφή κοινωνικοποίησης της παραγωγής. Εκεί τα σύνορα μεταξύ του ιδιωτικού και του δημοσίου καθώς και ο ρόλος του κράτους ως συλλογικού κεφαλαιοκράτη – και ιδιαίτερα των οικονομικών δραστηριοτήτων του – αλλάζει επίσης.

Θεωρούμε ότι οι ιδιωτικοποιήσεις θα πρέπει να ειπωθούν μέσα σ' αυτά τα θεωρητικά πλαίσια. Η διεθνοποίηση της παραγωγής καθώς και η υπεραφθονία αδρανούς χρηματοοικονομικού κεφαλαίου είναι παραπροϊόντα αυτών των θεμελιωδών μεταβολών. Η έλλειψη αυτού του συνδετικού κρίκου στην ανάλυση της πορείας της καπιταλιστικής συσσώρευσης από τον Fine συνοδεύεται από μία αξιοπρόσεκτη απουσία γενικής θεωρίας του καπιταλιστικού κράτους και των οικονομικών δραστηριοτήτων του. Μια τέτοια θεωρία είχε προταθεί από τους Fine και Harris (1979) αλλά φαίνεται να έχει αντικατασταθεί σε επόμενες μελέτες από μία πιο σχετικοποιημένη ιστορική οπτική. Παραδείγματος χάριν, οι Fine και Harris (1985, σελ.150) υποστηρίζουν ότι είναι αδύνατο να εξαχθεί μια γενική θεωρία των εθνικοποιημένων βιομηχανιών (Το επιχείρημα αυτό βασίζεται στη διάκριση τριών διαφορετικών περιόδων των εθνικοποιήσεων στη Βρετανία.

Η πρώτη (μεσοπόλεμος) και η δεύτερη μεταπολεμική φάση των εθνικοποιήσεων στόχευαν στην παλινόρθωση των υποχωρούντων καπιταλιστικών σχέσεων παραγωγής. Αντίθετα, το τρίτο κύμα (μετά το 1967) στόχευε απλά στην παλινόρθωση της κερδοφορίας). Όμοια, στο παρόν άρθρο ο Fine (σ.11) ισχυρίζεται ότι είναι λάθος να αναζητηθεί μία γενική θεωρία περί ιδιωτικοποιήσεων, εφόσον κάθε τομέας της οικονομίας και κάθε χώρα έχουν τα δικά τους ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι ο Fine έχει δίκιο στην νέο-κλασική προσέγγιση στο επίπεδο αυτό. Η νέο-κλασική προσέγγιση, και ιδιαίτερα η νέα σύνθεση, είναι υπερβολικά σχηματική και βασισμένη σε μη-ρεαλιστικές αφαιρέσεις. Κατά συνέπεια δεν μπορεί να αποτελέσει γενική θεωρία, αν και αυτό δεν την εμποδίζει από το να λειτουργεί ως γενική ιδεολογία. Ωστόσο, μπορεί να υπάρξει μία εναλλακτική προσέγγιση με βάση την Μαρξιστική Πολιτική Οικονομία η οποία να ξεκινά από το πιο αφηρημένο και γενικό επίπεδο και ακολούθως, σε χαμηλότερα επίπεδα αφαίρεσης, να ενσωματώνει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε τομέα κάθε οικονομίας. Μία τέτοια προσέγγιση πρέπει να ξεκινά με μία θεωρία της αλλαγής φάσεων (περιοδολόγηση) του καπιταλισμού (υπάρχουν διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά το πεδίο αυτό. Οι αλλαγές στην ιστορική πορεία του καπιταλισμού μπορούν να μελετηθούν είτε μέσα στα πλαίσια μίας θεωρίας που διακρίνει περιόδους-στάδια είτε μέσα από μία θεωρία των μακρών κυμάτων που όμως δεν αναγνωρίζει διαφορετικά ιστορικά στάδια) σε συνδυασμό με μία γενική θεωρία του καπιταλιστικού κράτους. Μία τέτοια προσέγγιση μπορεί να αναλύσει τόσο την ουσία των ιδιωτικοποιήσεων όσο και να απαντήσει στο θεμελιακό ερώτημα της γενεσιουργού αιτίας τους (δηλαδή γιατί είναι σήμερα αναγκαίο για το καπιταλιστικό σύστημα να καταφύγει στις ιδιωτικοποιήσεις).

Το κράτος, ως συλλογικός κεφαλαιοκράτης, έπαιξε έναν κρίσιμο ρόλο στη μετά το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο εποχή. Αφενός σχεδίασε την ανοικοδόμηση των οικονομιών και την παλινόρθωση των καπιταλιστικών σχέσεων. Ο ρόλος του στην μεσοπολεμική περίοδο είναι επίσης περίπου ο ίδιος, εφόσον και τότε έπρεπε να ανοικοδομηθούν οι οικονομίες και να επανεπιβεβαιωθούν οι καπιταλιστικές σχέσεις εμπρός στην επαναστατική απειλή που αντιπροσώπευε το εργατικό κίνημα (ιδιαίτερα στην Ευρώπη). Αφετέρου δε, το κράτος ως παραγωγός ανέλαβε την παραγωγή αγαθών που είτε είχαν μεγάλες απαιτήσεις σε επενδύσεις και τα κέρδη από τέτοιες επενδύσεις ήταν αβέβαια μιας και χρειαζόνταν πολύ μεγάλος χρόνος για τη πραγματοποίησή τους ή αφορούσαν κλάδους οι οποίοι θεωρήθηκαν στρατηγικής σημασίας για την οικονομία. Στην πρώτη περίπτωση το ιδιωτικό κεφάλαιο δεν ήταν συνήθως πρόθυμο ή δεν μπορούσε να αναλάβει αυτές τις

επενδύσεις και τους κινδύνους που τις συνόδευαν. Στην δεύτερη περίπτωση δεν ήταν λειτουργικό για την καπιταλιστική οικονομία ως σύνολο οι δραστηριότητες αυτές να οργανωθούν ιδιωτικά εξαιτίας του κινδύνου δημιουργίας μονοπωλιακών καταστάσεων. Τα αγαθά αυτά – ασχέτως εάν ήταν μερικώς ή πλήρως εμπορευματοποιημένα – λειτουργούσαν είτε σαν φθηνές ενδιάμεσες εισροές στις ιδιωτικές καπιταλιστικές διαδικασίες παραγωγής (συνεπώς υποστηρίζοντας την κερδοφορία των τελευταίων) είτε κάλυπταν πλευρές της αναπαραγωγής της εργασιακής δύναμης (και, κατά συνέπεια, αφαιρώντας την πίεση μισθολογικών διεκδικήσεων από τα ιδιωτικά κεφάλαια). Τέλος, επειδή η εργατική τάξη εμφανίσθηκε ενισχυμένη μετά τον πόλεμο, ο δημόσιος τομέας διευκόλυνε την ενσωμάτωση της στο σύστημα, εφόσον λειτουργούσε συνήθως με μικρότερα του μέσου ποσοστά εκμετάλλευσης και κερδοφορίας (αντανακλώμενα στις καλύτερες συνθήκες εργασίας, ασφαλή απασχόληση κλπ.). Αυτό οδήγησε στην αύξηση των μη-παραγωγικών δαπανών που διασφάλιζαν την αναπαραγωγή του συστήματος. Η μεταπολεμική “χρυσή εποχή” βασίσθηκε ακριβώς σε αυτές τις σχέσεις, αποδεικνύοντας ότι η κρατική οικονομική δραστηριότητα δεν αντιφάσκει με την ιδιωτική καπιταλιστική επιτυχία.

Η κρίση που ξέσπασε στη δεκαετία του 1970 σηματοδότησε το τέλος αυτής της εποχής. Η αφθονία συσσωρευμένου κεφαλαίου που δεν μπορεί να βρει κερδοφόρες διεξόδους και η ήττα του εργατικού κινήματος δημιούργησε τόσο την πίεση όσο και τις συνθήκες για την ιδιωτικοποίηση των κρατικών δραστηριοτήτων. Πρώτον, η ύπαρξη πολλών ιδιωτικών μεγάλων κεφαλαίων που αναζητούν για επικερδείς επενδύσεις αφαίρεσε τον κίνδυνο μονοπωλιακών καταστάσεων, τουλάχιστον στους στρατηγικούς τομείς μιας χώρας. Δεύτερο, η ήττα της εργατικής τάξης έκανε την αγορά εργασίας πιο “ευέλικτη” και επέτρεψε την αύξηση του βαθμού εκμετάλλευσης των εργαζομένων ακόμη και στις δημόσιες επιχειρήσεις. Τέλος, πολλά αγαθά που τα παρήγαγαν δημόσιες επιχειρήσεις και τα παρείχαν είτε δωρεάν είτε σε πολύ χαμηλές (μη-ανταγωνιστικές αγοραίες) τιμές σήμερα εμπορευματοποιούνται πλήρως (δηλαδή πρέπει να πωλούνται στην αγορά αντί να επιδοτούνται). Για όλους αυτούς τους λόγους οι περιοχές που πριν θεωρούνταν αποκλειστικής αρμοδιότητας του κράτους τώρα οφείλουν να είναι διαθέσιμοι στο ιδιωτικό κεφάλαιο. Η τάση προς είτε την ανοιχτή ιδιωτικοποίηση είτε την υιοθέτηση αυστηρά ιδιωτικοοικονομικών κριτηρίων στη διοίκηση των δημοσίων επιχειρήσεων έχει τον ίδιο στόχο: την άμεση και έμμεση αύξηση της κερδοφορίας και της συσσώρευσης κεφαλαίου.

Συγκεφαλαιώνοντας, είναι αναγκαίο σήμερα για να αντιμετωπισθεί η νέο-φιλελεύθερη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων να αναπτυχθεί μία θεωρητική ανάλυση που να ερμηνεύει καλύτερα τις αλλαγές που έλαβαν χώρα στην σύγχρονη πραγματικότητα και ταυτόχρονα να αποκαλύπτει τις θεωρητικές και εμπειρικές αδυναμίες της πρώτης. Το άρθρο αυτό του Ben Fine αποτελεί αναμφίβολα μία συμβολή προς την κατεύθυνση αυτή.

3.2. Εμπειρικές έρευνες σχετικές με τις αποκρατικοποιήσεις

Το 1992 ο Kornai, ο Freedman και ο Rapaczynski (1994), με την ερευνά τους έδειξαν ότι στις κομμουνιστικές χώρες οι κυβέρνησης τους ήταν ανίκανες και απρόθυμες να δημιουργήσουν και να εφαρμόσουν ένα βέλτιστο επιχειρηματικό σχέδιο αποκρατικοποίησης. Η έλλειψη ενός τέτοιου επιχειρηματικού σχεδίου αποτέλεσε πρόσφορο έδαφος για τους «κερδοσκόπους» διαχειριστές των κρατικών αυτών επιχειρήσεων οι οποίοι σπαταλούσαν πολύ περισσότερα από τον προϋπολογισμό της εταιρίας έτσι ώστε να αποκτήσουν μεγαλύτερο έλεγχο. Συνεπώς οι διαχειριστές αυτοί πραγματοποιούσαν χαμηλές επενδύσεις και εφαρμόζαν υψηλό κόστος παραγωγής των κρατικών υπηρεσιών ή προϊόντων έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους.

Ο Boycko το 1996 παρείχε μια εναλλακτική επεξήγηση για την συμπεριφορά των manager αυτών λέγοντας ότι οι πολιτικοί ελέγχουν τις κρατικές επιχειρήσεις και τις χρησιμοποιούν για να παρέχουν οικονομικά οφέλη για τους οπαδούς τους μέσω εξεζητημένων προσλήψεων και καθοδηγούμενων επενδύσεων. Σύμφωνα με τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και άλλων οικονομικών θεωριών ο τρόπος για να εισαχθούν κατάλληλοι περιορισμοί του προϋπολογισμού των κρατικών επιχειρήσεων και για να εξαφανιστούν φαινόμενα αναποτελεσματικότητας και διαφθοράς, είναι να αποκρατικοποιηθούν οι επιχειρήσεις αυτές. Στις Κεντρικές και Ανατολικές χώρες της Ευρώπης η αποκρατικοποίηση αποτέλεσε μονόδρομο για την ανάκαμψη των οικονομιών τους. Παρ' όλα αυτά πρέπει να πούμε ότι οι αποκρατικοποιήσεις στις μεταβατικές οικονομίες διαφέρουν από εκείνες που πραγματοποιούνται στη Δυτική Ευρώπη.

Οι Laban και Wolf το 1993 εξήγησαν τη διαφορά μεταξύ των προγραμμάτων που πραγματοποιούνται στις μεταβατικές οικονομίες και εκείνων που πραγματοποιούνται στις χώρες ΟΟΣΑ, αναφερόμενοι στην επίδραση που έχει το critical mass στις μεταβατικές οικονομίες, λόγω των δευτερογενών επιπτώσεων των μαζικών αποκρατικοποιήσεων. Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις των ατομικών πωλήσεων έχουν θετική συσχέτιση με την συνολική επιτυχία των προγραμμάτων αποκρατικοποίησης. Επιπλέον οι

αποκρατικοποιήσεις μπορούν να αποτελέσουν μέρος ενός ανασχηματισμού του πολιτικού και οικονομικού συστήματος μιας χώρας, όπως επίσης και στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών βοηθώντας τα οικονομικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις να λειτουργούν καλύτερα.

Ο Brada το 1996 παρείχε μια ταξινόμηση τεσσάρων μεθόδων αποκρατικοποίησης για τις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης. Αποκρατικοποίηση μέσω αποκατάστασης, αποκρατικοποίηση μέσω της πώλησης κρατικής περιουσίας χρησιμοποιώντας άμεσες πωλήσεις ή εκδόσεις μετοχών, αποκρατικοποίηση με κουπόνια και αποκρατικοποίηση from below. Η πρώτη μέθοδος έχει περιορισμένη εφαρμογή στις χώρες της Ανατολικής και Κεντρικής Ευρώπης, όμως, μπορούμε να πούμε ότι χρησιμοποιείται περισσότερο σε χώρες που δραστηριοποιούνται σε γεωργικές εργασίες. Η αποκρατικοποίηση from below είναι η αποκρατικοποίηση μέσα από την εμφάνιση denovo ιδιωτικών επιχειρήσεων και είναι διαφορετική από τις άλλες μεθόδους εκποίησης. Η κύρια μέθοδος αποκρατικοποίησης είναι εκείνη της πώλησης κρατικής περιουσίας ή της αποκρατικοποίησης μέσω κουπονιών (βλ Lipton & Sachs 1990, Blanchard 1991, Sachs 1992, Carlin & Mayer 1992, Bolton & Roland 1992, Boycko 1994, Frydman & Rapaczynski 1994).

Εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν συγκεκριμένα για το εάν οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις στις μεταβατικές οικονομίες έχουν βελτιώσει τις επιδόσεις των αποκρατικοποιημένων επιχειρήσεων δίνουν έμφαση στη λειτουργική απόδοση και στη σημασία των αλλαγών στο ιδιοκτησιακό καθεστώς (βλ Barberis 1996, Priston and Spicer 1996 and Earle 1996). Το αποτέλεσμα αυτών των μελετών, με την εξαίρεση της μελέτης του Earle για την Ρωσία, συμφωνούν με τα αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών για άλλες χώρες, δεδομένης της βελτίωσης που σημειώθηκε στις λειτουργικές αποδόσεις που επακολουθούσαν της αποκρατικοποίησης (Eckel 1997, La Porta and Lopez-de Silanes 1997, Ramamurti 1997 and Megginson 1994). Υπάρχει ωστόσο λίγη πληροφορία για την βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη οικονομική απόδοση των αποκρατικοποιημένων εταιριών των χωρών των ΚΑΕ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΟΙ ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ

4.1. Οι αποκρατικοποιήσεις στην Ουγγαρία και στις χώρες της κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης

Μια θεωρητική επεξήγηση των διαφόρων τύπων προγραμμάτων αποκρατικοποίησης δίνεται από τον Perotti (1995). Μοντελοποίησε τον διττό πόλο της κυβέρνησης, σαν νομοθέτης και σαν πωλητής των κρατικών επιχειρήσεων (s.o.e.s), ως ένα συμμετρικό πρόβλημα πληροφοριών κατά το οποίο οι επενδυτές δεν είναι βέβαιοι από τις πραγματικές προθέσεις της κυβέρνησης. Στο μοντέλο αυτό υπάρχουν δύο τύποι κυβερνήσεως: Η μια που είναι αφοσιωμένη στην αποκρατικοποίηση και η άλλη μια δημοφιλής κυβέρνηση η οποία θεωρεί την αποκρατικοποίηση ως μία αντιδραστική και εκδικητική δραστηριότητα η οποία είναι πιθανό να αντιστρέφει την ίδια της την πολιτική στο μέλλον. Ο Perotti έδειξε ότι η κυβέρνηση που τάσσεται υπέρ της αποκρατικοποίησης μπορεί να επιθυμεί να ξεκινήσουν οι διαδικασίες πώλησης των s.o.e.s σταδιακά μέσα στον χρόνο μέσω τμηματικών πωλήσεων. Αντίθετα οι δημοφιλείς κυβερνήσεις προτιμούν ολοκληρωμένη πώληση. Οι τμηματικές πωλήσεις από μόνες τους ωστόσο μπορούν να μην επαρκούν για να μειώσουν την αβεβαιότητα που προέρχεται την κυβερνητική υποχρέωση για αποκρατικοποίηση, διότι μπορεί να θεωρηθούν από μερικούς επενδυτές ως υποκινούμενες ενέργειες από τις ίδιες τις κυβερνήσεις, για να διατηρήσουν το management και μετά την πώληση. Σε αυτή την περίπτωση, η κυβέρνηση μπορεί να υλοποιήσει της υποχρέωσης της, υποτιμώντας τις PIPOS, υποδεικνύοντας έτσι ότι η βελτίωση στην αποτελεσματικότητα προτιμάται από τη μεγιστοποίηση βραχυπρόθεσμου κέρδους.

Ο Perotti και Guney (1993) εξέτασαν την δομή των προγραμμάτων αποκρατικοποίησης στην Αγγλία, Ισπανία, Νιγηρία, Τουρκία, Μαλαισία, Πολωνία, Ουγγαρία και Τσεχία. Πραγματοποιήσαμε λοιπόν τις ακόλουθες παρατηρήσεις: υπάρχει επικράτηση των περιοδικών πωλήσεων, υποτίμηση στις PIPOS πιο πολύ από τις IPOS, εταιρίες σε πολιτικά ευαίσθητους τομείς τείνουν να αποκρατικοποιούνται με μικρότερες αρχικές πωλήσεις και μεγαλύτερη υποτίμηση, οι κατασκευαστικές εταιρίες σε ανταγωνιστικές αγορές είναι πολύ πιθανό να πουληθούν στο 100%, τα stakes σε πολλές εταιρίες πολύ συχνά πωλούνταν αυτόματα, η διαδικασία αποκρατικοποίησης επιταχύνεται

στο χρόνο και καθώς αυξάνεται η πιστοληπτική πολιτική, γίνονται πιο συχνές αρχικές πώλησης.

Ο Jones (1999) εξέτασε τα θέματα τιμολόγησης και μετοχών, καθώς και τα θέματα μεταφοράς κεφαλαίων που πραγματοποιήθηκαν από τις κυβερνήσεις δοθέντος της αποκρατικοποίησης των S.O.E.s, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 630 εταιριών από 59 χώρες για την περίοδο 1977 μέχρι 1997. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι PIPOs είναι σημαντικά υποτιμημένες, οι κυβερνήσεις βασίζονται σε μια τροποποιημένη τιμή προσφοράς από οποιαδήποτε άλλη μέθοδο, μεταφέρουν μετοχές σε άλλες τοποθετήσεις με ένα πολιτικά υποκινούμενο τρόπο (πχ εξυπηρετήσεις σε υπάλληλους) και η πλειοψηφία των κυβερνήσεων παραδίδουν την καθημερινή διαχείριση των S.O.E.s, αλλά διατηρούν ένα είδος αποτελεσματικής αναβλητικής αρνησικυρίας (βέτο) στο management. Επίσης ο Jones παρατηρεί ότι οι κυβερνήσεις στρέφουν την προσοχή τους σε διαφορετικούς τομείς αποκρατικοποίησης και δίνουν περισσότερη ή λιγότερη βαρύτητα εκεί που επιθυμούν με τέτοιο τρόπο ώστε να επηρεάσουν την μέθοδο αποκρατικοποίησης που θα επιδεχθεί. Για παράδειγμα οι κυβερνήσεις που έχουν ως προτεραιότητα τη μεγιστοποίηση του κέρδους μπορεί να προτιμούν την πώληση περιουσιακών στοιχείων σε αντίθεση με τις PIPOs λόγω χαμηλότερης ρευστότητας και άλλων λειτουργικών κοστών, ενώ οι PIPOs έχουν το πλεονέκτημα τη διαφάνειας και της συμμετοχής μικρών επενδυτών μπορεί να enhance την δημοτικότητα της κυβέρνησης.

Ο Megginson (1998) ανέλυσε δεδομένα 1.389 αποκρατικοποιήσεων που έλαβαν μέρος σε 80 χώρες. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα PIPOs έχουν περισσότερες διαδικασίες και συναλλαγές από την πώληση περιουσιακών στοιχείων και ότι οι κυβερνήσεις κατά μέσω ορό αποκρατικοποιούν μικρότερες ποσότητες μέσω PIPOs σε σχέση με τις έμμεσες πώλησης. Αποδίδουν το υψηλό μέσω ποσοστό πωλήσεων μέσω έμμεσων πωλήσεων στη θέληση της κυβέρνησης να πουλήσει περισσότερο όταν βρίσκεται στη διαδικασία αναζήτησης ιδιοκτήτη καθώς επίσης στο immense μέγεθος ορισμένων PIPOs, οι οποίες μπορεί να prelude την πώληση ενός υψηλού ποσοστού μετοχών.

Η αναφορά της UK Public Accounts Committee (1998) στα αγγλικά προγράμματα αποκρατικοποίησης δίνει επιπλέον στοιχεία υπέρ της πώλησης μετοχών στις κρατικές υπηρεσίες – εταιρίες σταδιακά, υποστηρίζοντας ότι οι περιοδικές πώλησης έχουν επιτύχει πολύ καλύτερες τιμές πώλησης σε αντίθεση με την ολοκληρωτική πώληση και ότι οι πωλήσεις θα πρέπει να γίνονται σταδιακά για να διασφαλιστούν όλες οι ασφαλιστικές και νομοθετικές δικλίδες.

4.2. Μεσοπρόθεσμη αποδοτικότητα των ιδιωτικοποιούμενων επιχειρήσεων

Η εκτενής βιβλιογραφία για την μεσοπρόθεσμη απόδοση των ιδιωτικών εταιριών IPOs αποκαλύπτει μια διεθνή τάση υποβαλλουσών αποδόσεων (βλ Tinic (1998), Ritter (1991), Aggarwal (1993), Levis (1993)). Οι θεωρητικές επεξηγήσεις για αυτά τα αρχικά συμπεράσματα συνήθως βασίζονται στην ασύμμετρη πληροφορία μεταξύ των διαφόρων μερών που συμμετέχουν στις IPOs (π.χ. οι winner's curse hypothesis , the signaling hypothesis , the cascade hypothesis) καθώς επίσης και σε θέματα νομοθεσίας (ex. The lawsuit avoidance hypothesis, the regulatory constraint hypothesis and the stabilization hypothesis).

Η τιμολόγηση – αποτίμηση των PIPOs έχει ερευνηθεί από εκείνη των IPOs αλλά οι ενδείξεις της υποτίμησης φαίνονται να είναι καταλυτικές (βλ Vickers and Yarrow (1998), Jenvinson and Mayer (1998), Husson and Jacquillar (1989), Levis (1993, 1995) και Aggarwal (1993)). Ο Jones (1999) έδειξε ότι η υποτίμηση της IPO σχετίζεται σημαντικά με το ποσοστό των πωλήσεων των μετοχών στο βαθμό της ανισότητας των εισοδημάτων στη χώρα που λαμβάνει χώρα η αποκρατικοποίηση. Βρέθηκε μια θετική συσχέτιση μεταξύ της αρχικής απόδοσης των PIPOs και της μεταφοράς κεφαλαίων σε ξένες τοποθετήσεις και το ότι το μέγεθος της επιχείρησης δεν επηρεάζει σημαντικά την υποτίμηση. Αυτό ερμηνεύεται ως μια υπόδειξη ότι οι αρχικές αποδόσεις των PIPOs δεν επηρεάζονται από μη συμμετρικές πληροφορίες που προέρχονται μεταξύ εισηγητών και των επενδυτών σε σχέση με την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας καθώς επίσης και της προοπτικής ανάπτυξης της.

Συγκρίσεις μεταξύ PIPOs και IPOs των ιδιωτικών εταιριών είναι σπάνιες. Πρόσφατες έρευνες [Vickers and Yarrow (1998), Jenvinson and Mayer (1998), Perotti and Guney (1993) και Levis (1993)] έδειξαν υψηλότερες αποδόσεις στις PIPOs σε διαφορές χώρες όπως: Αγγλία, Γαλλία, Ισπανία, Νιγηρία, Τουρκία, Μαλαισία. Τα αποτελέσματα πιο πρόσφατων ερευνών δεν είναι εμπεριστατωμένα.

Οι Menyah and Pandyal (1996) έδειξαν μια μέση υποτίμηση της τάξεως του 38,7% για τις PIPOs σε σύγκριση με το 3,48% των ιδιωτικών IPOs στην Αγγλία, ενώ οι Dewenter και Malatesta (1997) έδειξαν ότι μειωθήκαν σημαντικά οι αποδόσεις των PIPOs στον Καναδά και τη Μαλαισία σε αντίθεση με τους προσωπικούς εταιρικούς τους συνεργάτες. Για το Ηνωμένο Βασίλειο ωστόσο έδειξαν το αντίθετο. Δεν βρέθηκαν δηλαδή στοιχεία που να αποδεικνύουν το γεγονός ότι οι κυβερνήσεις υποτιμούν σκόπιμα τις IPOs περισσότερο από τους ιδιωτικούς επενδυτές, ελέγχοντας όλη τη διαδικασία πώλησης (δηλ.

την τιμή προσφοράς – πώλησης και την ημερομηνία). Ο Saadonni (1998) έδειξε ότι τα μέσα premiums είναι 103,5% και 52% για τις PIPOs της Μαλαισίας και τις IPOs αντίστοιχα.

Ο Ma (1998) χρησιμοποίησε τα δεδομένα των Dewenter και Malatesta και έδειξε ότι πρόεκυψαν θετικές και σημαντικές αρχικές αποδόσεις για τις PIPOs στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Γαλλία, την Πολωνία, την Μαλαισία, την Ταϊλανδή και την Ταϊβάν, με μονό τις Καναδικές PIPOs να δείχνουν αρνητικές μέσες αρχικές αποδόσεις. Αυτές οι αποδόσεις είναι σημαντικά υψηλότερες από εκείνες των ιδιωτικών IPOs έπειτα από τον έλεγχο συγκεκριμένων παραγόντων, ωστόσο δεν βρέθηκε καμία διαφορά μεταξύ PIPOs και ιδιωτικών IPOs στους τομείς της αβεβαιότητας και της ασύμμετρης πληροφορίας.

Ο Perotti (1995) παρατηρεί ότι η υποτίμηση των PIPOs είναι ένα μέσο με το οποίο η εκάστοτε κυβέρνηση να πειθαρχεί στα νομικά και θεσμικά πλαίσια της αγοράς, καθώς και στην αναδιάρθρωση της, επιχειρηματολογώντας ότι οι πειθαρχημένες κυβερνήσεις θα πρέπει να έχουν υψηλότερες μέσες υποτιμήσεις σε σύγκριση με τις δημοφιλής κυβερνήσεις. Οι Biais and Perotti (1997) προχωρούν ένα βήμα πιο μπροστά, εισάγοντας μία θεωρία που να επεξηγεί τις διάφορες υποτιμήσεις ανάμεσα στις PIPOs που πραγματοποιούνται σε διαφορετικές κυβερνήσεις. Επεξηγούν ποιο είναι το βέλτιστο επίπεδο υποτίμησης για μια market-oriented κυβέρνηση και επιχειρηματολογούν ότι η (πολιτική) αξία των μετοχών πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι σχεδιάζεται μια βέλτιστη στρατηγική αποκρατικοποίησης. Έδειξαν ότι μία βέλτιστη στρατηγική αποκρατικοποίησης προϋποθέτει επαρκή υποτίμηση τέτοια ώστε να προσελκύσει το μέσω ψηφοφόρο ως αγοραστή σε προσφορές για κρατική περιουσία, διότι αυτή η στρατηγική θα μειώσει την πιθανότητα της μη εθνικοποίησης και θα αυξήσει τη δημοτικότητα της κυβέρνησης. Οι κυβερνήσεις σε χώρες με χαμηλά μέσα εισοδήματα τείνουν να υποτιμούν περισσότερο και να μεταφέρουν μετοχές σε άλλες τοποθετήσεις προς τον διάμεσο ψηφοφόρο.

4.3. Μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των ιδιωτικοποιούμενων επιχειρήσεων

Εμπειρικές αναλύσεις έχουν δείξει ότι είναι παγκόσμιο φαινόμενο οι αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ιδιωτικών εταιριών IPOs (Ritter 1991, Levis 1993, Loughran 1994, Aggarwal 1993, Lee 1996). Ωστόσο, υπάρχουν μερικές έρευνες συγκρίνουν τις αποδόσεις μακροχρόνια σε αντίθεση με τις αποδόσεις σε βραχυπρόθεσμο χρόνο των PIPOs, και τα στοιχεία δεν δίνουν σαφή αποτελέσματα. Ο Levis (1993), ο Menyah (1995), οι Menyah and Paubyal (1996) και Huang (1997) έδειξαν ότι οι PIPOs στατιστικά σημαντικές θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις για τους Άγγλους επενδυτές, ενώ

οι Davidson και Roggen (1996) έδειξαν για την Γαλλία και την Ιταλία αρνητικές ετήσιες καθαρές αποδόσεις, αλλά θετικές για την Αυστρία και το Ηνωμένο Βασίλειο για την περίοδο 1990-1996. Θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις παρατηρήθηκαν και για τις Γερμανικές PIPOs (Huanny (1997)), ενώ ο Aggarwal (1993) έδειξε αρνητικές ετήσιες αποδόσεις για τις PIPOs της Χιλής.

Οι Boardman and Lauvin (1998) και οι Dewenter and Malatesta (1997) παρουσίασαν θετικές και στατιστικά σημαντικές μακροχρόνιες αποδόσεις για τα δείγματα τους 87 και 102 PIPOs αντίστοιχα, ενώ ο Huang (1997) έδειξε ότι παρουσιάστηκαν θετικές αποδόσεις για τις PIPOs για τις περισσότερες από τις 9 χώρες του δείγματος του, ωστόσο μόνο οι Γερμανικές, οι Τουρκικές, οι Αγγλικές και οι PIPOs της Σιγκαπούρης παρουσίασαν στατιστικά σημαντικές μακροχρόνιες αποδόσεις.

Ο Megginson (1998), εξέτασε τις μακροχρόνιες buy-and-hold αποδόσεις για 264 PIPOs από 36 χώρες και για την χρονική περίοδο 1981-1997. Υπολόγισε τις ετήσιες, τις τριετείς και τις πενταετείς αποδόσεις του εγχώριου νομίσματος και του δολαρίου χρησιμοποιώντας εγχώρια, διεθνή και Αμερικάνικα μοντέλα της αγοράς (market indices) ως benchmarks. Υπολόγισαν επίσης στα αποτελέσματα τους και την επιρροή που ασκούν στο δείγμα τους οι εταιρίες κοινωνικής πρόνοιας όσον αφορά το νόμισμα, το μέγεθος, τη βιομηχανία, και βρέθηκαν σοβαρές ενδείξεις ότι υπάρχουν θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις άσχετα από τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό. Επίσης μη κανονικές αποδόσεις των εταιριών βρέθηκαν στο matching δείγμα (ανάμεσα σε 61% και 74% όλων των PIPOs δείγματος outperform the matching firm sample).

Ο Megginson (1998) εντόπισε διαφορές μεταξύ ιδιωτικών εταιριών IPOs και PIPOs, οι οποίες μπορούν να μας βοηθήσουν δίνοντας μας εξηγήσεις για την διαφορά στην απόδοση τους. Πρώτον, οι PIPOs είναι προσφορές όπου οι διαδικασίες τους δεν καταλήγουν απαραίτητως στην εταιρία, έτσι ώστε η πληροφορία που μεταφέρεται στους επενδυτές είναι πιθανόν να είναι διαφορετική από αυτή στις άλλες IPOs. Δεύτερον, οι PIPOs αναπόφευκτα οδηγούνται σε αλλαγές στην ιδιοκτησία, στις οικονομικές τους δραστηριότητες και στον τρόπο λειτουργίας των εταιριών που αφορούν. Το γεγονός αυτό συμβαίνει στις μεταβατικές οικονομίες όπου δίνεται ελευθερία στους managers να αντιδρούν στα σημάδια της αγοράς παρά να ακολουθούν καθοδηγούμενους οικονομικούς στόχους που οριοθετούνται από κεντρικές υπηρεσίες (όπως το κράτος). Η μετατόπιση των στόχων που βασίζονται στην μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών απαιτεί σημαντικές αλλαγές σε όλους τους τομείς του management. Τέλος managers στις ιδιωτικές εταιρίες IPOs μπορεί να έχουν διαφορετικές βλέψεις για την αποδοτικότητα σε σύγκριση με της

PIPOs . Για παράδειγμα οι κυβερνήσεις προτιμούν οι αποκρατικοποιημένες εταιρίες να έχουν θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις για να προσεγγίζουν επενδυτές, ενώ οι managers των εταιριών του ιδιωτικού τομέα μπορούν να νοιάζονται λιγότερο για το αν οι επενδυτές θα αποκομίσουν υψηλά θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις επενδύοντας τα λεφτά τους στις μετοχές της εταιρίας που εργάζονται. Σύμφωνα με τους Myers and Majluf (1984) οι managers μπορεί να θέλουν να μην πουλήσουν μετοχές της εταιρίας αν αυτό οδηγήσει σε μη κανονικές αποδόσεις στους νέους επενδυτές.

A) Υποθέσεις πάνω σε στρατηγικές αποκρατικοποίησης

1. Οι αποκρατικοποιήσεις είναι predominantly τμηματοποιημένες (Perotti & Guney 1993, Perotti 1995, και Biais & Perotti 1997)
2. Η διαδικασία αποκρατικοποίησης και το ποσοστό πώλησης μέρους της κρατικής εταιρίας αυξάνει στο χρόνο καθώς πιστοληπτική πολιτική αυξάνει. (Perotti & Guney 1993, Perotti 1995)
3. Οι κατασκευαστικές εταιρίες στις ανταγωνιστικές αγορές τείνουν να αποκρατικοποιούνται με σχετικά υψηλότερες αρχικές πωλήσεις από ότι οι εταιρίες σε πολιτικά ευαίσθητους τομείς. (Perotti & Guney 1993)
4. Οι κυβερνήσεις μεταφέρουν μετοχές σε άλλες τοποθετήσεις με έναν πολιτικά υποκινούμενο τρόπο (Perotti & Guney 1993, Biais & Perotti 1997, Jones 1999)
5. Stakes σε πολλές εταιρίες συχνά πωλούνται αυτόματα (Perotti & Guney 1993)

B) Υποθέσεις στην επιλογή των μεθόδων αποκρατικοποίησης.

6. Οι κυβερνήσεις ευνοούν τις άμεσες πωλήσεις σε αντίθεση με τις PIPOs (Megginson 1998, Jones 1999)
7. Το μέσο ποσοστό πώλησης είναι μεγαλύτερο στις άμεσες πωλήσεις σε σχέση με τις PIPOs (Megginson 1998)
8. Οι PIPOs έχουν περισσότερες συναλλαγές από τις άμεσες πωλήσεις.

Γ) Conjectures στην βραχυχρόνια απόδοση

9. Οι PIPOs έχουν θετικές αρχικές αποδόσεις (Perotti 1995, και Biais & Perotti 1997)
10. Οι PIPOs τείνουν να υποτιμούνται περισσότερο από άλλες IPOs (Perotti & Guney 1993)

Δ) Conjectures στην μακροχρόνια απόδοση

11. Οι ΡΙΡΟs έχουν θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις (Megginson 1998)

12. Οι ιδιωτικές εταιρίες ΙΡΟs υποσκελίζουν τις ΡΙΡΟs μακροχρόνια (Megginson 1998)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΟΙ ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Για πρώτη φορά η έννοια της αποκρατικοποίησης αναφέρθηκε στις Προγραμματικές Δηλώσεις που ανέγνωσε στη Βουλή ο τότε νέος πρωθυπουργός Κωνσταντίνος Μητσοτάκης στις 24 Απριλίου 1990. Στη συνέχεια, οι λέξεις «ιδιωτικοποιήσεις», «αποκρατικοποιήσεις» αναφέρονται σε όλους τους κρατικούς προϋπολογισμούς που κατατέθηκαν στη Βουλή μετά το 1990. Οι αποκρατικοποιήσεις (ανεξάρτητα αν αυτές μπορούν να σηματοδοτούν ιδιωτικοποιήσεις, μετοχοποιήσεις ή συμμετοχή ιδιωτών στο μετοχικό κεφάλαιο δημόσιων επιχειρήσεων) αποτέλεσαν ολόκληρη την περίοδο του σημερινού «εκσυγχρονισμού» και της καραμανλικής «μεταρρύθμισης» ένα από τα βασικά διαρθρωτικά μέτρα που χρησιμοποίησε η πολιτική των ελληνικών κυβερνήσεων ακολουθώντας πιστά τη νεοφιλελεύθερη θεωρία και πολιτική. Το ιδεολογικό επιχείρημα ήταν ότι το κράτος δεν μπορεί να είναι επιχειρηματίας ενώ το πολιτικό επιχείρημα που ακόμα και σήμερα χρησιμοποιείται, είναι η εξοικονόμηση σημαντικών εσόδων από τις δαπάνες λειτουργίας των δημόσιων οργανισμών και επιχειρήσεων, τα οποία κανονικά πρέπει να διατίθενται σε παραγωγικούς τομείς. Επίσης υποστηρίζεται ότι τα έσοδα που εξασφαλίζονται από τις αποκρατικοποιήσεις, πρέπει να διατίθενται στο σύνολό τους για μείωση του δημόσιου χρέους.

Δυστυχώς παρά τα έσοδα αυτά, το δημόσιο χρέος όχι μόνο δεν μειώνεται αλλά αυξάνεται και μάλιστα με ιλιγγιώδεις ρυθμούς. Για την ιστορία αναφέρουμε ότι η πρώτη ιδιωτικοποίηση, ήταν η περιπετειώδης αποκρατικοποίηση της Επιχείρησης Αστικών Συγκοινωνιών (ΕΑΣ) το 1991. Πρόκειται μάλιστα για μια ιδιωτικοποίηση από την οποία όχι μόνο δεν εξασφαλίστηκαν έσοδα από την πώληση αυτή, αλλά, όπως προκύπτει από την Εισηγητική Έκθεση του Κρατικού Προϋπολογισμού του 1992, επιβαρύνθηκε το Δημόσιο και με 12 δις δραχμές.

Η πρώτη ουσιαστική ιδιωτικοποίηση ήταν η πώληση της Τράπεζας Πειραιώς σε Όμιλο Επενδυτών το 1991, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στην Hanwha First Investment το 1993 και η αποκρατικοποίηση της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζάχαρης με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο το 1993. Η νέα τότε Κυβέρνηση του ΠΑΣΟΚ και οι άλλες έως τον Μάρτιο του 2004, κατάρτιζαν συνεχώς προγράμματα αποκρατικοποιήσεων και

μετοχοποιήσεων. Από τις αποκρατικοποιήσεις αυτές, η κυβέρνηση του ΠΑΣΟΚ, μέσα σε έξι χρόνια, εξασφάλισε έσοδα 13,7 δις ευρώ.

Πίνακας 1: Το χρονικό των αποκρατικοποιήσεων από το 1991

Το χρονικό των μετοχοποιήσεων, ιδιωτικοποιήσεων ή αποκρατικοποιήσεων μετά το 1991 έχει ως εξής:

1991	Πώληση της Τράπεζας Πειραιώς σε όμιλο επενδυτών υπό τον καθηγητή και τραπεζίτη Μιχάλη Σάλλα.	1998	Πώληση Τράπεζας Κρήτης στη Eurobank (δημόσια έσοδα – προκαταβολή– 22 δις δρχ.)
1991	Ιδιωτικοποίηση των αστικών συγκοινωνιών με την ίδρυση των Συγκοινωνιακών Επιχειρήσεων (ΣΕΠ).	1998	Μετοχοποίηση ΔΕΠ (δημόσια έσοδα 35 δις δρχ.)
1993	Μετοχοποίηση και εισαγωγή της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζάχαρης στο Χρηματιστήριο.	1998	Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης από Τράπεζα Πειραιώς (δημόσια έσοδα 27,3 δις δρχ.)
1993	Πώληση της Τράπεζας Αθηνών στην Hanwha First Investment.	1998	Πώληση της Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος στην Εγνατία Τράπεζα (δημόσια έσοδα 17,3 δις δρχ.)
1996	Πρώτη μετοχοποίηση ΟΤΕ.	1998	Μετοχοποίηση Olympic Catering (δημόσια έσοδα 2,5 δις δρχ.)
1997	Αναγγελία μετοχοποίησης ομίλου ΔΕΠ.	1998	Μετοχοποίηση Γενικής Τράπεζας (δημόσια έσοδα 14 δις δρχ.)
1998	Πρώτη και δεύτερη μετοχοποίηση Καταστημάτων Αφορολόγητων Ειδών (δημόσια έσοδα 20 δις και 82 δις δρχ. αντίστοιχα).	1998	Αναγγελία για την εισαγωγή στο ΧΑ την περίοδο 1998-2000 των ακολούθων κερδοφόρων δημοσίων επιχειρήσεων: Διώρυγα Κορίνθου, ΔΕΘ, Κτηματική Εταιρεία Δημοσίου, ΕΥΔΑΠ, ΟΑΥΘ, ΟΔΙΕ, ΟΛΠ, ΟΛΘ, Olympic Catering, Ολυμπιακή Τουριστική και ΟΠΑΠ.
1998	Πρώτη και δεύτερη μετοχοποίηση Χρηματιστηρίου Αθηνών (δημόσια έσοδα 22 δις και 10 δις δρχ. αντίστοιχα)	1999	Μετοχοποίηση Εθνικής Τράπεζας (δημόσια έσοδα 281 δις δρχ.)
1998	Δεύτερη και τρίτη μετοχοποίηση ΟΤΕ (δημόσια έσοδα 126 δις και 302 δις δρχ. αντίστοιχα)	1999	Τρίτη μετοχοποίηση Καταστημάτων Αφορολόγητων Ειδών (δημόσια έσοδα 127 δις δρχ.)

1998	Πώληση μετοχών Εθνικής Τράπεζας (δημόσια έσοδα 63 δις δρχ.)	1999	Τέταρτη μετοχοποίηση ΟΤΕ (δημόσια έσοδα 341 δις δρχ.)
1999	Νέα μετοχοποίηση ΔΕΠ (δημόσια έσοδα 50 δις δρχ.)	2002	Νέα μετοχοποίηση ΟΤΕ (δημόσια έσοδα 652 εκατ. ευρώ)
1999	Μετοχοποίηση ΔΕΠΑ (δημόσια έσοδα 35 δις δρχ.)	2002	Νέα μετοχοποίηση ΟΠΑΠ (δημόσια έσοδα 508 εκατ. ευρώ)
1999	Μετοχοποίηση ΕΥΔΑΠ (δημόσια έσοδα 60 δις δρχ.)	2002	Πρώτη και δεύτερη μετοχοποίηση ΔΕΗ (δημόσια έσοδα 814 εκατ. ευρώ)
1999	Πώληση Ιονικής Τράπεζας στην Alpha Bank (δημόσια έσοδα 272 δις δρχ.)	2002	Πώληση πακέτου 2,3% μετοχών της Εμπορικής Τραπέζης στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων στην Credit Agricole-CA (δημόσια έσοδα 56 εκατ. ευρώ)
1999	Νέα μετοχοποίηση Olympic Catering (δημόσια έσοδα 3 δις δρχ.)	2002	Πώληση 58% της Olympic Catering στην Everest AE (δημόσια έσοδα 18 εκατ. ευρώ)
1999	Μετοχοποίηση ΕΤΒΑ (δημόσια έσοδα 75 δις δρχ.)	2002	Πώληση 49% του Ελληνικού Καζίνο Πάρνηθας στην Κοινοπραξία Hyatt - ET και επενδύσεις (δημόσια έσοδα 170 εκατ. ευρώ)
2001	Μετοχοποίηση της Εταιρείας Ύδρευσης Αποχέτευσης Θεσ/νίκης (δημόσια έσοδα 10 εκατ. ευρώ)	2002	Μακροχρόνια μίσθωση και επενδύσεις των Ακτών Αττικής (δημόσια έσοδα 32 εκατ. ευρώ)
2001	Μετοχοποίηση Οργανισμού Λιμένος Θεσ/νίκης (δημόσια έσοδα 20 εκατ. ευρώ)	2002	Πώληση των Ελληνικών Ναυπηγείων (Ναυπηγεία Σκαραμαγκά) στην HDW.
2001	Νέα μετοχοποίηση ΟΠΑΠ (δημόσια έσοδα 90 εκατ. ευρώ)	2003	Τρίτη μετοχοποίηση ΔΕΗ (δημόσια έσοδα 636 εκατ. ευρώ)
2002	Πώληση της ΕΤΒΑ στην Τράπεζα Πειραιώς (δημόσια έσοδα 511 εκατ. ευρώ)	2003	Πώληση πακέτου 11% της Εθνικής Τράπεζας (δημόσια έσοδα 490 εκατ. ευρώ)

2003	Δημόσια εγγραφή Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (δημόσια έσοδα 55 εκατ. ευρώ)	2005	Διάθεση 10% των μετοχών του ΟΤΕ (δημόσια έσοδα 835 εκατ. ευρώ)
2003	Πώληση πακέτου 33,4% της Ελληνικά Χρηματιστήρια Ελλάδος (δημόσια έσοδα 89 εκατ. ευρώ)	2006	Διάθεση 7,18% των μετοχών της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (δημόσια έσοδα 328 εκατ. ευρώ)
2003	Τρίτη μετοχοποίηση (24,61%) ΟΠΑΠ (δημόσια έσοδα 736 εκατ. ευρώ)	2006	Κεφαλαιακή αναδιάρθρωση Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και μετοχική συνεργασία με ΕΛΤΑ (δημόσια έσοδα 436 εκατ. ευρώ)
2003	Πώληση πακέτου 16,65% των Ελληνικών Πετρελαίων (δημόσια έσοδα 326 εκατ. ευρώ)	2006	Εισαγωγή στο ΧΑ με τη διάθεση 34,84% των μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (δημόσια έσοδα 612 εκατ. ευρώ)
2003	Πώληση πακέτου 40% των Καταστημάτων Αφορολογήτων Ειδών (δημόσια έσοδα 174 εκατ. ευρώ)	2006	Διάθεση του 11,01% των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας (δημόσια έσοδα 364 εκατ. ευρώ)
2004	Πώληση πακέτου 8,21% των Ελληνικών Πετρελαίων (δημόσια έσοδα 192 εκατ. ευρώ)	2007	Προσφορά 10,7% των μετοχών του ΟΤΕ (δημόσια έσοδα 1100 εκατ. ευρώ)
2004	Πώληση πακέτου 7,46% της Εθνικής Τράπεζας (562 εκατ. ευρώ)	2007	Διάθεση 20% των μετοχών του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου (δημόσια έσοδα 510 εκατ. ευρώ)
2005	Διάθεση 16,44% μετοχών του ΟΠΑΠ (δημόσια έσοδα 1266 εκατ. ευρώ)	2008	Διάθεση 3% των μετοχών του ΟΤΕ (431 εκατ. ευρώ)

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

Πίνακας 2: Εξέλιξη των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις, 1998–2008

Έτος	Έσοδα (εκατ. €)	Έτος	Έσοδα (εκατ. €)
1998	2.104	2004	0.754
1999	3.971	2005	2.101
2000	1.830	2006	1.740
2001	1.651	2007	1.633
2002	2.677	2008	431
2003	3.148	-	-
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ			20.876,185

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΚΡΑΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

6.1. Το Δείγμα

Τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήσαμε για να εξάγουμε τα συμπεράσματά μας προήλθαν κατά βάση από δεδομένα που τηρεί και διαθέτει το Χρηματιστήριο Αθηνών και καλύπτουν την περίοδο 1985-2009. Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν με τη μέθοδο της μετοχοποίησης. Ορισμένες από αυτές ήταν ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ άλλες εισήχθησαν με στόχο την πώληση τους.

6.2. Η Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία συνίσταται στη μέτρηση των επιδόσεων των μετοχών του δείγματος κατά την διετία που προηγήθηκε και κατά την διετία που ακολούθησε την ιδιωτικοποίηση. Η σύγκριση των επιδόσεων των δύο αυτών περιόδων επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων για την επίδραση της ιδιωτικοποίησης στην αποδοτικότητα των μετοχών της κάθε επιχείρησης.

Για να αποφευχθεί η συναγωγή εσφαλμένων συμπερασμάτων από το γεγονός ότι η χρηματιστηριακή συγκυρία μπορεί να ήταν θετική ή αρνητική σε κάποια από τις δύο περιόδους, ακολουθήθηκε η εξής μεθοδολογία προσαρμογής των τιμών των μετοχών :

Οι τιμές των ιδιωτικοποιηθέντων επιχειρήσεων διαιρέθηκαν με τις αντίστοιχες τιμές του Γενικού δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και κατά τις δύο περιόδους. Με τον τρόπο αυτό απαφεύχθηκε η επίδραση της συγκυρίας στις αποδόσεις των μετοχών και επομένως τα αποτελέσματα έγιναν πιο φερέγγυα.

Οι σχέσεις που χρησιμοποιήθηκαν για την υλοποίηση της πιο πάνω μεθοδολογίας είναι οι εξής :

$$\text{Μέση τιμή Μετοχής: } \bar{x}_{\text{μετοχής}} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_{\text{μετοχή}_i},$$

όπου n: είναι ο αριθμός των ημερήσιων κλεισιμάτων της εξεταζόμενης μετοχής.

$$\text{Μέση τιμή Γενικού Δείκτη Τιμών: } \bar{x}_{\Gamma\Delta} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_{\Gamma\Delta_i},$$

όπου n: είναι ο αριθμός των ημερήσιων κλεισμάτων του Γενικού Δείκτη Τιμών.

Σχετικός Δείκτης Τιμών= Μέση Τιμή Μετοχής / Μέση τιμή Γενικού Δείκτη Τιμών για το εξεταζόμενο έτος $\left(\Sigma\Delta_i = \frac{\bar{x}_{\text{μετοχ}\epsilon\varsigma_i}}{\bar{x}_{\Gamma\Delta_i}} \right)$.

6.3. Αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης

Για κάθε εξεταζόμενη μετοχή παραθέτουμε έναν πίνακα με τα αποτελέσματά της καθώς επίσης και ένα Ραβδόγραμμα που περιλαμβάνει τις μέσες τιμές κλεισίματος της μετοχής ανά εξεταζόμενο έτος. Προηγουμένως όμως έχουμε εξηγήσει τι έχει συμβεί για τους μετόχους πριν και μετά την τελευταία μετοχοποίηση της εξεταζόμενης μετοχής.

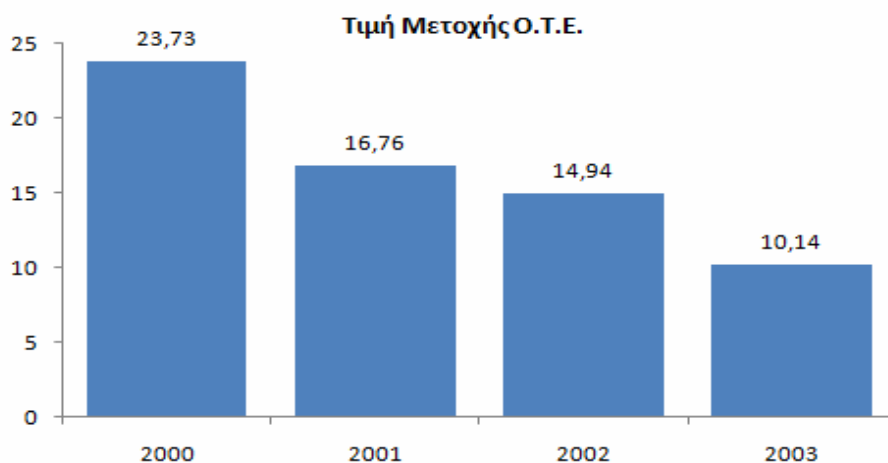
Όσον αφορά την περίπτωση του Ο.Τ.Ε. πρέπει να πούμε ότι το 1996 έγινε η πρώτη μετοχοποίηση του, με την 2^η και την 3^η να ακολουθεί στο έτος 1998 πραγματοποιώντας δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 126 δις και 302 δις ευρώ αντίστοιχα. Το 1999 πραγματοποιήθηκε η 4^η μετοχοποίηση του Ο.Τ.Ε. με δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 341 δις ευρώ. Στην παρούσα εργασία, θα μελετήσουμε τα αποτελέσματα της τελευταίας πραγματοποιηθείσας μετοχοποίησης, όπου στην προκειμένη περίπτωση αφορά το έτος 2002 με δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 652 δις €. Παρατηρούμε λοιπόν ότι πριν από την τελευταία μετοχοποίηση, και πιο συγκεκριμένα δύο χρόνια πριν (2000-2001), η μέση τιμή της μετοχής του Ο.Τ.Ε ήταν 23,73 και 16,76 € αντίστοιχα. Ενώ για τα έτη 2002-2003 (δύο έτη μετά την τελευταία μετοχοποίηση) η μέση τιμή της μετοχής ήταν 14,94 και 10,14 € αντίστοιχα ακολουθώντας μια πτωτική τάση. Το γράφημα που παραθέτουμε παραπάνω απεικονίζει χαρακτηριστικά τη συμπεριφορά της μετοχής πριν και μετά την αποκρατικοποίηση της. Συνεπώς, στην περίπτωση του Ο.Τ.Ε. μπορούμε να πούμε, με κάποια επιφύλαξη και βασίζόμενοι στις Μέσες Σχετικές Τιμές του πίνακα, ότι η αποκρατικοποίηση είχε θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους (από 4,6 που ήταν πριν την αποκρατικοποίηση έφτασε το 6,3). Αξίζει να σημειώσουμε ότι τα αποτελέσματα των Μέσων Σχετικών Τιμών βασίζονται στις μέσες τιμές του Γενικού δείκτη Τιμών της

εκάστοτε χρονολογίας. Με ανάλογο τρόπο θα ερμηνευτούν τα αποτελέσματα των υπολοίπων πινάκων.

Πίνακας 1. Αποτελέσματα Μετοχής Ο.Τ.Ε.

Ο.Τ.Ε.	Κρατική		Ιδιωτική	
	2000	2001	2002	2003
Έτος	2000	2001	2002	2003
Μέσος	23,73	16,76	14,94	10,14
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	5.750,85	3.256,27	2.034,64	1.911,03
M' = Μέσος/Μέση τιμή ΓΔ	0,0041	0,0051	0,0073	0,0053
M' * 1.000	4,1	5,1	7,3	5,3
Μέσες Σχετικές Τιμές	4,6		6,3	

Γράφημα 1. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής Ο.Τ.Ε. ανά έτος.

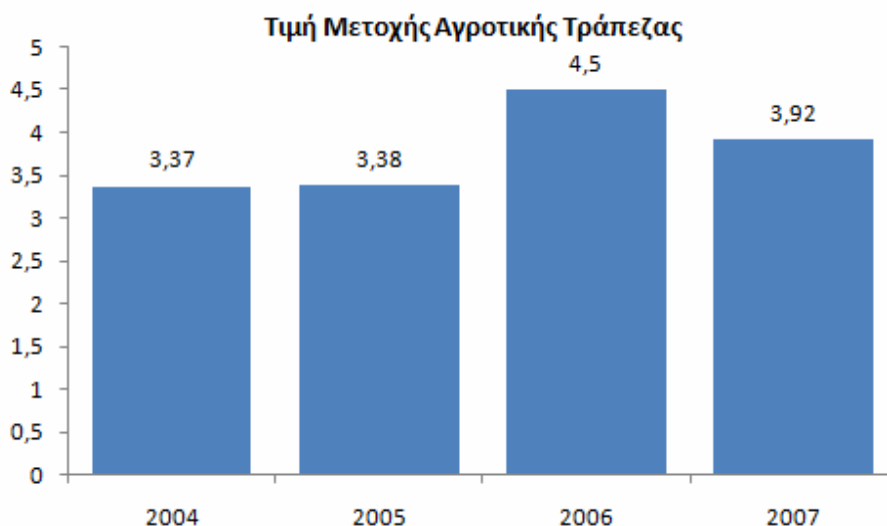


Για την Αγροτική Τράπεζα, που πραγματοποίησε το 2006 διάθεση του 7,18% των μετοχών της με δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 328 εκατ. ευρώ, παρατηρούμε ότι η Μέση Σχετική Τιμή της μετοχής της για την περίοδο πριν την ιδιωτικοποίησή της (και πιο συγκεκριμένα για 2 έτη πριν) έφτασε το 1.35, ενώ για τα πρώτα χρόνια της ιδιωτικοποίησής της έφτασε το 0.65 πραγματοποιώντας μια πτωτική τάση. Συνεπώς, στην περίπτωση της Αγροτικής Τράπεζας δεν παρουσιάστηκαν, με κάποια επιφύλαξη πάντα, άμεσα θετικά αποτελέσματα.

Πίνακας 2. Αποτελέσματα Μετοχής ΑΤΕ.

Αγροτική Τράπεζα	Κρατική		Ιδιωτική	
	2004	2005	2006	2007
Έτος	2004	2005	2006	2007
Μέσος	3,37	3,98	4,5	3,92
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	2.281,21	2.975,23	5.146,84	6.623,22
M' = Μέσος/Μέση τιμή ΓΔ	0,0014	0,0013	0,0008	0,00052
M' * 1.000	1,47	1,33	0,87	0,59
Μέσες Σχετικές Τιμές	1,35		0,65	

Γράφημα 2. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής της Αγροτικής Τράπεζας ανά έτος.

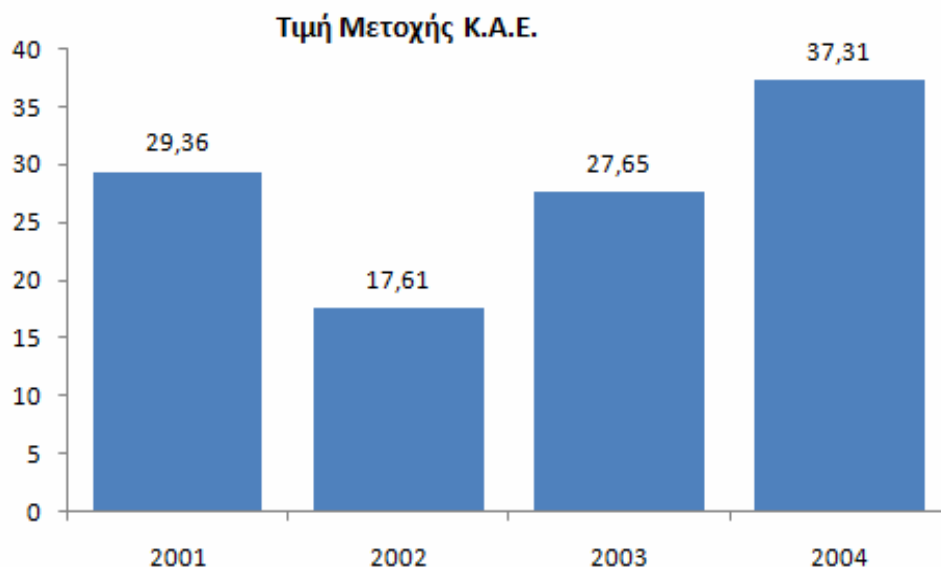


Για τα Καταστήματα Αφορολόγητων Ειδών όπου η πρώτη και δεύτερη μετοχοποίηση πραγματοποιήθηκε το 1998 και απέφερε δημόσια έσοδα 20 δις και 82 δις δραχμές αντίστοιχα, το 1999 ακολούθησε η Τρίτη μετοχοποίηση με δημόσια έσοδα 127 δις δραχμές και τέλος, το 2003 έγινε η πώληση πακέτου 40% των μετοχών της με δημόσια έσοδα 174 εκατ. ευρώ, παρατηρήσαμε μελετώντας τις Μέσες Σχετικές Τιμές ότι η οικονομική της θέση βελτιώθηκε (από 8,33 πριν την τελευταία μετοχοποίηση έφτασε το 15,41).

Πίνακας 3. Αποτελέσματα Μετοχής Κ.Α.Ε.

Κ.Α.Ε.	Κρατική		Ιδιωτική	
	2001	2002	2003	2004
Έτος				
Μέσος	29,36	17,61	27,65	37,31
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	3.256,27	2.034,64	1.911,03	2.281,21
M' = Μέσος/Μέση τιμή ΓΔ	0,0090	0,0086	0,0144	0,016
M' * 1.000	9,02	7,64	14,47	16,36
Μέσες Σχετικές Τιμές	8,33		15,41	

Γράφημα 3. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής των Κ.Α.Ε ανά έτος.

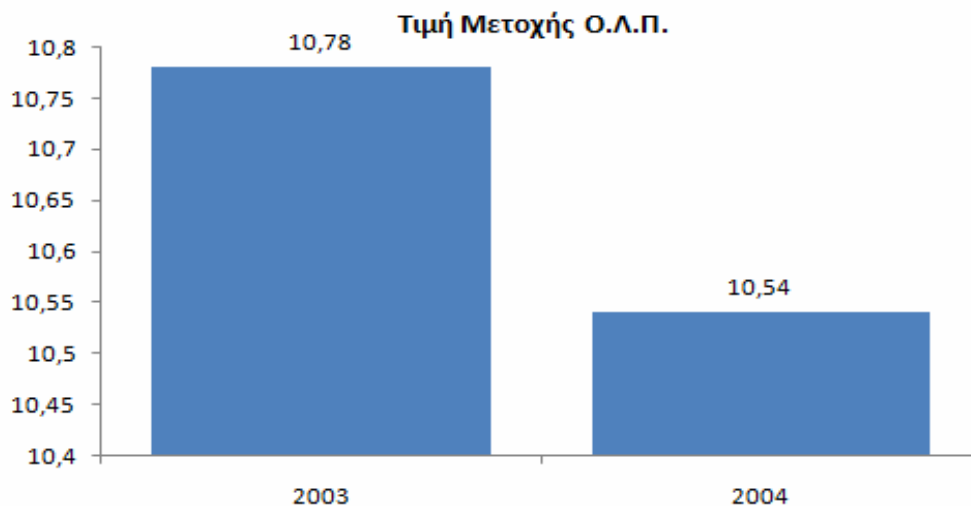


Η αποκρατικοποίηση του Ο.Α.Π. έγινε με την εισαγωγή του στο χρηματιστήριο για αυτό τον λόγο δεν υπάρχουν στοιχεία για προηγούμενα έτη. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε μόνο για τα έτη 2003 – 2004 όπου παρουσιάστηκε μια μικρή πτώση.

Πίνακας 4. Αποτελέσματα Μετοχής Ο.Α.Π.

Ο.Α.Π	Ιδιωτική	
Έτος	2003	2004
Μέσος	10,78	10,54
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	1.911,03	2.281,21
M' = Μέσος/Μέση τιμή ΓΔ	0,0056	0,00462
M' * 1.000	5,64	4,62
Μέσες Σχετικές Τιμές	5,13	

Γράφημα 4. Ραβδογράμματα μέσω των τιμών της μετοχής του Ο.Λ.Π. ανά έτος.

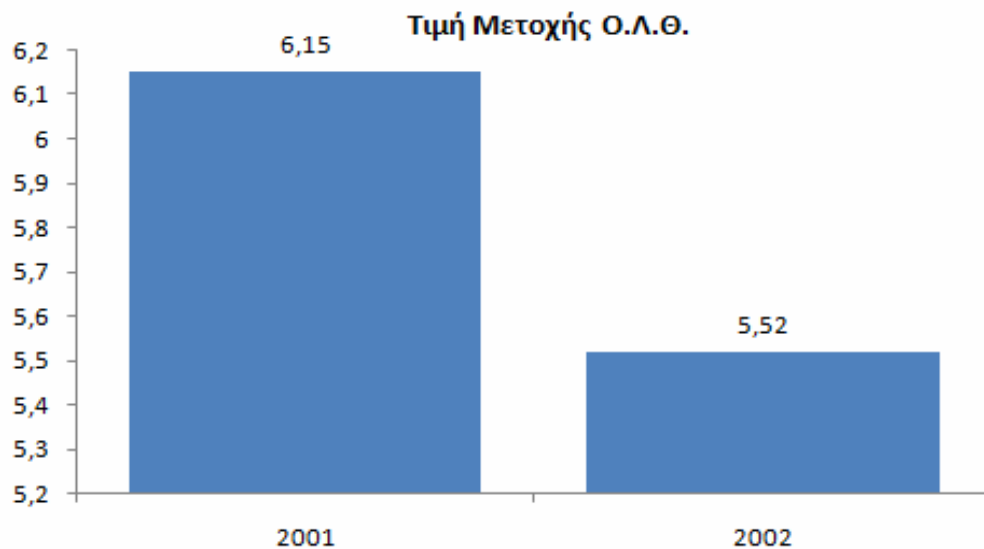


Επίσης, και η αποκρατικοποίηση του Ο.Λ.Θ. έγινε με την εισαγωγή του στο χρηματιστήριο για αυτό τον λόγο δεν υπάρχουν στοιχεία για προηγούμενα έτη. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε μόνο για τα έτη 2001 – 2002 όπου παρουσιάστηκε μια μικρή αύξηση.

Πίνακας 5. Αποτελέσματα Μετοχής Ο.Λ.Θ.

Ο.Λ.Θ	Ιδιωτική	
	2001	2002
Έτος Μέσος	6,15	5,52
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	3.256,27	2.304,64
$M^2 = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,001889	0,002395
$M^2 * 1.000$	1,89	2,40
Μέσες Σχετικές Τιμές	2,14	

Γράφημα 5. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής Ο.Λ.Θ. ανά έτος.

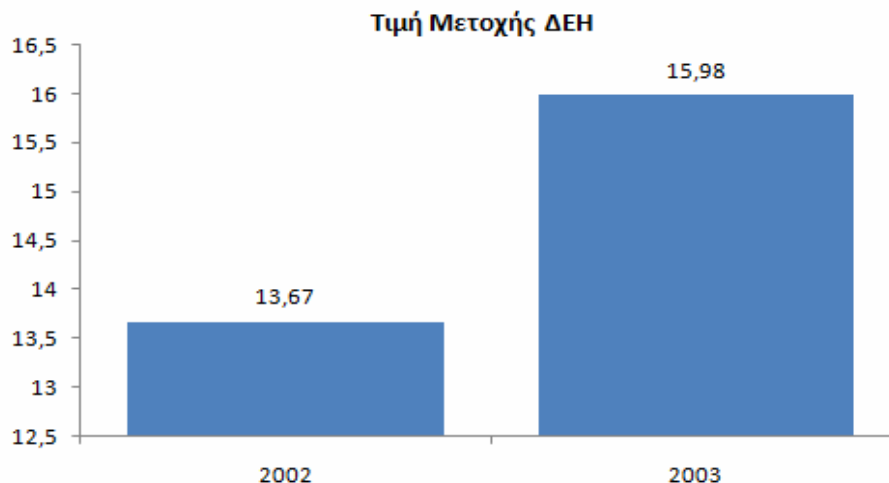


Η αποκρατικοποίηση της ΔΕΗ έγινε με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο για αυτό τον λόγο δεν υπάρχουν στοιχεία για προηγούμενα έτη. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε μόνο για τα έτη 2002 – 2003 όπου παρουσιάστηκε μια μικρή πτώση.

Πίνακας 6. Αποτελέσματα Μετοχής ΔΕΗ

ΔΕΗ	Ιδιωτική	
	2002	2003
Έτος		
Μέσος	13,67	15,98
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	1911,03	2281,21
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,007153	0,007005
$M' * 1.000$	7,15	7,01
Μέσες Σχετικές Τιμές	7,08	

Γράφημα 6. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής ΔΕΗ ανά έτος.

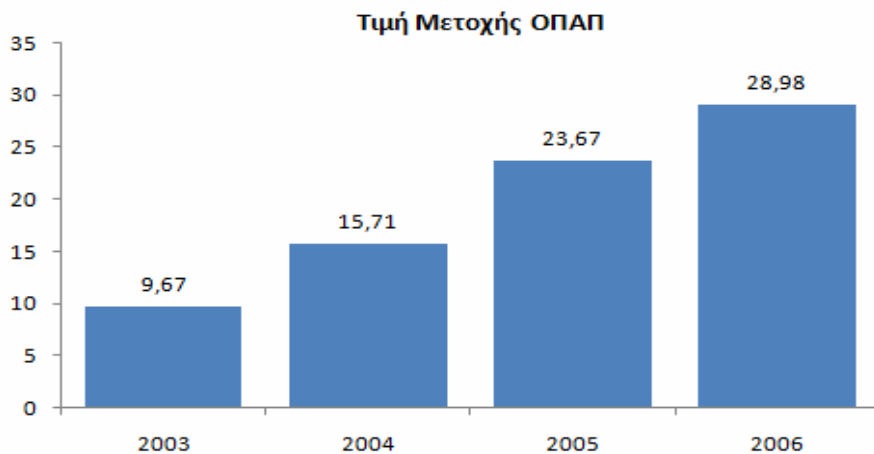


Το 2001 πραγματοποιήθηκε η πρώτη μετοχοποίηση του ΟΠΑΠ αποφέροντας δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 90 εκατ. ευρώ, το 2002 πραγματοποιείται νέα μετοχοποίηση του ΟΠΑΠ αποφέροντας δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 508 εκατ. ευρώ, το 2003 πραγματοποιείται η Τρίτη μετοχοποίηση (σε ποσοστό 24,61%) αποφέροντας δημόσια έσοδα 736 εκατ. ευρώ και τέλος, το 2005 με τη διάθεση του 16,44% των μετοχών του ΟΠΑΠ απέφερε δημόσια έσοδα 1.266 εκατ. ευρώ. Σύμφωνα λοιπόν με τις μέσες σχετικές τιμές του παραπάνω πίνακα μπορούμε να πούμε ότι η αποκρατικοποίηση του ΟΠΑΠ ωφέλησε τους μετόχους (από 5,97 έφτασε τα 6,80).

Πίνακας 7. Αποτελέσματα Μετοχής Ο.Π.Α.Π.

Ο.Π.Α.Π.	Κρατική		Ιδιωτική	
	2003	2004	2005	2006
Έτος	2003	2004	2005	2006
Μέσος	9,67	15,71	23,67	28,98
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	1911,03	2281,21	2971,23	5146,84
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,00506	0,006887	0,007966	0,005631
$M' * 1.000$	5,06	6,89	7,97	5,63
Μέσες Σχετικές Τιμές	5,97		6,80	

Γράφημα 7. Ραβδογράμματα μέσω τιμών της μετοχής Ο.Π.Α.Π ανά έτος.

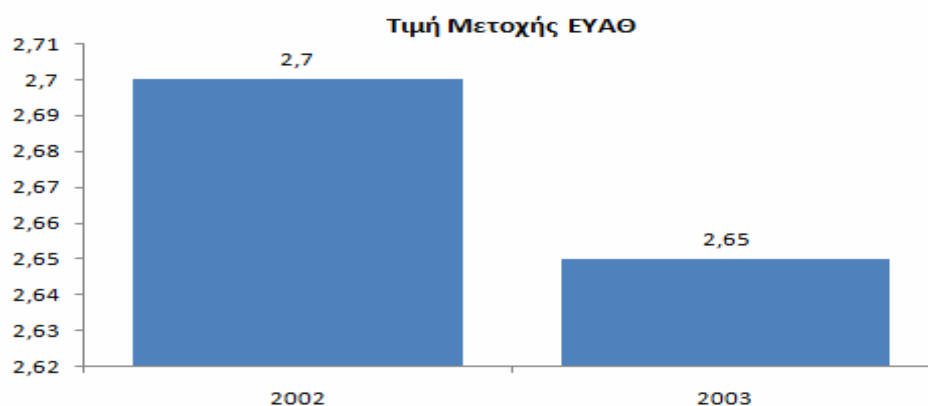


Η αποκρατικοποίηση του ΕΥΑΘ έγινε με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο για αυτό τον λόγο δεν υπάρχουν στοιχεία για προηγούμενα έτη. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε μόνο για τα έτη 2002 – 2003 όπου παρουσιάστηκε μια μικρή αύξηση.

Πίνακας 8. Αποτελέσματα Μετοχής ΕΥΑΘ

ΕΥΑΘ	Ιδιωτική	
Έτος	2002	2003
Μέσος	2,70	2,65
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	2304,64	1911,03
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,001172	0,001387
$M' * 1.000$	1,17	1,39
Μέσες Σχετικές Τιμές	1,28	

Γράφημα 8. Ραβδογράμματα μέσω των τιμών της μετοχής ΕΥΑΘ ανά έτος.

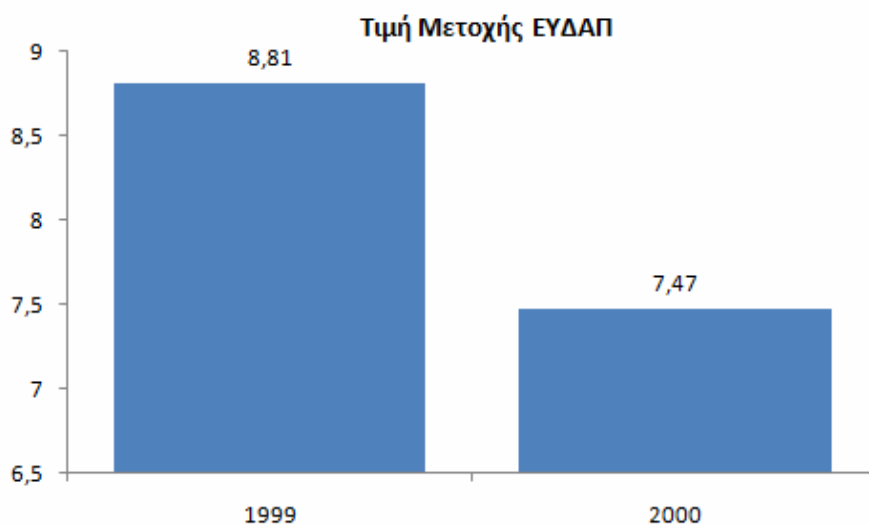


Η αποκρατικοποίηση της ΕΥΔΑΠ έγινε με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο για αυτό τον λόγο δεν υπάρχουν στοιχεία για προηγούμενα έτη. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε μόνο για τα έτη 1999 – 2000 όπου παρουσιάστηκε μια μικρή πτώση.

Πίνακας 9. Αποτελέσματα Μετοχής ΕΥΔΑΠ

ΕΥΔΑΠ	Ιδιωτική	
	1999	2000
Έτος	1999	2000
Μέσος	8,81	7,47
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	6248,25	5758,85
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,00141	0,001297
$M' * 1.000$	1,41	1,30
Μέσες Σχετικές Τιμές	1,35	

Γράφημα 9. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής ΕΥΔΑΠ ανά έτος.

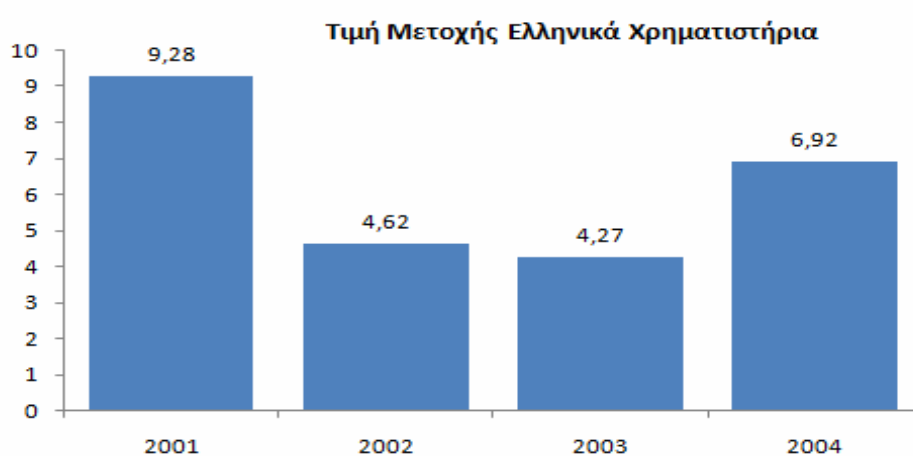


Όσον αφορά τα Ελληνικά Χρηματιστήρια το 1998 πραγματοποιήθηκε η πρώτη και η δεύτερη μετοχοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών με δημόσια έσοδα 22 δις και 10 δις δραχμές αντίστοιχα και το 2003 έγινε η πώληση πακέτου ποσοστού 33,4% των μετοχών της με δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 89 εκατ. ευρώ. Συγκρίνοντας τις μέσες σχετικές τιμές της μετοχής της, μπορούμε να πούμε ότι σε πρώτη φάση, ωφέλησε τους μετόχους αυτή η αποκρατικοποίηση.

Πίνακας 10. Αποτελέσματα Μετοχής για τα Ελληνικά Χρηματιστήρια

Ελληνικά Χρηματιστήρια	Κρατική		Ιδιωτική	
	2001	2002	2003	2004
Έτος				
Μέσος	9,28	4,62	4,27	6,92
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	3256,27	2304,64	1911,03	2281,21
$M^2 = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,00285	0,002005	0,002234	0,003033
$M^2 * 1.000$	2,85	2,00	2,23	3,03
Μέσες Σχετικές Τιμές	2,43		2,63	

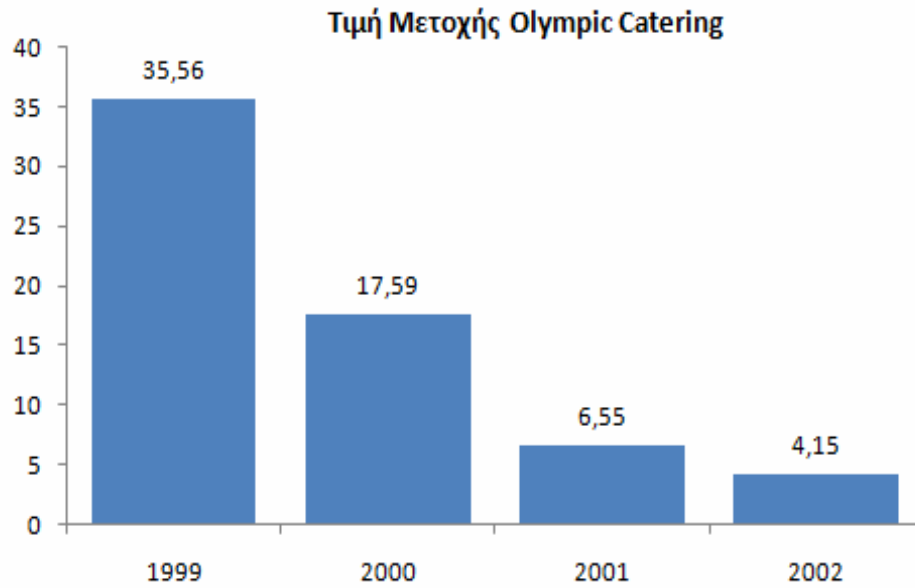
Γράφημα 10. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής Ελληνικά Χρηματιστήρια ανά έτος.



Το 1998 πραγματοποιήθηκε μετοχοποίηση της εταιρίας Olympic Catering αποφέροντας δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 3 δις δραχμές περίπου και το 2002 έγινε η πώληση του 58% των μετοχών της στην εταιρία Everest A.E. αποφέροντας δημόσια έσοδα συνολικού ύψους 18 εκατ. ευρώ. Στην περίπτωση της όμως, δεν μπορούμε να πούμε ότι οι κινήσεις αυτές ωφέλησαν τους μετόχους, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν μια αρκετά μεγάλη πτώση (από 4,37 σε 1,91).

Πίνακας 11. Αποτελέσματα Μετοχής Olympic Catering

Olympic Catering	Κρατική		Ιδιωτική	
	1999	2000	2001	2002
Έτος	1999	2000	2001	2002
Μέσος	35,56	17,59	6,55	4,15
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	6248,25	5750,85	3256,27	2304,64
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,005691	0,003059	0,002012	0,001801
$M' * 1.000$	5,69	3,06	2,01	1,80
Μέσες Σχετικές Τιμές	4,37		1,91	

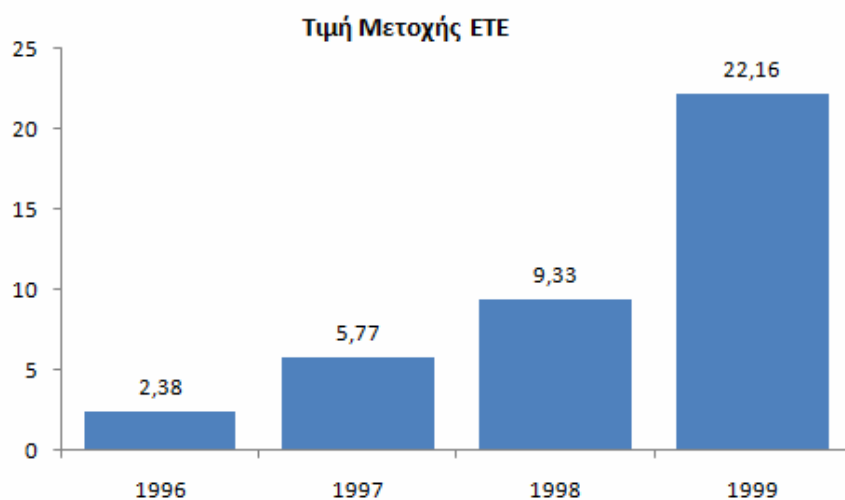


Στην περίπτωση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος τα αποτελέσματα κρίνονται θετικά, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν αύξηση και πιο συγκεκριμένα από 3,32 που ήταν πριν την τελευταία μετοχοποίηση, έφτασε το 3,66 τα πρώτα χρόνια μετά την τελευταία μετοχοποίηση.

Πίνακας 12. Αποτελέσματα Μετοχής ΕΤΕ

ΕΤΕ	Κρατική		Ιδιωτική	
	1996	1997	1998	1999
Έτος				
Μέσος	2,38	5,77	9,33	22,16
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	824,86	1540,6	2476,59	6248,25
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,002885	0,003745	0,003767	0,003547
$M' * 1.000$	2,89	3,75	3,77	3,55
Μέσες Σχετικές Τιμές	3,32		3,66	

Γράφημα 12. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής ΕΤΕ ανά έτος.

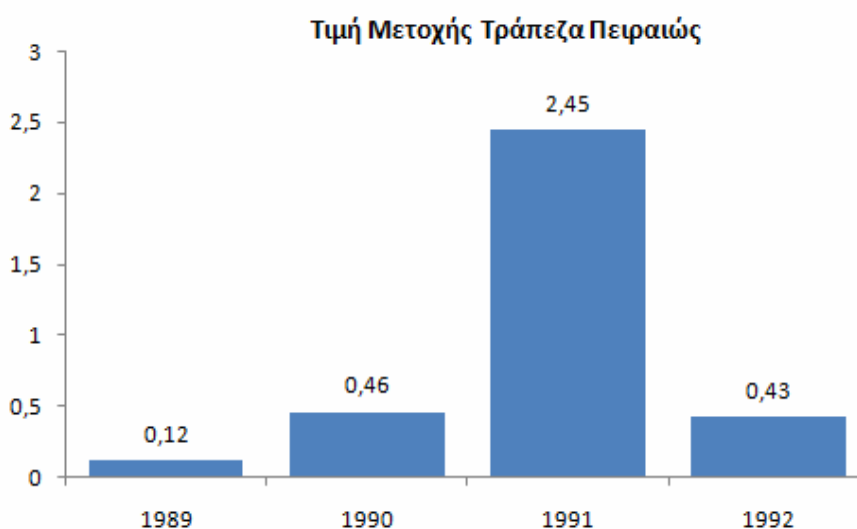


Παρατηρούμε ότι και στην περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς τα αποτελέσματα κρίνονται θετικά, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν αύξηση και πιο συγκεκριμένα από 0,30 που ήταν πριν την τελευταία μετοχοποίηση, έφτασε το 0,97 τα πρώτα χρόνια μετά την τελευταία μετοχοποίηση.

Πίνακας 13. Αποτελέσματα Μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς

Τράπεζα Πειραιώς	Κρατική		Ιδιωτική	
	1989	1990	1991	1992
Έτος Μέσος	0,12	0,46	2,45	0,43
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	572,33	1180,6	1530,09	1236,43
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,00021	0,00039	0,001601	0,000348
$M' * 1.000$	0,21	0,39	1,60	0,35
Μέσες Σχετικές Τιμές	0,30		0,97	

Γράφημα 13. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής Τράπεζα Πειραιώς ανά έτος.

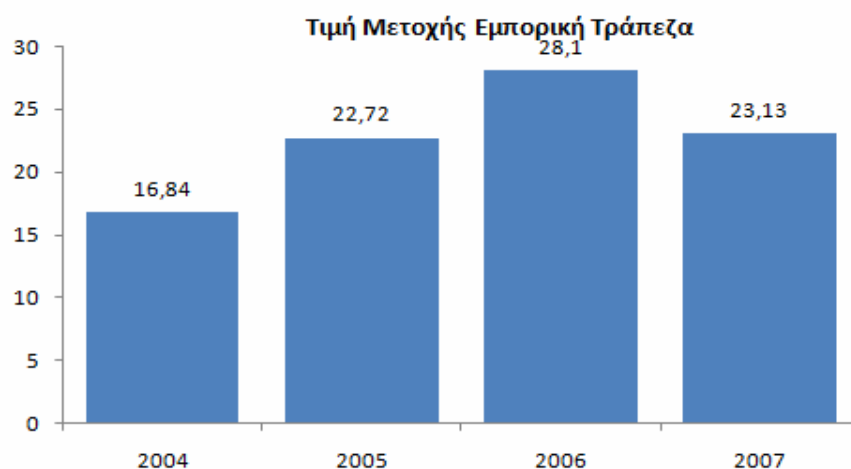


Αντίθετα, στην περίπτωση της Εμπορικής Τράπεζας τα αποτελέσματα κρίνονται αρνητικά, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν μείωση και πιο συγκεκριμένα από 7,51 που ήταν πριν την τελευταία μετοχοποίηση, έφτασε το 4,48 τα πρώτα χρόνια μετά την τελευταία μετοχοποίηση.

Πίνακας 14. Αποτελέσματα Μετοχής Εμπορικής Τράπεζας

Εμπορική Τράπεζα	Κρατική		Ιδιωτική	
	2004	2005	2006	2007
Έτος	2004	2005	2006	2007
Μέσος	16,84	22,72	28,10	23,13
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	2281,21	2971,23	5146,84	6623,22
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή } \Gamma\Delta$	0,007382	0,007647	0,00546	0,003492
$M' * 1.000$	7,38	7,65	5,46	3,49
Μέσες Σχετικές Τιμές	7,51		4,48	

Γράφημα 14. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής της Εμπορικής Τράπεζας ανά έτος.

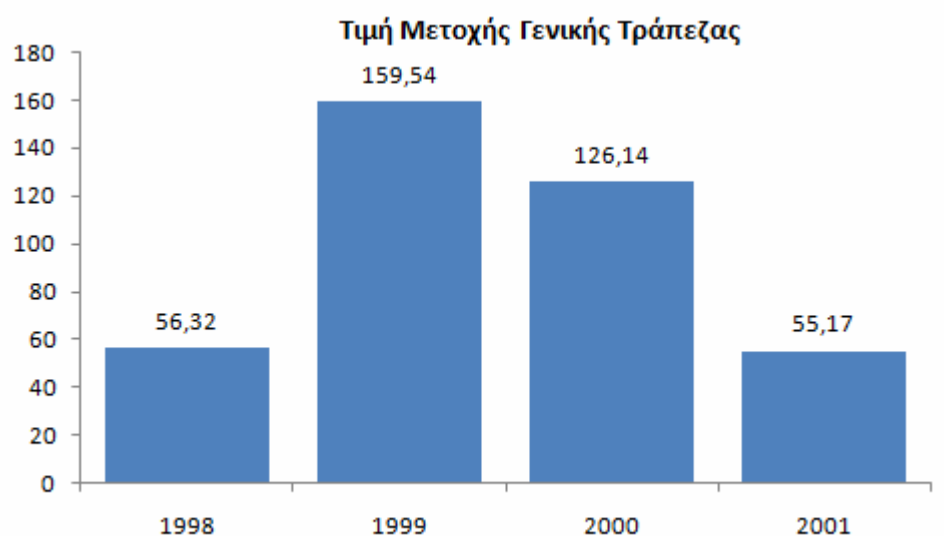


Όμοια με την περίπτωση της Εμπορικής Τράπεζας, τα αποτελέσματα της Γενικής Τράπεζας κρίνονται αρνητικά, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν μείωση και πιο συγκεκριμένα από 24,14 που ήταν πριν την τελευταία μετοχοποίηση, έφτασε το 19,42 τα πρώτα χρόνια μετά την τελευταία μετοχοποίηση.

Πίνακας 15. Αποτελέσματα Μετοχής Γενικής Τράπεζας

Γενική Τράπεζα	Κρατική		Ιδιωτική	
	1998	1999	2000	2001
Έτος	1998	1999	2000	2001
Μέσος	56,32	159,54	126,14	55,17
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	2476,59	6248,25	5758,85	3256,27
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,022741	0,025534	0,021904	0,016943
$M' * 1.000$	22,74	25,53	21,90	16,94
Μέσες Σχετικές Τιμές	24,14		19,42	

Γράφημα 15. Ραβδογράμματα μέσων τιμών της μετοχής της Γενικής Τράπεζας ανά έτος.

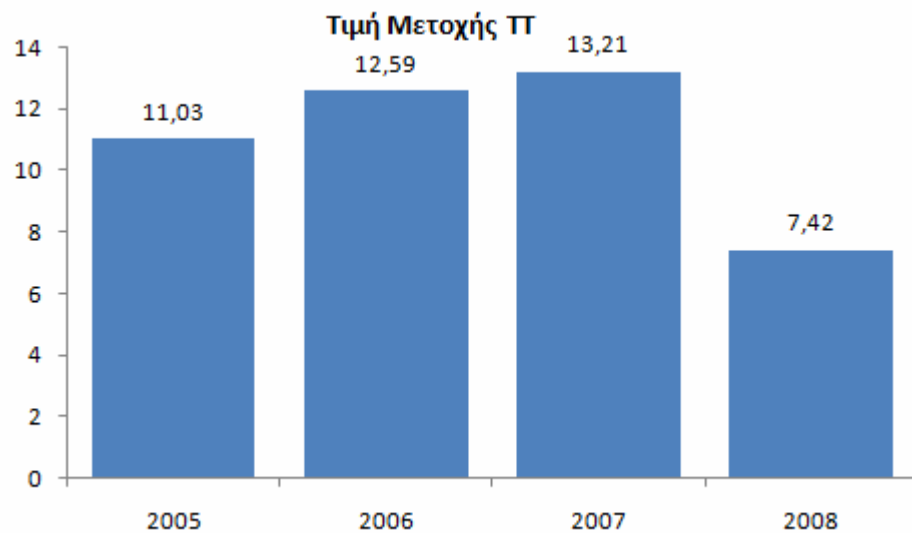


Τέλος, τα αποτελέσματα του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου κρίνονται και αυτά αρνητικά, αφού οι μέσες σχετικές τιμές παρουσίασαν μείωση και πιο συγκεκριμένα από 3,08 που ήταν πριν την τελευταία μετοχοποίηση, έφτασε το 1,79 τα πρώτα χρόνια μετά την τελευταία μετοχοποίηση.

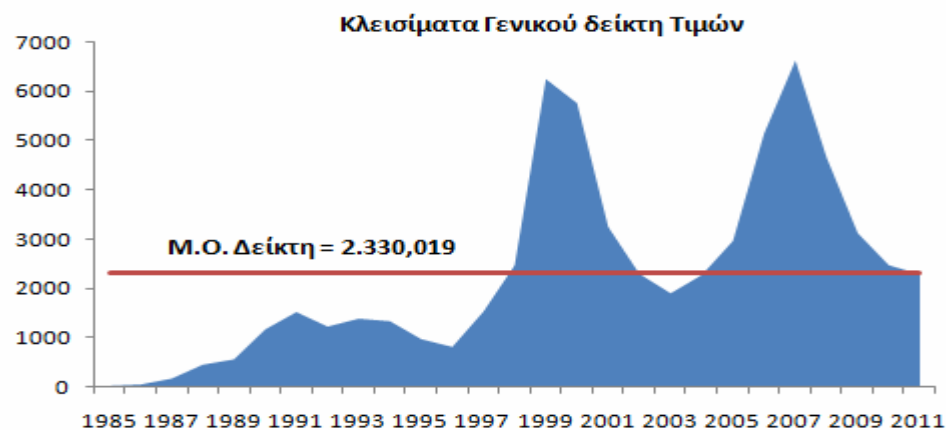
Πίνακας 16. Αποτελέσματα Μετοχής για το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο

Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	Κρατική		Ιδιωτική	
	2005	2006	2007	2008
Έτος	2005	2006	2007	2008
Μέσος	11,03	12,59	13,21	7,42
Μέση Τιμή Γενικού Δείκτη	2971,23	5146,84	6623,22	4661,26
$M' = \text{Μέσος} / \text{Μέση τιμή ΓΔ}$	0,003712	0,002446	0,001994	0,001592
$M' * 1.000$	3,71	2,45	1,99	1,59
Μέσες Σχετικές Τιμές	3,08		1,79	

Γράφημα 16. Ραβδογράμματα μέσω τιμών της μετοχής του ΤΤ ανά έτος.



Τελειώνοντας λοιπόν την ανάλυση μας, είναι πολύ χρήσιμη η επεξήγηση του τελευταίου συγκεντρωτικού πίνακα (Πίνακας 17) όπου περιλαμβάνει όλες τις μέσες σχετικές τιμές για κάθε μετοχή που εξετάστηκε παραπάνω καθώς επίσης και την ποσοστιαία μεταβολή αυτών. Θα ερμηνεύσουμε τα αποτελέσματα αυτά ουσιαστικά βασιζόμενοι στο κατά πόσο υπήρχε αύξηση ή μείωση των μέσων σχετικών τιμών.



Πίνακας 17. Συγκεντρωτικός Πίνακας Μέσων Σχετικών Τιμών

	Μέσες Σχετικές Τιμές πριν την αποκρατικοποίηση	Μέσες Σχετικές Τιμές μετά την αποκρατικοποίηση	Ποσοστιαία Μεταβολή
ΕΤΕ	3,32	3,66	10%
ΟΤΕ	4,60	6,30	37%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,35	0,65	-52%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,30	0,97	223%
ΚΑΕ	8,33	15,41	85%
ΟΛΠ	-	5,13	-
ΟΛΘ	-	2,14	-
ΔΕΗ	-	7,08	-
ΟΠΑΠ	5,97	6,80	14%
ΕΥΑΘ	-	1,28	-
ΕΥΔΑΠ	-	1,35	-
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	7,51	4,48	-40%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	2,43	2,63	8%
OLYMPIC CATERING	4,37	1,91	-56%
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	24,14	13,42	-44%
ΤΤ	3,08	0,79	-74%

6.4. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με την τελευταία στήλη του Πίνακα 17 (εκείνη των ποσοστιαίων μεταβολών) παρατηρούμε ότι παρουσιάστηκαν θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους των εταιριών: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Οργανισμό Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος, της Τράπεζας Πειραιώς, των Καταστημάτων Αφορολόγητων Ειδών, του ΟΠΑΠ και των Ελληνικών Χρηματιστηρίων. Για τις μετοχές των εταιριών ΟΛΠ, ΟΛΘ, ΕΥΑΘ και ΕΥΔΑΠ δεν είχαμε κατάλληλο μέτρο σύγκρισης γιατί πριν την τελευταία μετοχοποίησή τους δεν ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Οι υπόλοιπες εταιρίες, και πιο συγκεκριμένα η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος, η Εμπορική Τράπεζα, η Olympic Catering, η Γενική Τράπεζα και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, παρουσίασαν αρνητικά αποτελέσματα για τους μετόχους τους. Πρέπει να σημειώσουμε όμως, για τις περιπτώσεις της Αγροτικής Τράπεζας και του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, το ποσοστό ιδιωτικής συμμετοχής στα χαρτοφυλάκια των εταιριών δεν είναι τέτοιο που να τις χαρακτηρίσει ως ιδιωτικοποιημένες, συνεπώς το περισσότερο ποσοστό ανήκει στο κράτος.

Δεν μπορούμε να πούμε συνεπώς μετά βεβαιότητας ότι οι αποκρατικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα είχαν μόνο θετικά ή μόνο αρνητικά αποτελέσματα. Μόνο κατά προσέγγιση μπορεί κανείς να εξάγει κατάλληλα συμπεράσματα για την κερδοφορία ή μη μιας τέτοιας ενέργειας σταθμίζοντας κάθε φορά διαφορετικούς παράγοντες. Εμείς για παράδειγμα σταθμίσαμε τις τιμές κλεισίματος της μετοχής και του Γενικού Δείκτη στην οποία ανήκει χρησιμοποιώντας μέσες τιμές και βασίσαμε τα συμπεράσματά μας στα αποτελέσματα αυτά. Κάποιος άλλος μπορεί να χρησιμοποιήσει άλλα δεδομένα όπως οι τιμές της μετοχής και του Γενικού της Δείκτη μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας, ο αριθμός των μετόχων πριν και μετά την αποκρατικοποίηση και το ποσοστό ιδιοκτησίας τους στο χαρτοφυλάκιο της εταιρία, μπορεί να χρησιμοποιήσει το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών ή αλλιώς CAPM (Capital Asset Pricing Model) και να υπολογίσει το βήτα της μετοχής πριν και μετά την αποκρατικοποίηση, κ.α. Είναι συνεπώς στην ευχέρεια του κάθε αναλυτή να χρησιμοποιήσει μια πληθώρα μεθόδων που υπάρχει στη βιβλιογραφία για να εξάγει χρήσιμα συμπεράσματα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Fine B. – Harris L. (1979), *Rereading Capital*, Routledge.
2. Fine B. – Harris L. (1985), *The peculiarities of the British Economy*, Lawrence & Wishart
3. Fine B. (1989), ‘Denationalization’ in Green F. (1989), *The restructuring of the UK Economy*, Harvester Wheatsheaf

4. Fine B. (1990), 'Scaling the commanding heights of public enterprise economics',
Cambridge Journal of Economics no.14 no.2
5. Moseley F. (1990), 'The Decline of the Rate of Profit in the Post-war U.S. Economy
Alternative Marxian Explanation', *Review of Radical Political Economics* vol.2 no.2-3
6. Shaikh A. And Tonak A. (1994), *Measuring the Wealth of Nations: The Political
Economy of National Accounts*, New York: Cambridge University Press.
7. Weeks J. (1981), *Capital and Exploitation*, Princeton: Princeton University Press.
8. Allen, Joan W., Keon S. Chi, Kevin A. Devlin, Mark Fall, Harry P. Hatry, and Wayne
Masterman. 1989. *The Private Sector in State Service Delivery: Examples of
Innovative Practices*. Washington, D.C.: The Urban Institute Press.
9. Barr, Stephen and Bill McAllister. "Downsizing Cuts Federal Union Representation;
More Postal Employees Covered." *The Washington Post*, June 11, 1997.
10. Bendick, Marc. 1989. "Privatizing the Delivery of Social Welfare
Service." *Privatization and the Welfare State*, edited by Sheila B. Kamerman and
Alfred J. Kahn. Princeton: Princeton University Press.
11. Bernstein, Nina. "Giant Companies Entering Race to Run State Welfare
Programs." *The New York Times*. Sunday September 15, 1996, section 1, page 1.
12. Butler, Stuart M., ed. 1985. *The Privatization Option: A Strategy to Shrink the Size of
Government*. Washington, DC: The Heritage Foundation
13. Donahue, John D. 1989. *The Privatization Decision: Public Ends, Private
Means*. New York: Basic Books, Inc.
14. Giuliani, Rudolph W. 1996. *Protecting the Children of New York: A Plan for the
Administration for Children's Services*. December 19.
15. *Government Management Reform Act of 1994* (S. 2170)
16. Grumwald, Michael. "Squabbling Erupts Over Jobs Initiative." *The Boston
Globe*. February 11, 1997.

17. Gurin, Arnold. 1989. "Governmental Responsibility and Privatization: Examples for Four Social Services. *Privatization and the Welfare State*, edited by Sheila B. Kamerman and Alfred J. Kahn. Princeton: Princeton University Press.
18. Hatry, Harry P. 1983. *A Review of Private Approaches for Delivery of Public Services*. Washington, D.C.: Urban Institute Press.
19. Hatry, Harry P. and Eugene Durman. 1985. *Issues in Competitive Contracting for Social Services*. Falls Church, VA: National Institute of Governmental Purchasing, Inc.
20. Hughes, Polly Ross, "Ads Seek to Block Welfare Privatization," *Houston Chronicle*, April 17, 1997, page A1.
21. Jeter, Jon. "A Winning Combination in Indianapolis." *The Washington Post*, September 21, 1997.
22. Kinsey, Marcia. *Privatization*. Austin, TX: Center for Public Policy Priorities, September 1, 1997.
23. Magnusson, Paul, "Why Privatizing Welfare Could Actually Work," *Business Week*, October 21, 1996, p. 94.
24. "Manpower to Redefine Role at Milwaukee One-Stops, Officials Say." *Employment and Training Reporter* (ETR). 9/18/96, Pp. 53-54
25. National Commission for Employment Policy, "The Long Term Employment Implications of Privatization: Evidence from Selected U.S. Cities and Counties" Washington, D.C.: NCEP, March 1989.
26. "Officials Turn to Retraining, Outsourcing to Handle Caseloads," *Employment and Training Reporter*, November 27, 1996, pp. 277-278.
27. Osborne, David and Ted Gaebler. 1992. *Reinventing Government: How the Entrepreneurial Spirit is transforming the Public Sector*. Reading, Mass.: Addison-Wesley Publishing Co., Inc.
28. *Personal Responsibility and Work Opportunity Reconciliation Act of 1996*

29. Pirie, Madsen. "The British Experience." in Butler, Stuart, ed. *The Privatization Option*. 1985. Washington, DC: The Heritage Foundation.
30. President's Commission on Privatization. 1988. *Privatization: Toward More Effective Government*. Washington, DC
31. Rainey, Hal G. 1991. *Understanding and Managing Public Organizations*. San Francisco: Jossey Bass, Inc.
32. Reason Foundation. 1996. *Privatization 1996: Tenth Annual Report on Privatization*. Los Angeles CA: Reason Foundation.
33. Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez (1993), 'The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America', *Financial Management*, Vol. 22, pp. 42±53.
34. Alchian, A. A. and H. Demsetz (1972), 'Production, Information Cost and Economic Organization', *American Economic Review*, Vol. 62, No. 5.
35. Anderson, C.W., A.K. Makhija and M.H. Spiro (1997), 'Foreign Ownership in the Privatization Process: Empirical Evidence from Czech Privatization', Working Paper (University of Pittsburgh).
36. Bakos, G. (1995), 'Hungary's Road to Privatization', in Zloch-Christy, I. (ed.), *Privatization and Foreign Investments in Eastern Europe* (Praeger, London).
37. Barber, B.M. and J. D. Lyon (1996), 'Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test-Statistics', Working Paper (Graduate School of Management, UC-Davis, July).
38. Barberis, N., M. Boycko, A. Shleifer and N. Tsukanova (1996), 'How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops', *Journal of Political Economy*, Vol. 104, pp. 764±90.
39. Biais, B. and E. Perotti (1997), *Machiavellian Under pricing*, Working Paper (University of Amsterdam and University of Toulouse).
40. Blackwell, D. and D. Kidwell (1988), 'An Investigation of Cost Differences Between Public Sales and Private Placements of Debt', *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, pp. 253±78.
41. Megginson, W.L. (1998), 'From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization', Paper presented at the 'Global Equity Markets' conference of the SBF Bourse de Paris and the New York Stock Exchange (Paris, 10±11 December).