

ZESZYTY PBR – CASE

32

Doświadczenia w restrukturyzacji
i prywatyzacji przedsiębiorstw
w krajach Europy Środkowej

Warszawa, 26 września 1997 r.

Fundacja Naukowa CASE



POLSKI BANK ROZWOJU S.A.
POLISH DEVELOPMENT BANK

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Tłumaczenie z języka angielskiego: Krzysztof Kaczyński
Konsultacja: Elżbieta Mączyńska
Przygotowanie redakcyjne: Bartosz Klin

ISSN 1233-121X

MEDIABANK
 **S.A.**

Wydawca:
AWIM MEDIABANK S.A., 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku we wrześniu 1997 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI*

<i>Irena Grosfeld,</i>	PŁACE I INWESTYCJE W OKRESIE TRANSFORMACJI: WYNIKI BADANIA	
<i>Jean-Francois Nivet:</i>	PANELOWEGO POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁU	5
	1. Wstęp	5
	2. Dane i metoda estymacji.....	6
	3. Decyzje płacowe i rola insiderów	8
	4. Zaostrzenie ograniczenia budżetowego a zyskowość (stopa zysku) przedsiębiorstw.....	11
	5. Prywatyzacja a restrukturyzacja strategiczna	13
	6. Wnioski	16
	Bibliografia	18
	Aneks	19
<i>Gerhard Pohl,</i>	PRYWATYZACJA I RESTRUKTURYZACJA W KRAJACH EUROPY	
<i>Robert E. Anderson,</i>	ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ	22
<i>Stijn Claessens,</i>	Streszczenie	22
<i>Simeo Djankov</i>	1. Wprowadzenie	23
	2. Czym jest restrukturyzacja przemysłu	24
	3. Analizy przypadków	24
	4. Charakterystyka próby przedsiębiorstw	26
	5. Miary rentowności	27
	6. Mierniki restrukturyzacji	30
	7. Czynniki restrukturyzacji	30
	8. Zakres prywatyzacji	32
	9. Wpływ prywatyzacji	32
	10. Skoncentrowana struktura własności przedsiębiorstw.....	33
	11. Rola banków	36
	12. Ograniczenia wzrostu płac.....	37
	13. Restrukturyzacja finansowa	38
	14. Wpływ na restrukturyzację banków.....	41
	15. Wnioski	42
	Bibliografia	44
	Aneks	45

* Zawarte w tekście materiały zostały przygotowane na trzydzieste drugie seminarium PBR-CASE nt. „Doświadczenia restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej”, które odbędzie się w Warszawie, dnia 26 września 1997 r.

PŁACE I INWESTYCJE W OKRESIE TRANSFORMACJI: WYNIKI BADANIA PANELOWEGO POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁU PRZETWÓRCZEGO¹

Irena Grosfeld, Jean-Francois Nivet

W tekście tym analizujemy zachowanie dużych przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w latach 1988 -1994. Posługując się bazą danych zawierającą próbę czasową określonej grupy przedsiębiorstw mogliśmy badać w sposób systematyczny reakcję firm na zmiany w ich otoczeniu. Uzyskane wyniki potwierdzają wystąpienie strukturalnej nieciągłości po wprowadzeniu pakietu reform w 1990 r. Warunki panujące na rynku pracy i konkurencja na rynku dóbr wywarły istotny wpływ na obniżenie tempa wzrostu płac. Jednak po 1993 r. to początkowo silne oddziaływanie uległo osłabieniu. Porównanie sposobu ustalania płac w firmach o odmiennej strukturze własności potwierdza zasadnicze różnice w dziedzinie negocjacji płacowych. W przedsiębiorstwach państwowych, insiderzy przechwytyją zasadniczą część korzyści ze wzrostu wydajności pracy, natomiast w przedsiębiorstwach sprywatyzowanych nie występuje dodatnia korelacja pomiędzy wypłacalnością firmy a wzrostem płac. Prywatyzacja okazuje się mieć istotne znaczenie dla wymiaru strategicznego restrukturyzacji przedsiębiorstw. Firmy sprywatyzowane więcej inwestują i wykazują się większą dynamiką wzrostu produkcji.

1. Wstęp

W tekście tym analizujemy zachowanie dużych przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w latach 1988 -1994. Na podstawie panelowej próby 173 dużych przedsiębiorstw przemysłowych mamy możliwość przetestowania różnych hipotez odnoszących się do reakcji firm na zmiany zachodzące w ich otoczeniu. Odpowiednio wcześnie rozpoczęcie obserwacji pozwala na porównanie zachowania przedsiębiorstw przed okresem transformacji

systemowej, w trakcie procesu intensywnych przemian i ostrego spadku poziomu aktywności gospodarczej oraz podczas ożywienia, jakie zaczęło się w Polsce w 1992 r.

W początkowych fazach okresu transformacji wyrażano obawy, że z powodu braku nadzoru właścicielskiego, przedsiębiorstwa państwowe odznaczające się miękkim ograniczeniem budżetowym wykażą w swym działaniu inercję i postawę oportunistyczną. W przypadku Polski obawy te zwiększał ponadto fakt znacznego wpływu pracowników na zarządzanie firmą, co mogło prowadzić do wyzbywania się aktywów przedsiębiorstwa przy niezmiennym poziomie zatrudnienia i nadmiernym wzroście płac. Dość nieoczekiwanie jednak, dane empiryczne jakich dostarczyły badania ankietowe i analizy przypadków (Dąbrowski i in., 1992, Pinto i in., 1993, Estrin i in., 1993, Belka i in., 1994, Carlin i in., 1995) wykazały istotną restrukturyzację przedsiębiorstw. Ogólnym wnioskiem z tych badań było stwierdzenie, iż dostosowania dotyczące produkcji zatrudnienia i płac wynikały ze zwiększonej makroekonomicznej dyscypliny finansowej i zaostrzającej się konkurencji rynkowej. Nie znaleziono natomiast związku pomiędzy formą własności a procesem dostosowawczym w przedsiębiorstwach: wszystkie firmy, zarówno państwowe, jak i skomercjalizowane czy też sprywatyzowane wydawały się być zmuszone do reagowania na zmiany zachodzące w otoczeniu.

Trudno było też wskazać na specyficzne reakcje firm w zależności od sektora. Przyglądając się bliżej zachowaniom przedsiębiorstw zauważymy, możemy dostrzec wielką różnorodność ich reakcji. Wskazuje to, że poza szokami politycznymi i strukturalnymi odnoszącymi się do ogółu firm (chodzi tu głównie o zmiany cen względnych

w wyniku liberalizacji cen i handlu oraz o restrykcyjną politykę fiskalną i pieniężną), istnieją czynniki typowe dla poszczególnych firm, które wpływają w zasadniczy sposób na ich zachowania dostosowawcze.

Aby uwzględnić tego rodzaju idiosynkratyczne elementy, potrzebna jest baza danych obejmująca znaczną liczbę przedsiębiorstw obserwowanych przez kilka lat. Jedne z pierwszych badań ekonometrycznych w oparciu o dane na poziomie przedsiębiorstw przeprowadzili: Halpern i Körosi (1995), analizując rentowność węgierskich eksporterów; Basu i in. (1997) porównując zatrudnienie i płace na poziomie przedsiębiorstw w Czechach, w Polsce i na Węgrzech we wczesnych latach transformacji; Pinto i van Wijnbergen (1995) dokonując analizy ekonometrycznej wcześniejszych danych przedstawionych w Pinto i in. (1993); Cornelli i in. (1996) badając strukturę finansową firm.

O ile nam wiadomo, nasza baza danych zawierająca próbę czasową przedsiębiorstw jest pierwszym tego typu zbiorem obejmującym istotną część przemysłu przetwórczego w Polsce na przestrzeni siedmiu lat. Posłużyła nam ona do systematycznego badania reakcji firm na głębokie przekształcenia w ich makroekonomicznym, prawnym i instytucjonalnym otoczeniu oraz do analizy wpływu przekształceń własnościowych na procesy dostosowawcze w przedsiębiorstwach.

W części 2 tego opracowania przedstawimy charakterystykę naszej próby również na tle całego przemysłu przetwórczego w Polsce. Pokażemy również to, że międzysektorowa różnorodność firm znacznie wzrasta w okresie transformacji. Wskazuje to na potrzebę zastosowania metod estymacji pozwalających na uwzględnienie efektów specyficznych dla poszczególnych firm.

W części 3 badamy ewolucję kształtowania się płac na poziomie przedsiębiorstwa w okresie transformacji i staramy się ustalić „efekt insiderów” w przedsiębiorstwach o zróżnicowanych strukturach prawnych i własnościowych. W części 4 rozważamy wpływ rosnącej konkurencji i zaostrzenia ograniczeń budżetowych na stopę zysku firm. W części 5 analizujemy znaczenie przekształceń własnościowych i tempa wzrostu produkcji dla decyzji inwestycyjnych traktowanych jako przybliżenie „strategicznej” restrukturyzacji przedsiębiorstw. Pokazujemy, że przedsiębiorstwa sprywatyzowane

więcej inwestują i osiągają lepsze wyniki ekonomiczne. Część 6 zawiera wnioski.

2. Dane i metoda estymacji

2.1 Charakterystyka próby

Przeprowadziliśmy badanie próby stałej 173 dużych przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1988 - 1994. Firmy te zaliczane są do 500 największych (pod względem sprzedaży) przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce. Większość danych dotyczących przedsiębiorstw państwowych uzyskano z listy 500 największych przedsiębiorstw przemysłowych sektora publicznego, publikowanej co roku do 1991 r. w piśmie Zarządzanie, a następnie w Życiu Gospodarczym i Nowym Życiu Gospodarczym. Wykorzystaliśmy także inne źródła informacji: listy największych polskich firm (państwowych i prywatnych) publikowane przez Nowe Życie Gospodarcze i Gazetę Bankową, ogólnodostępne dane na temat firm objętych programem powszechnej prywatyzacji, dane ujawniane obowiązkowo przez sprywatyzowane spółki notowane na giełdzie (publikowane w Wynikach Finansowych Spółek Giełdowych, Notoria Serwis); brakujące dane uzyskaliśmy bezpośrednio od przedsiębiorstw².

Procedura selekcji tłumaczy podstawową charakterystykę próby. Po pierwsze, przedstawia ona dość pełny obraz polskiego przemysłu przetwórczego (zob. Aneks, Tablica A1). Wynika to z faktu, że próba obejmuje głównie duże firmy, chociaż ich średnie zatrudnienie zmniejszyło się z 4208 w 1988 r. do 2613 w 1994 r. Po drugie, nasza próba obejmuje wyłącznie przedsiębiorstwa, które istniały w 1988 jako firmy państwowe. Tak więc nie są nią objęte nowo-utworzone firmy prywatne. Nie bierze ona także pod uwagę procesu likwidacji. Odzwierciedla ona jednak przekształcenia własnościowe byłych firm państwowych. Wyróżniamy zatem firmy, które zachowały status przedsiębiorstw państwowych, firmy przekształcone w jednoosobowe spółki skarbu państwa, określane mianem „skomercjalizowanych” oraz firmy sprywatyzowane. Te ostatnie sprzedano głównie inwestorom strategicznym lub w drodze oferty publicznej. Stosunkowo niewielka liczba firm sprywatyzowanych (stanowiących 15,6% wszystkich przedsiębiorstw) odzwierciedla powolne tem-

Tablica 1: Średnia wartość zmiennych, w nawiasach podano odchylenie standardowe

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Stopa wzrostu produkcji	- 0.029 (0.226)	- 0.250 (0.304)	- 0.117 (0.296)	- 0.034 (0.257)	- 0.013 (0.210)	- 0.004 (0.291)
Stopa wzrostu zatrudnienia	- 0.036 (0.075)	- 0.039 (0.062)	- 0.120 (0.188)	- 0.061 (0.205)	- 0.033 (0.143)	- 0.047 (0.159)
Stopa wzrostu wydajności pracy	0.007 (0.219)	- 0.211 (0.295)	0.003 (0.341)	0.028 (0.289)	0.019 (0.203)	0.043 (0.254)
Stopa wzrostu płac realnych	0.201 (0.223)	- 0.364 (0.229)	0.213 (0.174)	0.278 (0.134)	0.063 (0.161)	0.102 (0.159)
Stopa inwestycji	-	-	-	0.050 (0.044)	0.054 (0.068)	0.066 (0.080)
Stopa zysku brutto	0.401 (0.186)	0.305 (0.156)	0.077 (0.205)	0.043 (0.196)	0.049 (0.154)	0.066 (0.106)
Stopa zysku netto	0.234 (0.135)	0.127 (0.093)	- 0.013 (0.174)	- 0.017 (0.182)	- 0.001 (0.150)	0.031 (0.089)

Stopy wzrostu są obliczane jako różnice pierwszego rzędu logarytmów. Wydajność pracy jest określona jako produkcja na jednego zatrudnionego; płace realne to nominalne płace miesięczne podzielone przez sektorowy indeks cen produkcji przemysłowej (zastosowanie indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych przedstawiałoby odmienny obraz; przyjmując poziom 1989 r. za 100, indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych w 1994 r. wynosi 2987,3, zaś indeks cen produkcji przemysłowej 2262,6); stopa inwestycji jest to stosunek inwestycji do opóźnionej produkcji; stopa zysku brutto jest stosunkiem wyniku finansowego brutto do sprzedaży, stopa zysku netto jest stosunkiem wyniku finansowego netto do sprzedaży.

po prywatyzacji wielkich przedsiębiorstw w Polsce, przed wprowadzeniem programu powszechnej prywatyzacji w 1995 r.³ Tablica A2 (Aneks) przedstawia strukturę własnościową przedsiębiorstw objętych próbą.

Dane te zawierają znaczny zasób informacji gromadzonej w stosunku rocznym: liczba pracowników, poziom sprzedaży, który przyjmujemy jako przybliżenie poziomu produkcji (po podzieleniu przez dwucyfrowy indeks cen produkcji przemysłowej⁴), średnie miesięczne wynagrodzenie na pracownika, zyski przed opodatkowaniem i po opodatkowaniu, nakłady inwestycyjne (w okresie 1992-1994) oraz dotacje. Tablica 1 przedstawia dane opisujące dynamikę podstawowych zmiennych. Potwierdzają one głębokie przemiany jakie miały miejsce w przedsiębiorstwach wchodzących w skład próby. Przede wszystkim, wskazują one, że znaczne załamanie poziomu produkcji⁵ jakie miało miejsce w początkowej fazie transformacji pociągnęło za sobą w większym stopniu spadek płac realnych aniżeli zatrudnienia. Następnie spadek produkcji został zrównoważony z nawiązką przez spadek zatrudnienia, co umożliwiło wzrost wydajności pracy. Nastąpił po nim wzrost płac realnych⁶.

Wykres A1 (Aneks) pokazuje, że dynamika naszej próby dość dokładnie oddaje dynamikę całego polskiego przemysłu. Główna różnica dotyczy wzrostu produkcji, który w skali całego polskiego przemysłu zaczął przyjmować wartości dodatnie od 1992 r., zaś w naszej próbie pozostał ujemny do 1994 r. Różnica ta jest prawdopodobnie wynikiem wkładu jaki nowo utworzone przedsiębiorstwa prywatne wniosły do ożywienia polskiej gospodarki. Ożywienie to nie znajduje odzwierciedlenia w naszej próbie, gdyż w jej skład wchodzi duże przedsiębiorstwa, będące pierwotnie własnością państwową. Tym samym, przedsiębiorstwa ujęte w naszej próbie odznaczają się niższym tempem wzrostu wydajności pracy niż ogół przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce.

Wysokie wartości odchyłeń standardowych w tablicy 1 odzwierciedlają wielką różnorodność dostosowań na szczeblu przedsiębiorstw. Przyczyny tej różnorodności mogłyby wynikać ze specyfiki sektorowej⁷. Aby odzielić elementy zróżnicowania wynikające ze specyfiki sektorowej od elementów związanych z samym przedsiębiorstwem dokonaliśmy dekompozycji rocznych wariacji na wariacje wewnątrzsektorowe i międzysektorowe. Wyniki

Tablica 2: Udział wariancji wewnątrz sektorowej w wariancji ogólnej (%)

	1990	1994
Stopa wzrostu produkcji	73.5	85.0
Stopa wzrostu zatrudnienia	76.2	90.0
Stopa wzrostu płac realnych	19.8	90.6
Stopa inwestycji	81.4 (1992)	91.2

Wariancję ogólną wyliczamy jako: $\sigma^2 = \frac{1}{n-1} \sum_j (n_j - 1) \sigma_j^2 + \frac{1}{n-1} \sum_j n_j (\bar{x}_j - \bar{x})^2$ (j oznacza dwucyfrowy sektor), gdzie pierwszy wyraz określa wariancję wewnątrzsektorową, a drugi wariancję międzysektorową.

pokazują, że w odniesieniu do działań dostosowawczych cechy charakterystyczne na poziomie firm wyraźnie dominują nad analogicznymi cechami na poziomie sektorów. Ponadto, udział wariancji wewnątrzsektorowej wzrastał w latach 1990 - 1994 w przypadku wszystkich zmiennych. Najistotniejsze przesunięcie miało miejsce w przypadku płac realnych. Podczas gdy początkowo czynniki uzależnione od sektora wyjaśniały 80% ich zmienności, w 1994 stanowiły one tylko 19% wariancji ogólnej (zob. Tablica 2 i wykres A2 w Aneksie).

2.2. Metoda estymacji

W poprzedniej części wykazaliśmy, że wyniki gospodarcze na poziomie mikroekonomicznym w coraz większym stopniu zależą od specyficznych cech przedsiębiorstw. Nasze estymacje ekonometryczne uwzględniają tę specyfikę wprowadzając zmienne objaśniające zróżnicowane w zależności od firmy. Jednak gdy część tego zróżnicowania nie zostanie uchwycona przez zmienne objaśniające, wyniki będą obciążone. Panelowy charakter naszej próby daje możliwość uwzględnienia efektów indywidualnych. Dlatego też dokonujemy estymacji równań przy zastosowaniu metody efektów stałych i efektów losowych. W modelu z efektami stałymi efekty indywidualne uznaje się za stałe parametry, zaś w modelu z efektami losowymi efekty indywidualne są traktowane jako zmienne losowe. Ogólna postać tych równań przedstawia się następująco:

model efektów stałych: $y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \varepsilon_{it}$

gdzie α_i jest niezmiennie w czasie i odnosi się do i -tej firmy;

model efektów losowych: $y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + v_i + \varepsilon_{it}$

gdzie v_i jest niezmiennie w czasie, a losowe zakłócenia charakteryzują i -tą firmę.

W naszej pracy posługujemy się efektami losowymi o ile test Hausmana nie pozwala na odrzucenie hipotezy, że efekty indywidualne nie są skorelowane z pozostałymi zmiennymi objaśniającymi.

3. Decyzje płacowe i rola insiderów

W początkowym okresie, przed przełomem roku 1990, wszystkie przedsiębiorstwa były własnością państwa, zaś rząd zapewniał szereg bezpośrednich i pośrednich subsydiów (w tym gwarancję przejęcia zobowiązań firmy). W latach 80-tych rady pracownicze uzyskiwały znaczne uprawnienia kontrolne (w tym prawo wyboru członków zarządu), i przedsiębiorstwa były w pewnym stopniu kontrolowane przez insiderów. Jednoczesne wystąpienie w 1990 r. szoków w postaci liberalizacji cen, liberalizacji handlu i stabilizacji makroekonomicznej spowodowało zmianę systemu: firmy opuściły nagle bezpieczny świat gospodarki braków i rynku sprzedawcy i znalazły się w warunkach rynku nabywcy, co oznaczało konieczność konkurowania o klienta. Zmniejszenie dotacji bezpośrednich i wyraźne zobowiązanie się rządu do odejścia od „miękkiego ograniczenia budżetowego” to dodatkowe oznaki tego, że firmy rzeczywiście znalazły się w warunkach konkurencji i realnego zagrożenia bankructwem.

Jak zmiana systemu wpłynęła na ustalanie płac na poziomie przedsiębiorstwa? Jaka jest rola insiderów w polskich firmach? Czy odgrywają oni ważną rolę w decyzjach płacowych? Jak zmiany w otoczeniu firm wpływają na ich pozycję? Jak warunki rynku pracy oddziałują na ustalanie płac na szczeblu przedsiębiorstwa? Czy efekty insiderskie są zróżnicowane w zależności od statusu własnościowego firmy, tzn. od tego czy mamy do czynienia

z przedsiębiorstwem państwowym, skomercjalizowanym lub sprywatyzowanym?

Aby znaleźć odpowiedzi na te pytania, odwołujemy się do modeli analitycznych, traktujących płace jako efekt negocjacji pomiędzy przedsiębiorstwem i związkami zawodowymi (zob. np. Lindbeck i Snower, 1987, Nickell i Wadhvani, 1990). W tego typu modelach ustalanie płac na szczeblu przedsiębiorstwa uzależnione jest od czynników typowych dla firmy oraz od warunków zewnętrznych. Wśród tych ostatnich można przykładowo wymienić branżowe porozumienia płacowe, warunki panujące na rynku pracy, w tym stopę bezrobocia, poziom zasiłków dla bezrobotnych, itp. Negocjacje płacowe w ramach przedsiębiorstwa podlegają także oddziaływaniu czynników wewnętrznych, takich jak popyt na produkty firmy, jej zdolność do płacenia, siła związków zawodowych, itp.

W naszym podstawowym równaniu opisującym decyzje płacowe w przedsiębiorstwie przyjmujemy wartość realną sprzedaży na jednego zatrudnionego (przybliżona miara wydajności pracy) za substytut zdolności przedsiębiorstwa do płacenia: oczekuje się, że wzrost wydajności pracy podniesie poziom negocjowanych płac. Badamy także wpływ stopy subsydiowania (zdefiniowanej jako stosunek subsydiów do sprzedaży) na wzrost płac. Wpływ czynników zewnętrznych uwzględniony jest poprzez wprowadzenie płac jako zmiennej objaśniającej w danej branży (można przyjąć, że firmy uwzględniają przy ustalaniu płac branżowe porozumienia płacowe) oraz stopy bezrobocia w danym województwie⁸. Ponieważ wydaje się, że, zwłaszcza w Polsce, otwarcie rynku wewnętrznego na konkurencję towarów importowanych przyczyniło się do wzrostu dyscypliny finansowej, wprowadzamy dodatkowo do naszego równania zmienną reprezentującą stopień penetracji importowej danej gałęzi przemysłu, w postaci udziału importu danego sektora w jego produkcji (jako alternatywne rozwiązanie wprowadzamy zmienną zero-jedynkową wskazującą na sektory będące importerami netto).

Dokonyjemy estymacji następującego równania:

$$dW_{jt} = \beta_0 + \beta_1 d(Y/L)_t + \beta_2 dW_{jt} + \beta_3 u_t + \beta_4 (imp/s)_j + \beta_5 (sub/s)_j + v_i + \omega_t$$

gdzie: i oznacza przedsiębiorstwo, j sektor a t czas; dW oznacza stopę wzrostu płac realnych, $d(Y/L)$ oznacza stopę wzrostu wydajności pracy, u_t oznacza regionalną stopę bezrobocia, imp/s oznacza udział importu danego sektora w jego produkcji, sub/s oznacza stopę subsydiowania (stosunek subsydiów do sprzedaży).

Ponieważ mamy solidne podstawy do tego aby przypuszczać, że w okresie transformacji środowisko ekonomiczne ulega głębokim zmianom, testujemy najpierw hipotezę o stabilności współczynników w latach 1988-1994. Hipoteza ta zostaje odrzucona (po zastosowaniu testu Chow'a), zaś systematyczne badanie punktów nieciągłości wskazuje, że nieciągłość w równaniu płac występuje pod koniec 1991 r. co sugeruje potrzebę estymacji dwóch oddzielnych regresji dla lat 1989-1991 i 1992-1994. Zdecydowaliśmy się jednak oszacować najpierw równanie dla 1989 r., tzn. ostatniego roku poprzedzającego jednoczesne wprowadzenie liberalizacji handlu i cen, w połączeniu z restrykcyjną polityką makroekonomiczną. Następnie, dla celów porównawczych z okresem poprzednim i następnym przedstawiamy wyniki zwyczajnej metody najmniejszych kwadratów (OLS) i metody z efektami losowymi dla lat 1990-1991. Na koniec dokonujemy estymacji równania płac dla lat 1992-1994. Przedstawiamy także wyniki dla lat 1992-1993, gdyż rok 1993 wydaje się być w pewnym sensie punktem zwrotnym. Wszystkie wyniki ujęte są w tablicy 3.

Wyniki te potwierdzają istotną zmianę w zachowaniu przedsiębiorstw po wprowadzeniu pakietu reform w 1990 r. Wprawdzie poziom płac ustalany na szczeblu przedsiębiorstwa pozostaje w dalszym ciągu silnie uzależniony od poziomu płac w całym sektorze lecz, lecz rola tego czynnika zmniejsza się⁹. Spadek współczynnika wydajności pracy, uznanego za miar efektu insidera, jest pośrednim dowodem na wzrost presji konkurencyjnej. W latach 1990-1991 obniżenie płac realnych w wyniku spadku wydajności pracy było w istocie bardzo silne. Początkowo przedsiębiorstwa starały się chronić zatrudnienie kosztem płac, lecz po 1991 r. znacznie większe zwolnienia z pracy, pozwoliły na wzrost wydajności pracy i w rezultacie na wzrost płac realnych. Ograniczenie bezpośrednich dotacji, szczególnie widoczne w latach 1990-1991, wywierało istotny wpływ na tempo wzrostu płac re-

Tablica 3: Równanie płac, zmienna zależna dW_{jt}

	1989 OLS	1990-1991 OLS	1990-1991 efekty losowe	1992-1993 efekty losowe	1992-1994 efekty losowe
stała	0.027 (0.021)	0.086*** (0.020)	0.084*** (0.018)	0.060** (0.031)	0.038** (0.018)
$d(Y/L)_R$	0.213*** (0.045)	0.140*** (0.020)	0.143*** (0.019)	0.114*** (0.029)	0.134*** (0.024)
dW_{jt}	0.925*** (0.055)	0.975*** (0.025)	0.971*** (0.025)	0.921*** (0.057)	0.907*** (0.057)
u_r		-0.006*** (0.002)	-0.006*** (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.002 (0.001)
$(imp/s)_j$	-0.070 (0.125)	-0.125** (0.057)	-0.120** (0.054)	0.016 (0.057)	
$(sub/s)_i$	0.291*** (0.091)	0.460** (0.231)	0.487** (0.223)	-0.017 (0.058)	
test Hausmana			$\chi(5)=4,49$	$\chi(5)=1,33$	$\chi(5)=5,20$
N	151	320	320	303	508
Skorygowany wskaźnik R^2	0.789	0.901	0.887	0.612	0.289
Średnia zmiennej zależnej	0.201	-0.097	-0.097	0.175	0.148

W nawiasach podano wielkość błędu standardowego; ***: istotny na poziomie 1%, **: istotny na poziomie 5%, *: istotny na poziomie 10%.

alnych. We początkowym okresie, tworzący się rynek pracy i rosnące bezrobocie także przyczyniają się do ograniczenia wzrostu płac. Silnym czynnikiem hamującym dynamikę płac w latach 1990-1991 było również otwarcie polskiego rynku na zagraniczną konkurencję.

Regionalna stopa bezrobocia pozostaje znacząca w latach 1992-1993, lecz traci znaczenie w przypadku zgrupowanej regresji lat 1992-1994. Stopa subsydiowania nie odgrywa roli w negocjacjach płacowych po roku 1992. Może to być w pewnym stopniu wynikiem słabości naszego przybliżenia, które nie bierze pod uwagę dotacji pośrednich (zaległości podatkowe, itp.), które w tamtym okresie mogły zająć miejsce subsydiów bezpośrednich. Wydaje się, że konkurencja także nie odgrywała istotniejszej roli w drugim okresie¹⁰.

Jest interesujące, że tendencja do wzrostu płac w następstwie wzrostu wydajności pracy uległa wzmocnieniu po 1993 r. Może to odzwierciedlać osłabienie dyscypliny finansowej i/lub zmianę oczekiwań odnośnie przejmowania zobowiązań¹¹. Może to także być wynikiem zjawiska nazwanego przez Lindbecka i Snowera (1987) efektem zapadki płace-bezrobocie. Po negatywnym szoku, na któ-

ry firmy reagują zmniejszeniem zatrudnienia, prawdopodobieństwo zwolnienia następnego pracownika zmniejsza się, zaś reakcją tych, którzy utrzymali swoje miejsca pracy i dysponują poważną siłą przetargową jest wysuwanie żądań płacowych¹².

Wydaje się, że efekt ten powinien być zróżnicowany w zależności od pozycji insiderów. Zwykle stopień „uzwiązkowienia” siły roboczej służy jako substytut dla oceny tego zjawiska. Nie dysponujemy takimi danymi, lecz możemy bezpiecznie przyjąć, że struktura własnościowa firm jest potencjalnym wyznacznikiem pozycji insiderów. Początkowo wszystkie firmy są własnością państwową. Następnie rozpoczynają się przekształcenia własnościowe, w wyniku których niektóre firmy zostają skomercjonalizowane, tzn. przekształcone w jednoosobowe spółki akcyjne Skarbu Państwa, podczas gdy inne firmy zostają sprywatyzowane. W Polsce, często przytaczanym argumentem na rzecz powszechnej komercjalizacji było wydatne osłabienie pozycji insiderów w następstwie zmiany formy prawnej przedsiębiorstwa. Twierdzono również, że firmy skomercjonalizowane podejmują bardziej odważne procesy dostosowawcze ani-

Tablica 4: Równanie płac, 1992-1994, efekty losowe. Zmienna zależna dW_{jt}

	przedsiębiorstwa państwowe	przedsiębiorstwa skomercjonalizowane	przedsiębiorstwa sprywatyzowane
stała	0.056*** (0.023)	-0.067 (0.054)	0.144 (0.125)
$d(Y/L)_t$	0.173*** (0.029)	0.119*** (0.039)	-0.251** (0.124)
dW_{jt}	0.917*** (0.058)	1.019*** (0.100)	0.913*** (0.326)
u_t test Hausmana	-0.003** c(5)=1,04	0.004 c(5)=1,34	-0.007 c(5)=2,92
N	277	183	48
Skorygowany wskaźnik R^2	0.581	0.506	0.514
Średnia zmiennej zależnej	0.149	0.150	0.135

W nawiasach podano wielkość błędu standardowego; ***: istotny na poziomie 1%, **: istotny na poziomie 5%, *: istotny na poziomie 10%.

żeli kontrolowane przez insiderów przedsiębiorstwa państwowe.

Po komercjalizacji, rady pracownicze zostają rozwiązane, a zarząd podlega kontroli rady nadzorczej. W przypadku jednoosobowych spółek akcyjnych Skarbu Państwa, członkowie rad nadzorczych są mianowani częściowo przez rząd i częściowo przez pracowników. Pewne analizy przypadków wskazują jednak, że insiderzy zdołali utrzymać swoją pozycję dzięki sile związków zawodowych. W firmach sprywatyzowanych pracownicy nie mają stałej reprezentacji w radzie nadzorczej. Aby zbadać, czy efekt insidera jest silniejszy w przedsiębiorstwach państwowych niż w firmach skomercjonalizowanych i sprywatyzowanych, szacujemy równania płac osobno dla przedsiębiorstw państwowych, skomercjonalizowanych i sprywatyzowanych w latach 1992-1994¹³. Zob. tablica 4.

Otrzymane wyniki potwierdzają występowanie istotnych różnic dotyczących efektu insidera w zależności od typu firmy. Tak jak należało tego oczekiwać, w przedsiębiorstwach państwowych insiderzy przejmują największą część korzyści ze wzrostu wydajności pracy. W firmach skomercjonalizowanych wzrost wydajności pracy pociąga za sobą dużo słabszy wzrost płac. Mogłoby się więc wydawać, że likwidacja rad pracowniczych istotnie osłabiła pozycję insiderów. Jeśli jednak wprowadzimy zmienną zero-jedynkową dla skomercjonalizowanych firm w regresji

dla okresu 1990-1991, współczynnik nie będzie się istotnie różnił od zera. Oznacza to, że w okresie spadku produkcji i w obliczu silnych negatywnych szoków pracownicy przedsiębiorstw państwowych przekazali swe uprawnienia kontrolne menedżerom¹⁴. W firmach sprywatyzowanych, siła przetargowa insiderów wydaje się być zbyt niska, ażeby byli oni skłonni domagać się wyższych płac jako następstwa wzrostu wydajności pracy. Ujemna wartość współczynnika może być w tym przypadku związana z aktywnością inwestycyjną, która ma wyraźny priorytet nad pozostałymi celami działalności firmy. W części 4 pokażemy, że w zakresie inwestycji firmy sprywatyzowane zachowują się inaczej niż firmy państwowe i skomercjonalizowane. Warto zauważyć, że sytuacja na rynku pracy nie wpływa na postawy firm sprywatyzowanych lub skomercjonalizowanych, lecz odgrywa istotną rolę w negocjacjach płacowych w przedsiębiorstwach państwowych.

4. Zaostrzenie ograniczenia budżetowego a zyskowność (stopa zysku) przedsiębiorstw

Równanie płac rzuca pewne światło na proces dostosowawczy zachodzący w przedsiębiorstwach i dostarcza pośrednich dowodów na to, że ograniczenia finansowe jakim podlegają firmy zostały zaostrzone. Analiza zyskowo-

ści (stopy zysku) przedsiębiorstw dostarcza innej miary zmian jakie dokonały się w otoczeniu firm, w szczególności zaostrożającego się ograniczenia budżetowego. W ramach dawnego systemu, mikroekonomiczne wskaźniki finansowe były zniekształcone z uwagi na bardzo szeroki zakres interwencji państwa poprzez np. bezpośrednie dotacje, arbitralnie ustalany podatek obrotowy, zróżnicowanie stóp procentowych i kursów walutowych. Zmiana systemu, a zwłaszcza liberalizacja cen zapoczątkowana w 1990 r. oraz położenie kresu bezpośredniemu refinansowaniu deficytowych przedsiębiorstw przyczyniły się do większej wiarygodności wyników finansowych firm. Zgodnie z naszą definicją, zyskowność to stosunek zysku przed opodatkowaniem (brutto) lub po opodatkowaniu (netto) do sprzedaży. Zyskowność przedsiębiorstw ucierpiała znacznie w wyniku transformacji ekonomicznej, przy czym wyraźny przełom nastąpił w roku 1991. Podczas gdy w 1990 r. jedynie dwie firmy objęte naszą próbą odnotowały ujemny zysk, w 1991 r. w sytuacji takiej znalazły się już 54 firmy.

Proste oszacowanie współczynnika korelacji pomiędzy zyskownością netto i zyskowności brutto dostarcza miary zmiany stosunków pomiędzy Państwem a sektorem przedsiębiorstw. Współczynnik ten wzrósł z 0,46 w latach 1989-1990 do 0,9 w latach 1991-1994. Wskazuje to na znaczne zmniejszenie interwencjonizmu Państwa polegającego na redystrybucji dochodów firm i nakładaniu podatków w sposób uznaniowy.

Interesujące byłoby wyodrębnienie czynników wpływających na zyskowność brutto przedsiębiorstw. Z uwagi na brak dostatecznych podstaw teoretycznych tego typu równania spróbujemy jedynie ustalić, czy miały miejsce znaczące zmiany względnej ważności dwóch zmiennych objaśniających: wydajności pracy i udziału w rynku. Dokonujemy estymacji następującego równania:

$$\Pi_{ijt}^G = \varphi_1 + \varphi_1 (Y/L)_{it} + \varphi_2 (Y_{it}/Y_{jt}) + \xi_{it}$$

gdzie:

i oznacza przedsiębiorstwo, j sektor, t czas; P^G oznacza stopę zysku brutto, Y/L oznacza wydajność pracy, Y_i/Y_j oznacza udział w rynku; PRIV i COM są zmiennymi zero-jedynkowymi oznaczającymi status własnościowy firmy (PRIV=1 gdy firma jest sprywatyzowana, zaś 0 w pozostałych przypadkach; COM=1 gdy firma jest skomercjonalizowana, zaś 0 w pozostałych przypadkach).

Z uwagi na rosnącą presję konkurencyjną, j_1 powinno rosnać w okresie transformacji, zaś j_2 powinno spadać. W związku z nieciągłością jaka wystąpiła w 1991 r., rozważamy dwa okresy: 1989-1990 i 1991-1994. Wyniki podaje tablica 5. W pierwszym okresie związek pomiędzy zyskownością i udziałem w rynku jest bardzo silny, zaś w drugim okresie współczynnik udziału w rynku jest nieistotny, zaś zyskowność jest głównie funkcją wydajności pracy. Traktujemy tę zmianę względnej wagi czynników opisujących stopę zysku, jako jeszcze jedną

Tablica 5: Estymacja stopy zysku brutto, Zmienna zależna: P_{ijt}^G z efektami losowymi (random effects), uogólniona metoda najmniejszych kwadratów (GLS).

	1989-1990	1991-1994
Stała	0,366*** (0,018)	0,447*** (0,015)
$(Y/L)_{it}$	0,452* (0,270)	(0,647)*** (0,181)
Y_{it}/Y_{jt}	0,501 (0,256)	0,053 (0,143)
test Hausmana	$\chi(5)=6,00$	$\chi(5)=2,68$
Liczba obserwacji	346	692
Skorygowany wskaźnik R^2	0,632	0,570
średnia zmiennej zależnej	0.353	0.059

Roczne wartości zmiennych zero-jedynkowych zostały ujęte, lecz nie przedstawione; w nawiasach podano wielkość błędu standardowego; ***: istotny na poziomie 1%, **: istotny na poziomie 5%, *: istotny na poziomie 10%.

oznakę rosnących ograniczeń finansowych i zaostrzającej się konkurencji.

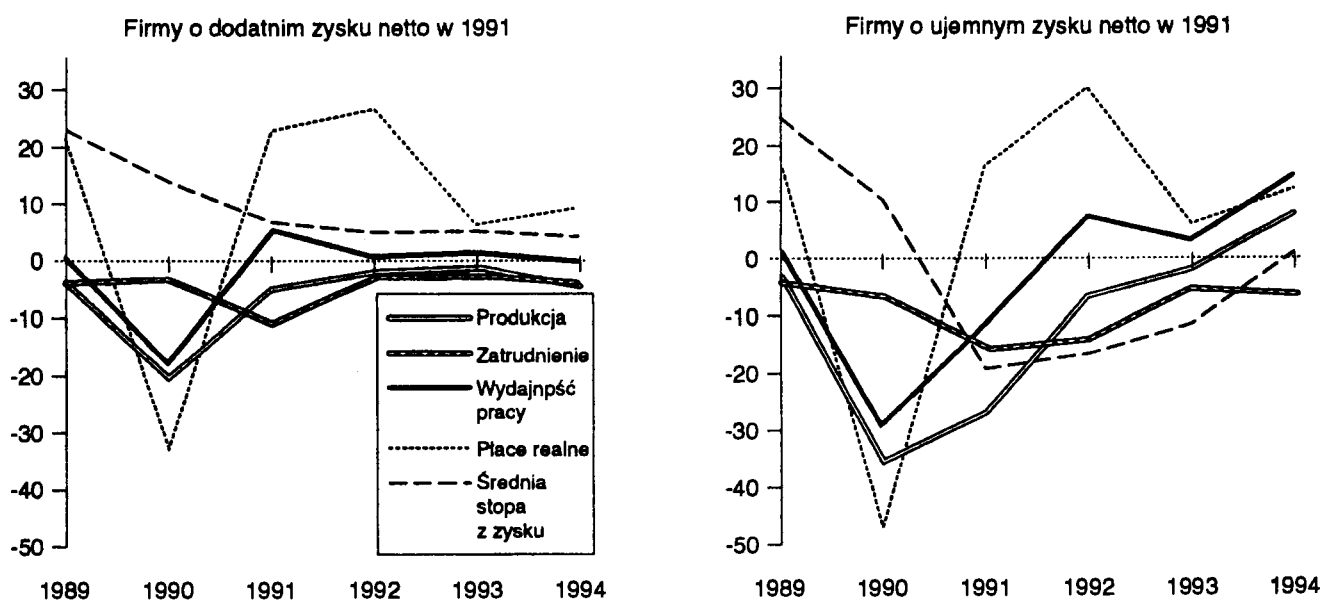
Porównanie firm przynoszących straty w 1991 r. z firmami o dodatnim zysku dostarcza interesujących dowodów na wiarygodność zmiany systemu. Liczba firm nierentownych spadła o połowę w latach 1991-1994, a ich odsetek ukształtował się ostatecznie na poziomie 15,6%¹⁵. Wydawać by się mogło, że firmy te skorzystały z wejścia w życie ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków. W latach 1993-1994 część ich długów mogła zostać anulowana, zredukowana lub zrestrukturyzowana, co mogło wydatnie poprawić rentowność tych przedsiębiorstw. Nie dysponujemy dostateczną informacją odnośnie ewolucji zadłużenia firm, ażeby móc bezpośrednio sprawdzić taką hipotezę. Jednak gdy przyjrzymy się dokładniej zachowaniom pierwotnie deficytowych firm możemy stwierdzić, że poprawę rentowności zawdzięczały one bardziej podstawowym decyzjom. Wykres 1 pokazuje, że zachowania obu kategorii firm były diametralnie różne. Firmy deficytowe znacznie bardziej odczuły skutki recesji lat 1990 i 1991, pomimo istotnej redukcji zatrudnienia i ich wydajność pracy znacznie spadła. Następstwem tego stanu rzeczy było podjęcie przez te firmy poważnych wysiłków restrukturyzacyjnych. Osiągnęły one trwałą poprawę wydajności pracy dzięki jedno-

czesnemu wzrostowi produkcji i znacznej redukcji zatrudnienia. A zatem, początkowe straty skłoniły do restrukturyzacji dającej pozytywne efekty. Nie miałyby to miejsca, gdyby firmy wciąż oczekiwały, że państwo będzie je chronić przed upadłością. Zaostrzenie warunków kredytowania przez banki i rosnąca liczba przypadków bankructwa przekonały menedżerów, że ogładanie się na pomoc ze strony Państwa jest coraz bardziej ryzykowne i potencjalnie kosztowne. Oceniając zagrożenia przed jakimi stoją ich firmy, menedżerowie musieli zacząć uwzględniać ryzyko likwidacji przedsiębiorstwa.

5. Prywatyzacja a restrukturyzacja strategiczna

Przedsiębiorstwa wyraźnie uwierzyły w nieodwracalność zmian systemowych, w związku z czym przyjęły strategię nastawioną na przetrwanie. Ograniczyły one koszty i zakres swej działalności. Polegało to na pozbyciu się przestarzałych linii produkcyjnych, zwolnieniach pracowników, wyzbywaniu się nieefektywnych aktywów, itp. Działania te można określić mianem „defensywnych” w tym sensie, że ich zasadniczym celem było zapewnienie bieżącego przetrwania przedsiębiorstwa (Grosfeld i Roland, 1996). Biorąc pod uwagę rozmiary negatyw-

Wykres 1: Porównanie średnich stóp wzrostu (%) w zależności od rentowności firm



nych szoków, prywatyzacja miała ograniczony wpływ na tego typu dostosowania polegające na minimalizacji kosztów.

Jednak menedżerowie nie tylko podjęli wysiłki na rzecz ograniczenia kosztów. Z punktu widzenia wyników przedsiębiorstwa w długim okresie, ważniejsze było poszukiwanie nowych możliwości produkcyjnych: wdrażanie nowych linii produkcyjnych, nowych procesów i technologii produkcji oraz nowych form organizacji. Ten strategiczny wymiar restrukturyzacji przedsiębiorstw, polegający na maksymalizacji wartości firmy, powinien znaleźć swe odbicie w większej aktywności inwestycyjnej. Można oczekiwać, że prywatyzacja może ułatwić finansowanie nowych projektów. Może ona także, poprzez wprowadzenie nowych produktów i technik marketingowych, przyczynić się do szybszego wzrostu produkcji. Omówimy kolejno oba te aspekty.

5.1. Prywatyzacja a inwestycje

Inwestycje można uznać za główny element restrukturyzacji strategicznej. W naszych danych panelowych dysponujemy informacją na temat nakładów inwestycyjnych w latach 1992-1994, tzn. w okresie ożywienia wzrostu PKB jaki nastąpił po przejściowym spadku produkcji. Próbujemy wyjaśnić stopę inwestycji przy pomocy podstawowego modelu akceleratora-zysku. Uwzględniamy dwie główne zmienne objaśniające: bieżącą stopę wzrostu produkcji będącą (bardzo uproszczonym) substytutem oczekiwanego popytu na produkcję oraz opóźnioną stopę zysku netto, którą można traktować jako miarę możliwości samofinansowania firm. Ponieważ wiemy, że firmy finansują większość swoich inwestycji z zysków (zob. Aneks, tablica A3), możemy oczekiwać, że inwestycje firm będą rosnącą funkcją stopy zysku¹⁶. Tak jak poprzednio, uwzględniamy efekty typowe dla firmy oraz status własności. Otrzymujemy następujące równanie:

$$IR_{it} = \gamma_i + \gamma_1 \Pi_{i,t-1}^N + \gamma_2 dY_{it} + \gamma_3 PRIV_{it} + \gamma_4 COM_{it} + \psi_{it}$$

gdzie:

i oznacza przedsiębiorstwo, j sektor, t czas; IR stosunek wydatków inwestycyjnych (przy zastosowaniu deflatora w postaci wskaźnika cen inwestycyjnych w gospodarce narodowej) do opóźnionej produkcji, P^N oznacza

stopę zysku netto, dY oznacza stopę wzrostu produkcji, $PRIV$ i COM są zdefiniowane jak poprzednio.

Wstępne estymacje ekonometryczne pokazały, że ograniczenia finansowe odgrywają bardzo ważną rolę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz że firmy rentowne i nierentowne zachowują się w sposób odmienny: te pierwsze są bardzo wrażliwe na ograniczenia płynności, podczas gdy współczynnik stopy zysku wydaje się być nieistotny dla drugich. Z tej właśnie przyczyny skoncentrowaliśmy się wyłącznie na firmach przynoszących zysk. Ponieważ w ramach takiej próby prawie wszystkie sprywatyzowane firmy należą do tej kategorii, możemy zbadać, czy prywatyzacja ma znaczenie dla zachowań inwestycyjnych.

Tablica 6 przedstawia wyniki estymacji. Pierwsza kolumna zawiera wyniki dla wszystkich firm osiągających dodatnią stopę zysku. Okazuje się, że jedynie zmienne zero-jedynkowe określające status własnościowy są istotne. W firmach sprywatyzowanych, przy innych warunkach niezmiennych, stopa inwestycji jest prawie dwukrotnie większa niż średnia dla próby. W przypadku firm skomercjonalizowanych efekt ten jest także dodatni, lecz znacznie słabszy. Może to być odzwierciedleniem różnych zjawisk. Inwestorzy strategiczni nabywający przedsiębiorstwa państwowe często zobowiązują się do dokonywania inwestycji na pewnym poziomie¹⁷. Co jednak wydaje się istotniejsze, jak wykazaliśmy w części 3, insiderzy w przedsiębiorstwach państwowych przechwytyują zasadniczą część korzyści ze wzrostu wydajności pracy. Natomiast w sprywatyzowanych oraz w mniejszym stopniu skomercjonalizowanych firmach, bardziej efektywny nadzór właścicielski, a prawdopodobnie także i odmienny horyzont czasowy podejmowania decyzji ekonomicznych, przyczyniają się do większych wydatków inwestycyjnych.

W celu dokładniejszego przyjrzenia się tej istotnej kwestii, dokonaliśmy oszacowania równania inwestycji osobno dla firm sprywatyzowanych, skomercjonalizowanych i państwowych. Wyniki tych estymacji przedstawione są w drugiej, trzeciej i czwartej kolumnie tablicy 6. Różnią się one w sposób znaczący dla poszczególnych trzech grup firm, przy czym zachowanie firm skomercjonalizowanych wydaje się być, ogólnie rzecz biorąc, bardziej zbliżone do zachowania firm sprywatyzowanych niż

przedsiębiorstw państwowych. Stopa zysku pełni rolę głównej siły napędowej inwestycji. Może to odzwierciedlać obecność ograniczeń finansowych, dających się łatwo wyjaśnić w sytuacji znacznej asymetrii informacji pomiędzy przedsiębiorstwami i kredytodawcami (bankami). Ale, jak podkreślają Bond i in. (1997), współczynnik zmiennej będącej substytutem efektu nadwyżki finansowej (cash flow) może także odzwierciedlać kształtowanie się oczekiwań. Mogłoby to oznaczać, że sprywatyzowane (oraz skomercjonalizowane) firmy kształtują swoje oczekiwania w sposób całkiem niż czynią to przedsiębiorstwa państwowe.

Taka interpretacja znajduje pewne potwierdzenie w braku wrażliwości firm sprywatyzowanych i skomercjonalizowanych na stopę wzrostu produkcji. Innymi słowy, przedsiębiorstwa państwowe wydają się czerpać motywację do podejmowania decyzji inwestycyjnych z bieżącego wzrostu produkcji, podczas gdy dla firm sprywatyzowanych krótkoterminowe zmiany poziomu sprzedaży są słabym bodźcem do podejmowania inwestycji. Prawdopodobnym wyjaśnieniem tego stanu rzeczy może być fakt interpretacji bieżącego wzrostu produkcji przez firmy państwowe jako danego z zewnątrz przybliżenia przyszłego popytu. Z drugiej zaś strony, firmy sprywatyzowane trak-

tują prawdopodobnie przyszły popyt jako czynnik częściowo endogeniczny, co sprawia, że bieżący wzrost produkcji jest niedoskonałym wyznacznikiem przyszłego poziomu produkcji. Takie zachowanie może być traktowane jako charakterystyczne dla tego, co określamy mianem restrukturyzacji strategicznej.

5.2. Prywatyzacja a wzrost produkcji

Jednym z elementów restrukturyzacji strategicznej jest zdolność firmy do modyfikowania popytu na swoje produkty, w szczególności poprzez wprowadzanie nowych wyrobów. Zdolność firmy do odróżniania się od innych przedsiębiorstw danego sektora odgrywa tu zasadniczą rolę. Skłania to nas do zbadania zależności pomiędzy stopą wzrostu produkcji danej firmy a stopą wzrostu produkcji w danym sektorze. Dokonujemy estymacji następującego równania:

$$dY_{ijt} = \delta_i + \delta_1 dY_{jt} + \delta_2 PRIV_{jt} + \delta_3 COM_{jt} + \tau_{it}$$

gdzie:

i oznacza przedsiębiorstwo, j sektor, t czas; dY oznacza stopę wzrostu produkcji, zaś $PRIV$ i COM są zdefiniowane jak poprzednio.

Tablica 6: Równanie inwestycji, 1992-1994. Zmienna zależna: IR_{ijt}

	Wszystkie przedsiębiorstwa efekty stałe	Przedsiębiorstwa państwowe, efekty losowe	Firmy skomercjonalizowane, efekty losowe	Firmy sprywatyzowane, efekty losowe
Stała		0,041*** (0,005)	0,057 (0,014)	0,026 (0,022)
$P_{i,t-1}^N$	0,126 (0,100)	0,146** (0,064)	0,289** (0,117)	1,025*** (0,224)
dY_{jt}	0,017 (0,014)	0,026** (0,010)	0,029 (0,022)	0,067 (0,059)
PRIV	0,045*** (0,017)	-	-	-
COM	0,029** (0,015)	-	-	-
test Hausmana	$\chi(4)=11,76$	$\chi(2)=0,18$	$\chi(2)=2,52$	$\chi(2)=3,86$
Liczba obserwacji	367	204	120	43
Skorygowany wskaźnik R^2	0.474	0.602	0.586	0.434
Średnia zmiennej zależnej	0.060	0.048	0.060	0.112

W nawiasach podano wielkość błędu standardowego; ***: istotny na poziomie 1%, **: istotny na poziomie 5%, *: istotny na poziomie 10%.

Wyniki estymacji przedstawia tablica 7. Tak jak to miało miejsce poprzednio, test Chow'a wskazuje na nieciągłość jaka wystąpiła w 1991 r. Dlatego też przedstawiamy dwa zbiory wyników. Wskazują one, że w początkowym okresie stopa wzrostu danego sektora wyjaśniała w sposób zasadniczy wzrost produkcji na poziomie przedsiębiorstw. W następnym okresie (1991 - 1994) zachowanie firm jest znacznie bardziej heterogeniczne: współczynnik produkcji sektorowej zmniejsza się o połowę, zaś skorygowany wskaźnik R² wyraźnie spada.

W drugim okresie, tempo wzrostu produkcji firm sprywatyzowanych było wyższe o 8,7% niż w przedsiębiorstwach państwowych¹⁸, natomiast firmy skomercjonalizowane nie różniły się zasadniczo od państwowych. Dlatego też oszacowaliśmy odrębnie równania dla firm sprywatyzowanych i publicznych (skomercjonalizowanych i państwowych). Główna różnica pomiędzy tymi dwiema kategoriami firm polegała na ich wrażliwości na wzrost produkcji sektorowej. Zdolność firm sprywatyzowanych do przeciwstawienia się tendencji panującej w sektorze może być postrzegana jako przejaw ich twórczej restrukturyzacji.

6. Wnioski

Badanie panelowe dużych przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce dostarcza wielu dowodów wskazujących na głębokie i trwałe przekształcenie otoczenia przedsiębiorstw, zmieniające oczekiwania menedżerów i pracowników.

W latach 1990-1991 nastąpiła strukturalna zmiana w zachowaniu firm. Wiązała się ona z wprowadzeniem pakietu radykalnych reform obejmujących restrykcyjne posunięcia polityki makroekonomicznej i liberalizacją cen oraz handlu. Jednym z ważnych następstw procesu reform było zwiększenie stopnia heterogeniczności firm. W początkowym okresie transformacji, szok na poziomie sektora wywarł poważny wpływ na decyzje przedsiębiorstw. W okresie ożywienia zmiany sektorowe stają się mniej istotnym czynnikiem procesów dostosowawczych.

Porównanie sposobu ustalania płac w różnych typach firm potwierdza zasadnicze różnice w dziedzinie negocjacji płacowych. W przedsiębiorstwach państwowych insiderzy przechwytyją zasadniczą część korzyści ze wzrostu wydajności pracy, natomiast w sprywatyzo-

Tablica 7: Równanie produkcji. Zmienna zależna: dY_{it} uogólniona metoda najmniejszych kwadratów (GLS) z efektami losowymi (random effects)

	1989-1990 wszystkie przedsiębiorstwa	1991-1994 wszystkie przedsiębiorstwa	1991-1994 przedsiębiorstwa państwowe	1991-1994 firmy sprywatyzowane
Stała	- 0.008 (0.016)	-0.076*** (0.014)	-0.070*** (0.012)	0.021 (0.048)
dY_{it}	1.142*** (0.083)	0.496*** (0.083)	0.519*** (0.082)	0.487 (0.399)
PRIV	-	0.087** (0.038)	-	-
COM	-	0.021 (0.024)	-	-
test Hausmana	$\chi(1)=1,27$	$\chi(3)=5,10$	$\chi(1)=0,20$	$\chi(1)=0,02$
Liczba obserwacji	324	692	632	60
Skorygowany wskaźnik R ²	0.348	0.130	0.154	0.126
średnia zmiennej zależnej	- 0.147	- 0.042	-0.052	0.066

W nawiasach podano wielkość błędu standardowego; ***: istotny na poziomie 1%, **: istotny na poziomie 5%, *: Istotny na poziomie 10%.

wanych firmach nie występuje dodatnia korelacja pomiędzy wypłacalnością firmy a wzrostem płac.

Znaczny wpływ na zachowanie przedsiębiorstw ma rosnąca konkurencja rynkowa. Wraz z postępowaniem transformacji presja konkurencyjna stwarzana była nie tylko przez rynek produktów, lecz także przez tworzący się rynek pracy. Jednak konkurencja zagraniczna, wywierająca początkowo istotny wpływ na kształtowanie się poziomu płac, straciła na znaczeniu w okresie ożywienia. Również sytuacja na rynku pracy, a zwłaszcza wysokie choć dość ustabilizowane bezrobocie, nie wpływała w sposób zasadniczy na negocjacje płacowe w przedsiębiorstwach po 1993 r. Co ciekawe, czynnik ten odgrywał większą rolę w przedsiębiorstwach państwowych aniżeli w skomercjalizowanych lub sprywatyzowanych.

Pośrednie dowody wyraźnie wskazują na przekonanie przedsiębiorstw o nieodwracalności zaostrezenia ograniczeń budżetowych. Firmy deficytowe przodowały

pod względem zwolnień z pracy i ograniczania wzrostu płac. Postawa ta wyraźnie odbiega od stosunkowo pasywnej reakcji firm o dodatnim wyniku finansowym, co może być powodem do niepokoju. Generalnie, wydaje się, że po wystąpieniu początkowej reakcji na szoki popytowe i popytowe firmy stały się mniej podatne na presję czynników rynkowych.

Prywatyzacja okazała się szczególnie istotna dla wymiaru strategicznego restrukturyzacji przedsiębiorstw. Nasze badania pokazują, że firmy sprywatyzowane mają większe możliwości uzyskania wyższej stopy wzrostu produkcji. Ponadto, firmy te więcej inwestują, a ich decyzje inwestycyjne różnią się zasadniczo od postawy reprezentowanej przez przedsiębiorstwa państwowe. Oznacza to, że szybsza prywatyzacja mogłaby przyczynić się istotnie do wzrostu gospodarki polskiej, której główną siłą napędową był dotąd rozwój sektora nowo powstałych firm prywatnych.

Bibliografia

- Barbone, L., D. Marchetti Jr, and S. Paternostro (1996), „Structural adjustment, ownership transformation, and size in Polish industry”, Policy Research Working Paper 1624, World Bank, July.
- Basu, S., S. Estrin, and J. Svejnar (1995), „Employment and wage behavior of enterprises in transitional economies”, mimeo, May.
- Belka, M., M. Schaffer, S. Estrin, and I. Singh (1994), „Evidence from a survey of state-owned, privatized and emerging private firms”, Paper presented at the Workshop on Enterprise Adjustment in Eastern Europe, World Bank, Washington D.C., September.
- Blanchard, O. (1997), *The Economics of Post-Communist Transition*, Oxford: Oxford University Press, Clarendon Lectures.
- Blanchard, O. And M. Kremer (1997), „Disorganization”, The Davidson Institute Working Paper No. 38, The University of Michigan Business School.
- de Boissieu, C., D. Cohen and G. de Pontbriand (1995), „Russian enterprises in transition”, CEPR Discussion Paper 1174, April.
- Bond, S., J. Elston, J. Mairesse and B. Mulkay (1997), „Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: A comparison using company panel data”, NBER Working Paper No. 5900.
- Carlin, W. , Van Reenen J., and Wolfe T. (1995), „Enterprise restructuring in early transition : the case study evidence from Central and Eastern Europe”, *Economics of Transition*, 3 (4).
- Cohen, D. (1995), „The transition in Russia: successes (privatization, low unemployment...) and failures (mafias, liquidity constraints...): a theoretical analysis”, CEPR Discussion Paper 1224, August.
- Corbett, J., and T. Jenkinson (1994), „The financing of industry, 1970-89: an international comparison”, CEPR Discussion Paper 948, May.
- Cornelli, F., R. Portes, and M.E. Schaffer (1996), „The capital structure of firms in Central and Eastern Europe”, Document de travail DELTA 96-05.
- Dąbrowski, J.M., M. Federowicz, and A. Levitas (1992), „Przedsiębiorstwa państwowe w drugim roku transformacji gospodarczej”, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Djankov, S., and Hoekman B. (1996), „Fuzzy transition and firm efficiency: Evidence from Bulgaria, 1991-4”, CEPR Discussion Paper 1424, July.
- Duflo, E., and C. Senik-Leygonie (1997), „Industrial restructuring in Russia. Early reactions of firms to the shock of liberalization”, *Economics of Transition*, 5(1).
- Estrin, S. (1994), Comments on The behavior of state firms in Eastern Europe, pre-privatization by P. Aghion, O. Blanchard and R. Burgess, *European Economic Review*, 38 (6).
- Estrin, S., A. Gelb, and I.J. Singh (1993), „Restructuring, viability and production : A comparative study of enterprise adjustment in transition”, Discussion paper Nj 1, London Business School, CIS Middle Europe Centre, London.
- Grosfeld, I., and G. Roland (1996), „Defensive and strategic restructuring in central European enterprises”, *Journal of Transforming Economies and Societies*, 3(4).
- Halpern, L, and G. Korçsi (1995), „Le pouvoir de marché : effets de taille et de monopole en Hongrie”, *Economie Internationale*, 62.
- Levinsohn, J. (1996), „Firm heterogeneity, jobs and international trade: evidence from Chile”, NBER Working Paper, 5808, October.
- Lindbeck, A. and D.J. Snower (1987), „Union activity, unemployment persistence and wage-employment ratchet”, *European Economic Review*, 31.
- Nickell, S. and S. Wadhvani (1990), „Insider forces and wage determination”, *The Economic Journal*, 100.
- Nivet, J.-F. (1997), „La privatisation en Pologne : la terre de la grande promesse ?”, mimeo, Janvier.
- Pinto, B., M. Belka, and S. Krajewski (1993), „Transforming state enterprises in Poland : Evidence on adjustment by manufacturing firms”, *Brookings Paper on Economic Activity*, No. 1.
- Pinto, B., and S. van Wijnbergen (1995), „Ownership and corporate control in Poland: why state firms defied the odds?”, CEPR Discussion Paper 1273, December.
- Pohl, G., S. Djankov, and R.E. Anderson (1996), „Restructuring large industrial firms in Central and Eastern Europe : an empirical analysis”, *World Bank Technical Paper* 332, August.
- Roland, G. and T. Verdier (1997), „Transition and the output fall”, Delta, mimeo.
-

Aneks

Tablica A1: Udział badanej próby w polskim przemyśle przetwórczym (w %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Udział w produkcji	25.81	31.99	29.36	29.63	27.16	27.30
Udział w zatrudnieniu	16.84	17.00	16.08	16.05	15.59	14.72
Udział w wydatkach inwestycyjnych	-	-	-	25.43	33.17	30.99

Tablica A2: Struktura własnościowa próby (liczba przedsiębiorstw)

	1990	1991	1992	1993	1994
Przedsiębiorstwa państwowe	170	137	104	95	85
Przedsiębiorstwa skomercjonalizowane	1	29	61	60	61
Przedsiębiorstwa sprywatyzowane	2	7	8	18	27

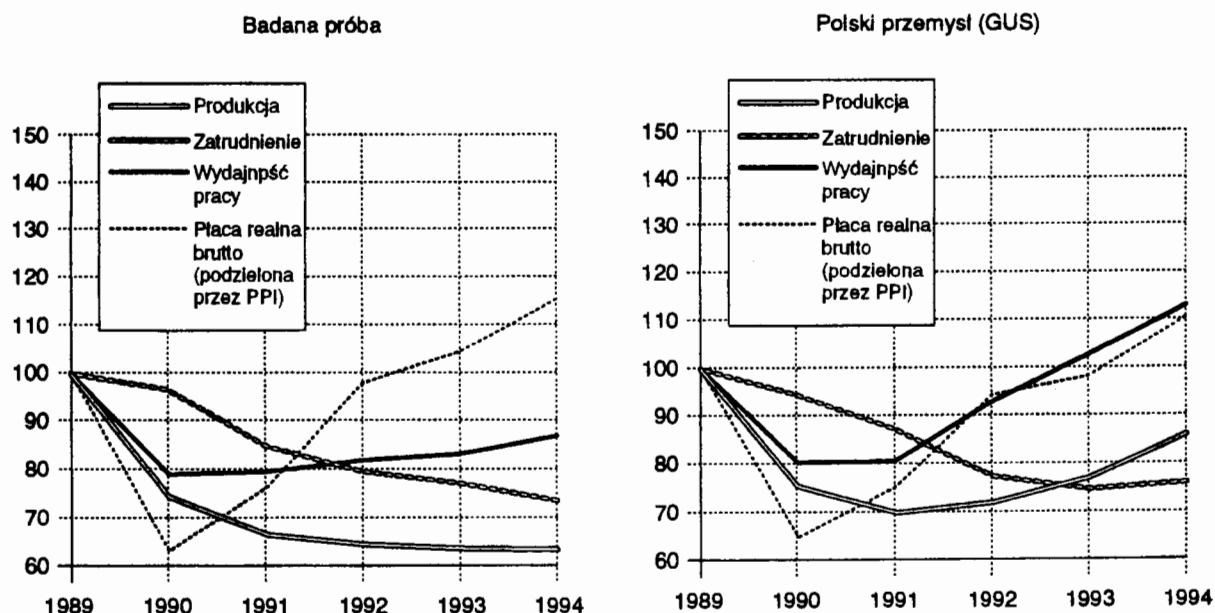
Tablica A3: Źródła finansowania inwestycji polskich przedsiębiorstw i samorządów lokalnych, (w %)

	1992	1993	1994
Zyski nie rozdzielone	58.1	63.3	62.4
Subsydia budżetowe	5.6	4.7	4.2
Kredyty bankowe, krajowe	10.8	8.7	10.3
Inne (a)	25.5	23.3	23.1

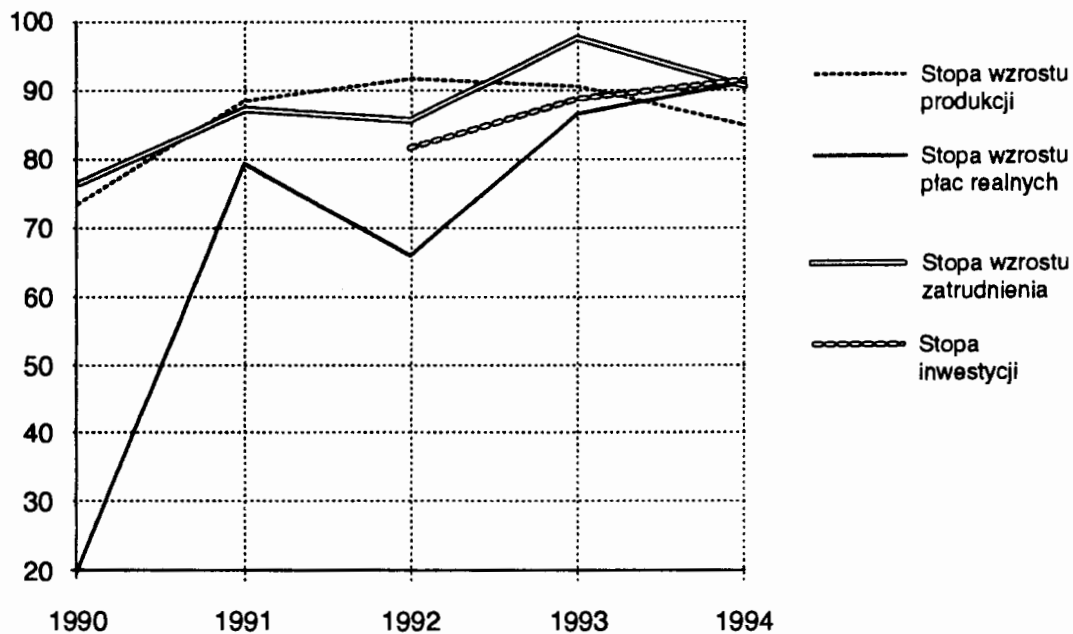
(a) obejmuje kredyty udzielone przez zagraniczne instytucje finansowe (9,8% w 1993 r. i 9,1% w 1994 r.), parabudżetowe linie kredytowe, wartość niedokończonych inwestycji, itp.

Źródło: Rocznik Statystyczny, GUS, 1993, 1995.

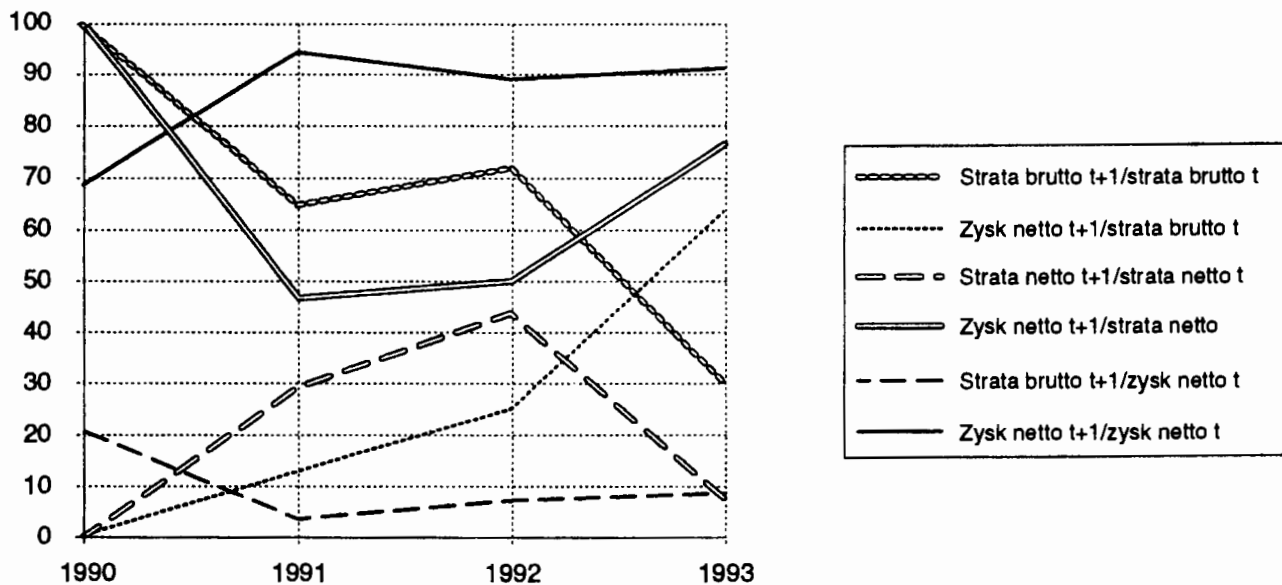
Wykres A1: Dynamika głównych zmiennych realnych, 1989 = 100



Wykres A2: Udział wariacji wewnątrzsektorowej w wariacji ogólnej (%)



Wykres A3: Prawdopodobieństwo zmiany kategorii zyskowności z roku na rok (%)



Firma jest zaklasyfikowana do kategorii „straty brutto” jeśli jej zysk przed opodatkowaniem jest ujemny, „straty netto” jeśli jej zysk przed opodatkowaniem jest dodatni, a zysk po opodatkowaniu ujemny, „zysku netto” jeśli jej zysk po opodatkowaniu jest dodatni. Prawdopodobieństwo zmiany kategorii jest obliczane jako prawdopodobieństwo znalezienia się w konkretnej kategorii zyskowności w roku przyszłym, w zależności od przynależności do danej kategorii w roku bieżącym.

Przypisy

- ¹ Badanie przeprowadzono przy wsparciu finansowym Maison des Sciences de l'Homme i Programu ACE Nr P95-2847-F. Pragniemy podziękować Jose Sastre za pomoc techniczną i Tadeuszowi Baczko za udostępnienie komputerowej wersji Listy 500. Dziękujemy także Romanowi Frydmanowi oraz uczestnikom seminarium w Département et laboratoire d'Économie théorique et appliquée (Delta), Paryż i w Davidson Institute Uniwersytetu Michigan, a zwłaszcza Saulowi Estrin, Georges'owi de Menil, Giffardowi Rolandowi i Claudii Senik-Leygonie, za cenne uwagi.
- ² Wykorzystaliśmy także dane z dziesięciu analiz przypadków w ramach projektu ACE Nr 92-0223-R.
- ³ Na temat wyników polskiej strategii prywatyzacji zob. Nivet (1997).
- ⁴ W 1994 r. Główny Urząd Statystyczny (GUS) zmienił dotychczasowy system klasyfikacji sektorów gospodarki przechodząc z Klasyfikacji Gospodarki Narodowej (KGN) na system Europejskiej Klasyfikacji Działalności (EKD). Wszystkie zmienne sektorowe w tym opracowaniu odnoszące się do okresu sprzed roku 1994 przedstawiono zgodnie z poprzednim systemem klasyfikacji (KGN), zaś zmienne odnoszące się do 1994 r. według nowej klasyfikacji (EKD).
- ⁵ Analizę przyczyn spadku produkcji przedstawiają Blanchard i Cremer (1996) oraz Roland i Verdier (1996).
- ⁶ Ten rodzaj reakcji odnotowano w najbardziej zaawansowanych w procesie przemian krajach Europy Środkowej. Natomiast w Rosji, przedsiębiorstwa zareagowały na spadek produkcji niezwykle elastycznym dostosowaniem się płac, do zawieszenia wypłat włącznie, co pozwoliło utrzymać zwolnienia z pracy na stosunkowo niskim poziomie. De Boissieu i in. (1995) mówił o pracownikach jako o „zgłaszających roszczenia o charakterze rezydualnym”. Zob. także Cohen (1995), Dufo i Senik (1997).
- ⁷ Wagą wymiaru sektorowego w procesach dostosowawczych przedsiębiorstw badali Pinto i in. (1993), Halpern i Kłrosi (1995) oraz Estrin i in. (1993). Doszli oni do wniosku, że zróżnicowanie procesów dostosowawczych firm nie miało związku z przynależnością do danego sektora. Jednak Barbone i in. (1996) badając wzrost wydajności pracy w 88 gałęziach polskiego przemysłu znaleźli istotne różnice intensywności dostosowań w zależności od sektora.
- ⁸ Postępowanie się stopą bezrobocia w skali regionu, zamiast w skali całej gospodarki jest podyktowane słabą mobilnością siły roboczej.
- ⁹ Odzwierciedla to znaczny wzrost udziału wariancji wewnątrzsektorowej w wariancji całkowitej, o czym była mowa w poprzedniej części.
- ¹⁰ Może to po części wynikać z problemu nadmiernej agregacji. Z uwagi na dostępność danych posługujemy się jedynie klasyfikacją na poziomie jednocyfrowym. Djankov i Hoekman (1996) przeprowadzając badanie bułgarskich przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1991-1994 stwierdzili, że otwarcie rynku na konkurencję zagraniczną prowadzi do pewnej poprawy efektywności kosztowej. Jednak wniosek ten jest prawdziwy tylko wtedy, gdy uwzględniony jest efekt wejścia przedsiębiorstw na rynek i wychodzenia z rynku, zaś w przypadku stałej próby firm wyniki nie są jednoznaczne. Levinsohn (1996) także dowodzi, że fakt iż dana firma działa w sektorze, gdzie konkurencja jest silna, nie wpływa na procesy dostosowawcze przedsiębiorstw w Chile.
- ¹¹ Zmiana oczekiwań może się łączyć ze zmianą ekipy rządowej i powrotem partii post-komunistycznej do władzy.
- ¹² Na temat asymetrii pomiędzy reakcjami na pozytywne i negatywne zmiany popytu w firmach kontrolowanych przez insiderów zob. Blanchard (1997).
- ¹³ Nie czynimy tego dla okresu poprzedniego, gdyż liczba firm sprywatyzowanych była wówczas zbyt mała.
- ¹⁴ Prawdopodobnie z wyjątkiem decyzji dotyczących wyboru metody prywatyzacji przedsiębiorstwa.
- ¹⁵ 76 % firm przynoszących straty w 1991 r. odnotowało zyski netto w 1994 r. Wykres A3 w aneksie pokazuje prawdopodobieństwo przejścia pomiędzy kategoriami zyskowności. Pohl i in. (1996) wyliczyli takie prawdopodobieństwo z roku na rok dla pięciu krajów Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1992-1994, w celu zmierzenia bodźców dla restrukturyzacji oraz w celu przedstawienia, zgodnie z procesem Markowa, symulacji ścieżki restrukturyzacyjnej do roku 2000.
- ¹⁶ Pinto i van Wijnbergen (1995) pokazali, że ujemna korelacja pomiędzy inwestycjami i zyskiem jaka występowała przed rozpoczęciem transformacji przekształciła się w korelację dodatnią w 1992 r.
- ¹⁷ Jednak inwestorzy strategiczni kupili mniej niż połowę sprywatyzowanych firm objętych naszą próbą.
- ¹⁸ Często podkreśla się, że przedsiębiorstwa te objęto programem prywatyzacji z uwagi na ich zdecydowanie lepsze wyniki ekonomiczne w początkowej fazie transformacji. Aby zbadać, czy tego typu zastrzeżenie istotnie występowało, wprowadziliśmy w regresji dla lat 1989-1990 zmienną zero-jedynkową odnoszącą się do 27 sprywatyzowanych firm w naszej próbie. Jej współczynnik okazał się nieistotny.

PRYWATYZACJA I RESTRUKTURYZACJA W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

*Gerhard Pohl, Robert E. Anderson, Stijn Claessens,
Simeon Djankov*

Streszczenie

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej muszą określić, jakie środki polityki ekonomicznej przyczynią się najbardziej do restrukturyzacji przedsiębiorstw, będącej podstawą przejścia do gospodarki rynkowej i przystąpienia do Unii Europejskiej. Restrukturyzacja pociąga za sobą redukcję nadmiernego zatrudnienia, wytwarzanie produktów lepszej jakości, znalezienie nowych rynków zbytu na Zachodzie i pozbywanie się zbędnych aktywów, w tym tzw. „aktywów socjalnych”.

W niniejszym opracowaniu analizujemy dane z lat 1992-1995 dotyczące działalności i wyników finansowych ponad 6300 przedsiębiorstw przemysłowych siedmiu krajów regionu: Bułgarii, Czech, Węgier, Polski, Rumunii, Słowacji i Słowenii. Porównujemy zakres restrukturyzacji przedsiębiorstw poszczególnych krajów aby zbadać, który z nich prowadzi najbardziej skuteczną politykę na rzecz restrukturyzacji. Wszystkie przedsiębiorstwa były niegdyś własnością państwową i wiele nadal nią pozostaje. Zatrudnienie w tych firmach stanowi od 40 do 95% całego zatrudnienia w przemyśle analizowanych krajów.

W przeprowadzonej analizie stosujemy następujące mierniki restrukturyzacji:

- Rentowność
- Odsetek firm o dodatniej nadwyżce finansowej (cash flow)
- Średni operacyjny cash flow jako odsetek przychodów
- Wzrost wydajności pracy
- Wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji i
- Wzrost eksportu.

Wyniki uzyskane przy zastosowaniu wszystkich sześciu mierników były zbieżne.

Następnie przeprowadziliśmy analizę ekonometryczną w celu identyfikacji polityki rządu najbardziej zachęcającej przedsiębiorstwa do restrukturyzacji. W analizie tej jako miernik restrukturyzacji posłużył nam wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji (wzrost produkcji w stosunku do wzrostu wszystkich nakładów).

Jakkolwiek znaczną poprawę rentowności odnotowało pięć krajów (Czechy, Węgry, Polska, Słowacja i Słowenia), ich przedsiębiorstwa nie są tak rentowne jak przedsiębiorstwa w rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej (w których odsetek firm rentownych zwykle wynosi ok. 95%). W przeciwieństwie do nich, przedsiębiorstwa bułgarskie i rumuńskie wykazały niewielką poprawę rentowności w badanym okresie.

Prywatyzacja wywiera istotny wpływ na restrukturyzację. Przedsiębiorstwo sprywatyzowane wykazuje średnio po czterech latach wzrost efektywności 3-5 razy większy niż będący udziałem przedsiębiorstw nadal pozostających własnością państwa.

Nie znaleźliśmy zasadniczych różnic pomiędzy efektywnością sprywatyzowanych przedsiębiorstw w krajach stosujących metodę powszechnej prywatyzacji (Czechy, Słowacja, Polska) i w pozostałych krajach, stosujących do niedawna głównie metodę prywatyzacji indywidualnej. Innymi słowy, **dowolna metoda prywatyzacji daje (przebiegnie) ten sam poziom restrukturyzacji** po upływie tego samego okresu.

Na podstawie analizy ekonometrycznej przedsiębiorstw w Czechach stwierdziliśmy, że firmy o skoncentrowanej strukturze własności przeprowadziły głębszą restrukturyza-

cję niż firmy o rozproszonej strukturze własności. W jeszcze większym stopniu zostały zrestrukturyzowane przedsiębiorstwa, których właścicielem a zarazem kredytodawcą były banki. Oznacza to, że banki jako właściciele i kredytodawcy potrafią lepiej kontrolować działalność zarządów przedsiębiorstw i zachęcać je do restrukturyzacji.

Z zagadnieniem roli banków w restrukturyzacji przedsiębiorstw związane są dwie dodatkowe kwestie. Pierwsza z nich dotyczy tego, czy rządy powinny dokapitalizować duże banki (zwykle państwowe) aby zrekompensować im „złe kredyty”, zaś druga tego, czy banki powinny umorzyć „złe długi” przedsiębiorstw. Menedżerowie często wyrażają pogląd, że postępowanie takie ułatwiłoby im restrukturyzację przedsiębiorstw.

Przeprowadzając analizę ekonometryczną zbadaliśmy, czy dodatkowe kredyty bankowe istotnie przyczyniają się do restrukturyzacji. Wyniki są niejednoznaczne. W początkowych latach transformacji udzielanie przez banki dodatkowych kredytów wiązało się we wszystkich krajach, z wyjątkiem Węgier, ze spadkiem efektywności i rentowności przedsiębiorstw. Dowodzi to, że kredyty bankowe nie pomagały firmom w restrukturyzacji, lecz służyły finansowaniu ich strat. Jednak już w 1995 r. banki w pięciu z siedmiu analizowanych krajów okazały się zdolne do podejmowania właściwych decyzji dotyczących zasilania finansowego przedsiębiorstw, przyczyniając się tym samym do ich restrukturyzacji. Wyjątkiem były tu Bułgaria i Rumunia.

Przy podziale próby na przedsiębiorstwa sprywatyzowane i państwowe okazuje się, że **błędne decyzje kredytowe banków podejmowane są głównie w przypadku przedsiębiorstw państwowych**. We wszystkich krajach decyzje banków odnośnie kredytów dla firm sprywatyzowanych były prawidłowe, lecz jednocześnie banki te nadal wspomagały finansowo podupadające przedsiębiorstwa państwowe.

Następnie zbadaliśmy przedsiębiorstwa obciążone znacznym zadłużeniem wobec banków, którego nie były one w stanie spłacić na bieżąco. Okazało się, że wysoki poziom zadłużenia na początku transformacji nie był przeszkodą dla restrukturyzacji. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy mogła być większa presja na restrukturyzację. Ponadto, przedsiębiorstwa z krajów omawianego re-

gionu znalazły inne źródła finansowania restrukturyzacji. Znalazły się wśród nich pożyczki z nowych banków prywatnych, kredyty kupieckie, wzrost kapitału własnego spółek, wkłady do spółek typu joint-venture oraz, przede wszystkim, własna nadwyżka finansowa (cash flow) przedsiębiorstw.

Wykazaliśmy także, iż poziom złych kredytów związanych z potrzebą dokapitalizowania banków spadł w tych krajach wraz z szybkim postępem restrukturyzacji. Oszacowaliśmy zdolność przedsiębiorstw wchodzących w skład naszej próby do spłacenia zadłużenia wobec banków w oparciu o operacyjny cash flow.

Stwierdziliśmy we wnioskach, że dokapitalizowanie banków i zachęcanie ich do umorzenia długów nie byłoby wydatną pomocą w restrukturyzacji przedsiębiorstw. W istocie, niewłaściwe decyzje kredytowe banków mogą zniechęcać przedsiębiorstwa do restrukturyzacji i przyczyniać się do wzrostu złych długów. Lepszą opcją jest dokapitalizowanie wyłącznie banków poddanych prywatyzacji, i dopiero wtedy, gdy większość przedsiębiorstw zostanie już sprywatyzowana. Daje to większą pewność, że nowi właściciele banków poprawią jakość akcji kredytowej, będą wspierać restrukturyzację i unikać dalszego wzrostu udziału złych kredytów.

1. Wprowadzenie

Tylko poprawa wydajności i rentowności przedsiębiorstw jest w stanie zapewnić wzrost stopy życiowej w krajach dokonujących transformacji systemowej. Jednym z najważniejszych zadań okresu przejścia do gospodarki rynkowej jest restrukturyzacja przedsiębiorstw państwowych. Restrukturyzacja ta powinna być traktowana jako wstępna faza przejścia od gospodarki poważnie zniekształconej (highly distorted) z wieloma dużymi deficytowymi firmami do normalnej gospodarki w której większość firm jest rentowna.

Restrukturyzacja jest także warunkiem wstępnym do wejścia do Unii Europejskiej, co jest celem wielu krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Przedsiębiorstwa z tych krajów muszą być w stanie konkurować z firmami z krajów UE, bez potrzeby brania subsydiów lub nadmiernego ryzyka bankructwa i zwalniania pracowników.

Ponadto, restrukturyzacja przedsiębiorstw jest ściśle związana z kondycją systemu bankowego. Operacyjna restrukturyzacja firm oznacza, że są one w stanie spłacić większą część swego zadłużenia w bankach, a tym samym ograniczyć zasięg tzw. „złych długów” utrzymywanych przez banki. Może to ograniczyć a nawet wyeliminować potrzebę rządowego dofinansowania banków państwowych. Firmy w dobrej kondycji finansowej są warunkiem zdrowego systemu finansowego.

Uzyskaliśmy dane odnośnie przedsiębiorstw przemysłowych siedmiu krajów regionu (Bułgarii, Czech, Węgier, Polski, Rumunii, Słowacji i Słowenii) Kraje te przyjęły odmienne strategie restrukturyzacji. Tym samym, dane te mogą wskazywać jaka polityka okazała się najskuteczniejsza. W niniejszym referacie dokonujemy podsumowania i rozszerzenia naszego wcześniejszego badania w oparciu o dane z lat 1992-1995¹, jednocześnie uaktualniając naszą wcześniejszą analizę przeprowadzoną w oparciu o podobne dane dla lat 1992-1994².

Analizujemy szereg istotnych kwestii dotyczących restrukturyzacji. Po pierwsze, definiujemy pojęcie restrukturyzacji i przedstawiamy wyniki wywiadów z przedstawicielami 21 firm na Słowacji. Następnie badamy zmiany rentowności firm we wspomnianych siedmiu krajach w okresie 1992-1995. Obok wskaźników rentowności stosujemy pięć innych mierników określających zaawansowanie firm w procesie restrukturyzacji.

W kolejnej fazie przeprowadzamy analizę ekonometryczną w celu określenia jakiego rodzaju narzędzia polityki ekonomicznej rządu przyczyniają się w największym stopniu do restrukturyzacji. Narzędzia te to: tempo prywatyzacji, kredyty bankowe i redukcja zadłużenia. Wreszcie, badamy wpływ kredytów bankowych na restrukturyzację przemysłu i na kondycję systemu bankowego.

2. Czym jest restrukturyzacja przemysłu

Restrukturyzacja jest procesem złożonym. **Przedsiębiorstwa wszystkich krajów muszą się nieustannie restrukturyzować** ażeby utrzymać rentowność w obliczu zmian zachodzących w środowisku ekonomicznym, postępu technicznego i konkurencji ze strony innych firm.

Ta właśnie ciągła restrukturyzacja prowadzi do większej wydajności i wzrostu gospodarczego.

We wczesnych latach okresu przejścia do gospodarki rynkowej, przedsiębiorstwa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) doświadczyły ostrych szoków popytowych i cenowych. Popyt na ich produkty ze strony byłych krajów socjalistycznych obniżył się. W tej sytuacji musiały one znaleźć nowe rynki zbytu w krajach zachodnich, gdzie wymagana jest lepsza jakość oferowanych wyrobów. Zmniejszona protekcja rynku wewnętrznego przed konkurencją zagraniczną oznaczała, że kraje EŚW musiały sprostać rosnącej konkurencji ze strony dóbr importowanych. Wreszcie, wszystkie kraje doświadczyły głębokiej recesji gospodarczej, która doprowadziła do spadku popytu wewnętrznego.

W następstwie tych szoków, wiele firm w regionie stało się nierentownych. W pewnych przypadkach ich sytuacja była na tyle ciężka, że dochody ze sprzedaży nie wystarczały nawet aby zapłacić dostawcom. Firmy te określano mianem „obniżających wartość”, gdyż wartość rynkowa ich produkcji była niższa od kosztów zużytych materiałów. Gdyby firmy te nie były w stanie zrestrukturyzować swojej działalności, ich przetrwanie znalazłoby się pod znakiem zapytania. Z tej też przyczyny podstawową miarą restrukturyzacji jest zdolność do stania się rentownym w nowym środowisku ekonomicznym.

W referacie tym wprowadzamy rozróżnienie pomiędzy restrukturyzacją operacyjną a finansową. **Podstawowym celem jest restrukturyzacja operacyjna.**

3. Analizy przypadków

Restrukturyzacja pociąga za sobą wiele trudnych zmian w działalności firmy. Aby uzyskać ocenę procesu restrukturyzacji, przeprowadziliśmy wywiady z menedżerami 21 dużych słowackich przedsiębiorstw reprezentujących różne gałęzie przemysłu, z których większość znajdowała się w trudnej sytuacji finansowej³.

Skala restrukturyzacji w tych firmach była pokaźna. W początkowych latach okresu transformacji dwie trzecie przedsiębiorstw odnotowywało znaczne straty, zaś jedna trzecia przedsiębiorstw w opinii firm consultingowych była niezdolna do przetrwania. Jednak pod koniec 1996 r. ren-

Restrukturyzacja firm na Słowacji

Menedżerowie 21 dużych słowackich przedsiębiorstw przemysłowych (w tym 19 prywatnych) wypowiedzieli się na temat środków podjętych w celu restrukturyzacji swoich firm. Środki te obejmują:

1. Redukcję zatrudnienia - w latach 1991-1996 liczba pracowników spadła, co poprawiło wskaźnik „cash flow” i pozwoliło finansować inwestycje z przychodów firmy.
2. Stabilność płac - średnia płaca realna była niemalże stała w latach 1991-1996, jakkolwiek występowały znaczne różnice poziomu płac w poszczególnych firmach.
3. Pozbywanie się zbędnych aktywów, w tym tzw. „aktywów socjalnych” - większość przedsiębiorstw przekazała władzom lokalnym mieszkania, zakładowe ośrodki wypoczynkowe i kafeterie; sprzedano także zbędne aktywa, tzn. niewykorzystywane maszyny i urządzenia.
4. Nowe rynki zbytu na Zachodzie - w 1991 r. zaledwie 9% produkcji sprzedawano na rynkach zachodnich. Do 1996 r. odsetek ten wzrósł do 47%. Było to możliwe głównie dzięki zaangażowaniu firm słowackich w charakterze dostawców lub podwykonawców firm zachodnich, zaś w mniejszym stopniu wynikało z bezpośredniej sprzedaży produktów odbiorcom finalnym.
5. Nowe produkty i poprawę jakości - aby zostać dostawcą firm zachodnich, firmy słowackie musiały zmienić asortyment swej produkcji i poprawić jakość wyrobów. Przykładowo, dwie trzecie firm uzyskało certyfikat ISO 9001 z tytułu ogólnej jakości produktów.

Tablica 1: Charakterystyka bazy danych o przedsiębiorstwach przemysłowych

Charakterystyka firm	Bulgaria	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia	Słowacja	Słowenia
Liczba firm	828	706	1.044	1.066	1.092	905	727
Liczba pracowników w 1992 r.	314.042	829.312	428.645	1.338.629	2.121.102	578.737	219.959
Udział w ogólnym zatrudnieniu w przemyśle (%)	48	64	41	45	91	93	90
Zatrudnienie w poszczególnych gałęziach przemysłu (%)							
Spożywczy	12,0	5,4	11,2	8,7	8,4	13,7	10,4
Tytoniowy	0,8	1,5	2,6	1,1	1,6	0,8	1,9
Włókienniczy	9,0	5,5	13,0	8,5	6,9	4,2	12,9
Odzieżowy	5,1	2,3	3,7	1,9	1,1	3,4	5,8
Drzewny	8,4	3,6	3,5	2,3	8,8	4,3	3,0
Meblarski	2,8	1,2	2,8	2,0	5,5	1,6	3,2
Papierniczy	3,1	1,5	1,6	1,4	1,5	1,9	1,7
Poligraficzny	0,7	3,3	0,9	0,4	5,1	2,9	1,1
Chemiczny	6,7	2,3	8,0	7,9	8,8	7,6	8,0
Rafineryjny	3,8	2,6	4,4	3,2	6,7	1,0	1,0
Gumowy	1,9	1,4	4,3	4,5	1,6	2,7	2,2
Skórzany	3,5	1,5	2,5	2,6	3,3	3,0	3,5
Mineralny	2,7	14,6	5,4	7,6	3,7	4,6	1,5
Metalurgiczny	6,2	7,0	9,1	10,6	1,8	4,8	13,5
Metalowy	2,9	9,8	3,9	4,6	10,3	14,6	4,0
Maszynowy	17,5	16,2	5,6	15,2	9,2	10,0	4,1
Elektrotechniczny	4,3	3,0	10,9	3,2	3,6	5,0	14,1
Środków transportu	0,8	12,6	3,7	11,6	9,0	8,8	2,4
Precyzyjny	7,6	3,8	2,3	2,2	2,2	4,1	5,3
Produkcji różnych wyrobów	0,2	0,9	0,6	0,5	0,9	1,0	0,4

towne przedsiębiorstwa stanowiły już ponad dwie trzecie ogółu firm, w tym jedna trzecia firm uznanych za niezdolne do przetrwania.

W początkowych latach okresu transformacji, przychody ze sprzedaży w tych przedsiębiorstwach spadły, lecz w 1996 r. przychody te (mierzone w dolarach, w cenach stałych) wzrosły do poziomu 1991 r. Oznacza to, że menedżerowie znaleźli nowe rynki zbytu dla swych towarów w miejsce rynków byłych państw socjalistycznych. Wydajność pracy (mierzona wartością dodaną na zatrudnionego) wzrosła w latach 1991-1996 prawie dwukrotnie. Większość wspomnianych firm była własnością podmiotów krajowych (głównie obecnych lub byłych menedżerów), zaś udział inwestorów zagranicznych w tych firmach był niewielki.

Przykłady dotyczące Słowacji (Ramka 1) są ilustracją tego, co dana firma musi zrobić aby przeprowadzić restrukturyzację, a tym samym odzyskać rentowność. Większość menedżerów i nowych właścicieli zdołała przeprowadzić restrukturyzację swych firm bez znacznego zaangażowania kapitału zagranicznego, zagranicznych doświadczeń w dziedzinie zarządzania, kredytów udzielonych przez banki państwowe, czy też pomocy rządowej. Jest to zjawisko pozytywne, gdyż pomoc z zewnątrz nie byłaby dostępna dla tysięcy byłych firm państwowych czekających na restrukturyzację. Firmy te muszą polegać na własnych możliwościach i środkach.

Nie oznacza to pomniejszania roli inwestycji zagranicznych i pomocy zachodnich ekspertów do spraw zarządzania. Inwestorzy zachodni często oferują rozwiązania będące nowością w krajach dokonujących transformacji systemowej (np. w dziedzinie marketingu). Jak jednak wykazały poprzednie analizy, inwestorzy zagraniczni angażują się głównie w firmach o silnej pozycji rynkowej, w których już dokonano restrukturyzacji⁴. Byłoby zatem błędem, gdyby menedżerowie polegali na pomocy z zewnątrz, która mogłaby się okazać niedostępna⁵.

4. Charakterystyka próby przedsiębiorstw

Podstawą oceny tempa restrukturyzacji były oświadczenia finansowe i wyniki bieżącej działalności dużej próby przedsiębiorstw przemysłowych w siedmiu krajach regionu (Tablica 1). Są to bez wyjątku były lub obecne

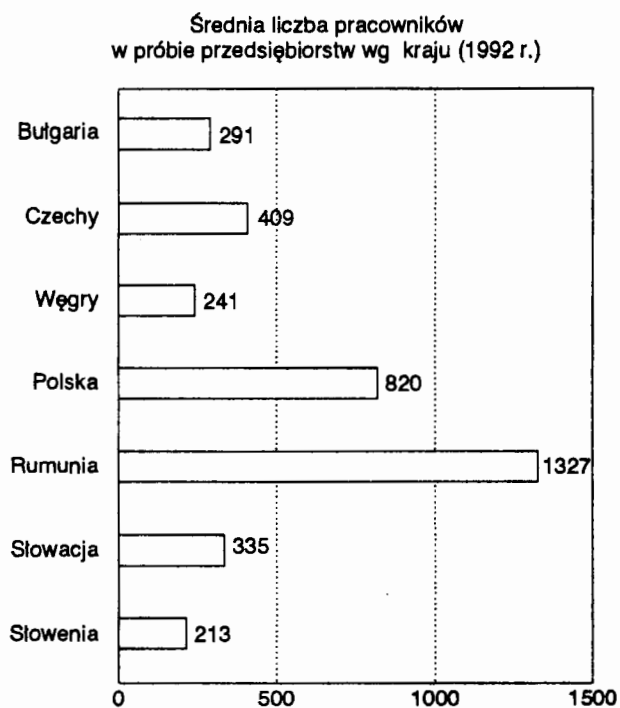
przedsiębiorstwa państwowe. Aby zapewnić porównywalność analizy wśród krajów regionu, z próby wyliczono przedsiębiorstwa zaliczane do zakładów użyteczności publicznej, bankowości oraz sektorów związanych z rolnictwem, a także nowe firmy prywatne.

Liczba objętych próbą firm z poszczególnych krajów wynosi od 700 do ponad 1000. Firmy te mają znaczny udział w zatrudnieniu w całym przemyśle (od 40 do ponad 90%). W skład pierwotnej próby z 1992 r. wchodziły prawie wszystkie firmy przemysłowe. W przypadku niedostępności danych odnoszących się do niektórych lat analizowanego okresu, część firm wyłączono z próby⁶.

Odsetek firm w każdej gałęzi przemysłu jest zbliżony w każdym z analizowanych krajów. W większości krajów mamy do czynienia z koncentracją firm w przemyśle spożywczym, włókienniczym, chemicznym, metalowym i środków transportu. Jednak niektóre kraje wyspecjalizowały się w innych gałęziach przemysłu, np. Czechy w przemyśle mineralnym, Słowenia w elektrotechnicznym a Bułgaria w maszynowym.

Wielkość typowej firmy pod względem zatrudnienia jest zróżnicowana w poszczególnych krajach, przy czym największe firmy występują w Polsce i w Rumunii

Rys. 1. Średnia liczba pracowników w próbie przedsiębiorstw wg kraju (1992 r.)



(Rys. 1). Nie ma w tym nic dziwnego, gdyż są to kraje o największym potencjale ekonomicznym. Na początku okresu transformacji przeciętne rozmiary firm przemysłowych w krajach regionu były większe niż w rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej. Wynikało to raczej z braku małych firm niż z dominacji wielkich przedsiębiorstw. Udział tych ostatnich w produkcji przemysłowej i w zatrudnieniu jest większy w rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej niż w krajach przechodzących transformację gospodarczą.

Przy dokonywaniu porównań międzynarodowych ważne jest doprowadzenie do porównywalności danych gromadzonych w różnych systemach rachunkowości i finansów. W związku z tym dokonaliśmy weryfikacji i korekt z uwzględnieniem różnic w standardach rachunkowości w poszczególnych krajach i poszczególnych latach⁷. Ponadto, skoncentrowaliśmy się na miernikach restrukturyzacji obejmujących najbardziej wiarygodne składniki danych. Przykładowo, położyliśmy nacisk na porównania operacyjnego „cash flow” (przychód ze sprzedaży minus koszt zużytych środków produkcji i płace).

Miernik ten nie bierze pod uwagę kosztów amortyzacji, obsługi zadłużenia i podatków, które z reguły są różne w poszczególnych krajach z uwagi na okoliczności historyczne i różnice ustawodawstwa podatkowego lub systemów rachunkowości.

5. Miary rentowności

Długookresowym celem restrukturyzacji jest podniesienie poziomu rentowności firm do poziomu typowego dla rozwiniętych krajów o gospodarce rynkowej, gdzie prawie wszystkie firmy są rentowne. Z uwagi na wyższy odsetek firm deficytowych w krajach dokonujących transformacji systemowej, **uzasadnione jest dokonanie podziału firm według stopnia rentowności lub nierentowności.**

Powyższą klasyfikację można przedstawić na przykładzie polskich firm w 1995 r. (Tablica 2). Istnieje pięć kategorii zysku/straty, poczynając od kategorii A oznaczającej firmy rentowne (po opodatkowaniu) zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości, a kończąc na kategorii E oznaczającej firmy obniżające war-

Tablica 2: Kategorie polskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	1.066	574	221	130	126	15
Zatrudnienie (tys.)	1.122	542	260	169	136	16
Zatrudnienie (%)	100%	49%	23%	15%	12%	1%
Niespłacone kredyty (%)	100%	43%	26%	14%	15%	2%
Przychód ze sprzedaży (mln zł)	93.655	45.761	28.459	11.244	7.116	1.074
(% przychodu)						
Przychód ze sprzedaży	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	80,6%	79,1%	80,7%	80,9%	84,4%	119,3%
= Wynik operacyjny	19,4%	20,9%	19,3%	19,1%	15,6%	-19,3%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	12,3%	9,3%	13,5%	16,6%	20,1%	8,5%
= Operacyjny „cash flow”	7,1%	11,6%	5,8%	2,6%	-4,5%	-27,8%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	3,2%	2,7%	2,9%	4,8%	4,6%	1,5%
= „Cash flow” po obsłudze długu	3,9%	8,9%	2,9%	-2,2%	-9,1%	-29,4%
<i>minus amortyzacja</i>	5,0%	4,2%	6,4%	4,9%	5,0%	1,9%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	-1,0%	4,7%	-3,5%	-7,1%	-14,2%	-31,3%
<i>minus podatek dochodowy</i>	1,3%	2,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,0%
= Dochód netto po opodatkowaniu	-2,3%	2,4%	-3,9%	-7,3%	-14,4%	-31,3%

Tablica 3. Przedsiębiorstwa przemysłowe według poziomu zysku lub straty (%)
(odsetek firm ważony zatrudnieniem)

	Rok	Rentowne		Nierentowne		Ogółem	
		A	B	C	D		E
Bułgaria (828 firm)	1995	45	13	17	22	4	100
	1994	43	11	29	13	4	100
	1993	22	18	23	32	5	100
	1992	28	10	31	27	4	100
Czechy (706 firm)	1995	73	19	6	1	1	100
	1994	71	20	6	3	0	100
	1993	63	25	10	2	0	100
	1992	60	11	15	13	1	100
Węgry (1.044 firm)	1995	70	14	6	9	1	100
	1994	67	11	9	11	2	100
	1993	67	9	8	12	4	100
	1992	59	9	12	14	6	100
Polska (1.066 firm)	1995	49	23	15	12	1	100
	1994	45	23	16	14	2	100
	1993	40	17	12	24	7	100
	1992	37	16	16	21	10	100
Rumunia (1.092 firm)	1995	24	16	9	40	11	100
	1994	23	13	11	40	14	100
	1993	24	16	8	42	10	100
	1992	30	7	9	41	12	100
Słowacja (905 firm)	1995	56	27	7	10	0	100
	1994	57	21	9	13	0	100
	1993	51	22	12	13	2	100
	1992	48	16	13	19	4	100
Słowenia (727 firm)	1995	64	17	9	8	2	100
	1994	67	14	13	6	0	100
	1993	67	13	15	5	0	100
	1992	65	13	17	5	0	100

B - firmy nie są w stanie pokryć amortyzacji (sfinansować ewidencyjnego zużycia majątku trwałego)

C - firmy nie są w stanie obsługiwać długu

D - firmy nie są w stanie wypłacać wszystkich wynagrodzeń

E - firmy nie są w stanie płacić wszystkim dostawcom

tość. Kategorie zostały uszeregowane zgodnie z kryterium zdolności do pokrywania kosztów.

• *Kategoria E* - przychód uzyskiwany przez firmy nie wystarcza im nawet na pokrycie kosztów materiałów zużytych do produkcji, nie mówiąc już o innych kosztach produkcji (z Tablicy 2 wynika, że 15 firm należących do tej kategorii odnotowuje ujemny zysk operacyjny).

• *Kategoria D* - firmy są w stanie zapłacić swoim dostawcom, lecz nie są w stanie zapłacić wszystkim swoim pracownikom (z Tablicy 2 wynika, że do tej kategorii należy 126 firm, gdyż ich operacyjny „cash flow” jest ujemny).

• *Kategoria C* - firmy są w stanie zapłacić swoim wszystkim pracownikom, lecz nie są w stanie obsługiwać wszystkich swoich długów, np. zalegają z płatnościami

odsetkowymi wobec banków (z Tablicy 2 wynika, że do tej kategorii należy 130 firm, gdyż ich „cash flow” po uwzględnieniu obsługi długów jest ujemny).

• **Kategoria B** - firmy osiągają wystarczające przychody aby pokryć wszystkie swoje wydatki, za wyjątkiem amortyzacji posiadanych przez nie środków trwałych. Nie chodzi tu o płatność na czyjąś rzecz, lecz o to, że przychody nie wystarczają do utrzymania kapitału produkcyjnego na prawidłowym poziomie (z Tablicy 2 wynika, że do tej kategorii należy 221 firm, gdyż ich dochód przed opodatkowaniem jest ujemny).

• **Kategoria A** - firmy są w stanie pokryć wszystkie koszty, obsługiwać zadłużenie, tworzyć odpisy amortyzacyjne, płacić podatki, a mimo to pozostaje im jeszcze część przychodu (z Tablicy 2 wynika, że do tej kategorii należą 574 firmy, gdyż ich dochód po opodatkowaniu jest dodatni).

Porównanie liczby firm zaliczanych do kategorii A w różnych krajach (Tablica 3) wskazuje, że w Czechach i na Węgrzech odsetek firm rentownych jest najwyższy (odpowiednio 74 i 70%), zaś w Rumunii i Bułgarii jest on najniższy. W prawie wszystkich krajach rentowność firm znacznie się poprawiła (Tablica 3).

Z drugiej jednak strony, ma miejsce znaczne zróżnicowanie wyników finansowych firm. Niektóre firmy wykazują poprawę, zaś inne pogorszenie ich rentowności. Zróżnicowanie to ilustruje „macierz zmian pozycji” pol-

skich firm (Tablica 4). Każdy rząd liczb wskazuje ile firm zaliczonych do odpowiedniej kategorii w 1992 r. przeszło do innej kategorii w 1995 r., lub pozostało w tej samej kategorii. Podano zarówno ilość firm jak i ich udział w ogólnej liczbie przedsiębiorstw.

W przypadku firm zaliczonych do kategorii E (firmy o najgorszych wynikach finansowych), z „macierzy zmian pozycji” wynika, że 31 z 72 firm zaliczanych do tej kategorii w 1992 r. (43%) stało się rentowne i przeszło do kategorii A w 1995 r. Z drugiej zaś strony, 6 firm (8%) nie wykazało poprawy i pozostało w kategorii E. Na przeciwnym krańcu klasyfikacji, rentowność niektórych firm zaliczanych w 1992 r. do kategorii A pogorszyła się podczas analizowanego okresu. Spośród 498 rentownych firm w 1992 r. (kategoria A), 333 (67%) pozostały nadal rentowne. Jednak pozostałe 165 firm utraciło rentowność i spadło do jednej z pozostałych czterech kategorii. Dwie firmy wykazujące rentowność w 1992 r. znalazły się w najgorszej kategorii obejmującej przedsiębiorstwa deficytowe (kategoria E)⁶.

Spośród wszystkich 1066 badanych polskich firm, 835 odnotowało poprawę lub stabilność swej pozycji, zaś 231 firm wykazało jej pogorszenie. Przy porównywaniu analogicznych macierzy dla różnych krajów, macierz o największych liczbach na lub pod przekątną (zakresowany obszar na Tablicy 4) oznacza, że przedsiębiorstwa w tym kraju przechodzą najbardziej intensywną restrukturyzację. Analiza podobnej macierzy dla firm kraju o rozwiniętej gospodarce rynkowej (Wielka Brytania) ujawnia, że większość przedsiębiorstw deficytowych poprawiło swe wyniki lub zakończyło działalność.

Na restrukturyzację wywierają wpływ liczne, nie podlegające kontroli czynniki losowe, w tym jakość zarządzania, lokalizacja, warunki startu, przynależność do sektora, lub zwykłe szczęście. Ich wielka różnorodność wskazuje, że pomimo polityki rządu na rzecz restrukturyzacji przedsiębiorstw, nie wszystkie firmy będą w stanie poprawić swoje wyniki w równym stopniu.

Tablica 4: Macierz zmian pozycji polskich przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1992-1995

Liczba firm i ich odsetek wg kategorii zysku lub straty

		1995					Ogółem
		A	B	C	D	E	
1992	A	333 67%	94 19%	38 8%	31 6%	2 0%	498 100%
	B	50 41%	41 33%	22 18%	10 8%	0 0%	123 100%
	C	39 31%	27 21%	33 26%	27 21%	1 1%	127 100%
	D	121 49%	47 19%	33 13%	39 16%	6 2%	246 100%
	E	31 43%	12 17%	4 6%	19 26%	6 8%	72 100%

Całkowita liczba firm: 1.066

6. Mierniki restrukturyzacji

Obok wskaźników rentowności przedsiębiorstw stosujemy pięć innych miar restrukturyzacji:

- *Dodatni operacyjny „cash flow”*. Problemem typowym dla początków transformacji była znaczna liczba firm ponoszących straty z działalności gospodarczej. Dlatego też pierwszym miernikiem restrukturyzacji jest (ważony wielkością zatrudnienia) odsetek przedsiębiorstw osiągających przynajmniej dodatni operacyjny „cash flow”. Pojęcie to odnosi się do przychodu ze sprzedaży pomniejszonego o koszty materiałów i płac. W przypadku Tablicy 3, dodatni operacyjny „cash flow” wykazują wszystkie firmy zaliczone do kategorii A, B i C. Z drugiej zaś strony, miernik ten także określa dla każdego kraju odsetek przedsiębiorstw, które wciąż wykazują znaczny deficyt. Gdy przedsiębiorstwo osiągnie przynajmniej ten poziom rentowności, może wykorzystać swój operacyjny „cash flow” do obsługi części zadłużenia oraz do inwestowania w modernizację i rozwój.

- *Operacyjny „cash flow”*. Chociaż pierwszy z wymienionych mierników wskazuje ile przedsiębiorstw nadal ponosi straty, nie mówi on nic o rentowności w ujęciu zagregowanym. W tym celu stosujemy operacyjny „cash flow” jako odsetek łącznej sprzedaży wszystkich firm wchodzących w skład próby. Tu także operacyjny „cash flow” definiuje się jako przychód ze sprzedaży pomniejszony o koszty materiałów i płac.

- *Wydajność pracy*. Jednym z najtrudniejszych problemów przed jakimi stanęły przedsiębiorstwa w okresie transformacji było nadmierne zatrudnienie. W związku ze spadkiem sprzedaży na tradycyjnych rynkach, przedsiębiorstwa musiały albo znaleźć nowe rynki zbytu, albo zwolnić część pracowników. W celu zbadania w jaki sposób przedsiębiorstwa poradziły sobie z tym problemem, mierzymy roczne zmiany wydajności pracy w analizowanym okresie. Wydajność pracy definiujemy jako wartość dodaną (wartość sprzedaży pomniejszoną o koszty czynników produkcji poza płacą, liczone w cenach 1995 r.) podzieloną przez czas pracy w roboczogodzinach.

- *Całkowita produktywność czynników produkcji* (Total productivity of factors of production). Jest to miara sukcesu przedsiębiorstwa na polu zwiększenia produk-

tywności wszystkich czynników produkcji (praca, materiały do produkcji i kapitał). W zasadzie, wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji następuje, gdy wzrost produkcji przewyższa wzrost nakładów produkcyjnych. Z uwagi na występowanie w produkcji kosztów złożonych, do konstrukcji tego miernika wykorzystuje się skomplikowane metody statystyczne. Metody te omawia szczegółowo inne opracowanie Banku Światowego⁹.

- *Wzrost eksportu*. Większość przedsiębiorstw krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej doświadczyła znacznego spadku sprzedaży na tradycyjnych rynkach byłych państw socjalistycznych. Stąd też zasadniczym elementem restrukturyzacji była reorientacja eksportu na rynki zachodnie. Wymagało to od przedsiębiorstw rozwoju bardziej zaawansowanych technik marketingowych i poprawy jakości produkcji, umożliwiających konkurencję z firmami zachodnimi wytwarzającymi te same produkty. Miarą sukcesu przedsiębiorstw w reorientacji sprzedaży na rynki zachodnie jest wzrost eksportu w latach 1992-1995.

W przypadku danego przedsiębiorstwa, **pięć wymienionych powyżej mierników restrukturyzacji pozostaje w ścisłej korelacji ze sobą**, niemniej występują wyraźne różnice tempa restrukturyzacji przedsiębiorstw w skali regionu (Tablica 5). Firmy czeskie przodują pod względem restrukturyzacji, na co wskazuje większość mierników. Niewiele odbiegają od nich przedsiębiorstwa węgierskie, polskie i słowackie. Ostatnie miejsca w rankingu zajmują przedsiębiorstwa bułgarskie i rumuńskie. Analiza zróżnicowania wyników przedsiębiorstw w poszczególnych krajach może wskazać środki polityki ekonomicznej przyczyniające się w największym stopniu do restrukturyzacji.

7. Czynniki restrukturyzacji

Obecnie zobaczymy, w jaki sposób polityka ekonomiczna krajów najbardziej zaawansowanych pod względem restrukturyzacji przedsiębiorstw różni się od polityki krajów najmniej zaawansowanych. Niektóre ze środków polityki wspierania restrukturyzacji obejmują:

- *Szybka prywatyzacja*. Przedsiębiorstwo zostaje albo przekazane ogółowi obywateli (w ramach tzw. „prywaty-

zacji bonowej" lub „prywatyzacji powszechnej") lub wykupione przez menedżerów.

- *Sprawowanie skoncentrowanej kontroli nad przedsiębiorstwami przez podmioty z zewnątrz.* Po okresie prywatyzacji bonowej, fundusze inwestycyjne kontrolowane przez banki stały się głównymi właścicielami przedsiębiorstw w Czechach i na Słowacji. W pozostałych krajach, takich jak Węgry, Polska i Słowenia, miało miejsce wiele przypadków prywatyzacji pracowniczej (wykup przedsiębiorstw przez menedżerów i/lub pracowników). Wreszcie, na Węgrzech, a ostatnio w Czechach i w Polsce niektóre firmy zostały wykupione przez zagranicznych inwestorów strategicznych.

- *Ograniczenie wzrostu płac.* Wraz z restrukturyzacją przedsiębiorstwa i poprawą jego wskaźnika „cash flow”

wzrost płac musi zostać ograniczony, ażeby umożliwić przeznaczenie większej części przychodów na sfinansowanie nowych inwestycji i na dalszą restrukturyzację.

- *Dyscyplina finansowa.* Przedsiębiorstwo jest bardziej podatne na restrukturyzację, gdy ani rząd (poprzez subsydia), ani banki (poprzez kredyty) nie finansują ponoszonych przez nie strat. Tego rodzaju dyscyplina finansowa (czasami określana mianem „twardego ograniczenia finansowego) zmusza firmy do osiągania przynajmniej częściowo dodatniego operacyjnego „cash flow”.

- *Utrzymanie w mocy zobowiązań płatniczych przedsiębiorstw wobec banków.* Przedsiębiorstwa będą miały większą motywację do przeprowadzenia restrukturyzacji a tym samym do obsługiwaną zadłużenia, jeśli banki nie umorzą ani nie zredukują ich długów.

Tablica 5: Mierniki restrukturyzacji przedsiębiorstw przemysłowych

	Firmy o dodatnim operacyjnym „cash flow” (1995)	Przeciętny operacyjny „cash flow” jako odsetek przychodu (1995)	Roczny wzrost wydajności pracy (1992-1995)	Roczny wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji (1992-1995)	Roczny wzrost eksportu w cenach 1995 r. (1992-1995)
Bulgaria	74%	1%	-2%	0%	14%
Czechy	98%	14%	7%	5%	22%
Węgry	90%	8%	3%	4%	11%
Polska	87%	7%	5%	5%	18%
Rumunia	49%	1%	-1%	-1%	6%
Słowacja	90%	12%	5%	5%	20%
Słowenia	90%	10%	3%	1%	8%

Tablica 6: Mierniki prywatyzacji

	EBOR (miejsce w rankingu)	OECD (firmy)	Bank światowy (firmy)	Przedsiębiorstwa przemysłowe	
				Firmy	produkcja
Bulgaria	2	15%		8%	7%
Czechy	4	87%	90%	89%	93%
Węgry	4	82%	78%	67%	65%
Polska	3	55%	46%	61%	60%
Rumunia	3	20%		15%	12%
Słowacja	3	74%		79%	83%
Słowenia	3	54%		41%	41%

Źródła:

EBRD: Infrastructure and Savings, 1996, s. 11.

OECD: Trends and Policies in Privatization, 1996, s. 19.

World Bank: From Plan to Market: World Development Report, 1996, s. 53.

Przedsiębiorstwa przemysłowe: szacunki własne.

Jakośkolwiek opisywane przez nas środki polityki ekonomicznej odgrywają istotną rolę, nie są one jedynym wyznacznikiem szybkiej prywatyzacji.

Nasza baza danych dotycząca dużych przedsiębiorstw przemysłowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej pozwala na zbadanie, które czynniki wywierają największy wpływ na restrukturyzację we wszystkich siedmiu krajach. Aby dokładniej określić, które środki polityki ekonomicznej przyczyniają się do przyspieszenia restrukturyzacji, odwołaliśmy się do ekonometrycznej analizy danych (zob. Aneks). Pozwala nam to na oddzielenie różnych środków polityki ekonomicznej państwa od innych czynników, takich jak wielkość, przynależność do sektora, początkowy poziom produktywności, które także wywierają wpływ na restrukturyzację. Omówienie wyników przedstawiamy poniżej.

8. Zakres prywatyzacji

Mierzenie zakresu prywatyzacji w danym kraju jest skomplikowane, a porównania międzynarodowe przysparzają trudności. Czy miernikiem prywatyzacji jest po prostu liczba sprywatyzowanych przedsiębiorstw, czy też należy tu uwzględnić także ich wielkość i pozycję? Jakie firmy objęte są prywatyzacją - małe firmy, wyłącznie średnie i duże firmy, przedsiębiorstwa przemysłowe, zakłady użyteczności publicznej, przedsiębiorstwa związane z rolnictwem, czy też banki? Kiedy przedsiębiorstwo można uznać za sprywatyzowane - gdy znajdzie się całkowicie w prywatnych rękach (100%), gdy prywatni właściciele mają w nim udział większościowy (51%), czy też wystarczy aby mieli tylko znaczący udział mniejszościowy (np. 25%)?

W Tabelicy 6 przedstawiamy szacunki zakresu prywatyzacji w siedmiu krajach. Z uwagi na złożony charakter pomiaru zakresu prywatyzacji, poszczególne mierniki nie zawsze zapewniają porównywalność w skali międzynarodowej, niemniej pozycja badanych krajów jest zbliżona niezależnie od metody jej określania. Zmierzyliśmy zakres prywatyzacji przedsiębiorstw objętych naszą próbą uznając za „sprywatyzowane” wszystkie przedsiębiorstwa, w których ponad 33 % akcji przeszło na własność inwestorów prywatnych (dwie ostatnie kolumny Tabelicy

6). Zakres prywatyzacji mierzymy zarówno w kategoriach liczby sprywatyzowanych firm, jak i średniej ważonej poziomem produkcji, po to aby uwzględnić różnice w wielkości przedsiębiorstw.

Wszystkie mierniki wskazują, że Czechy, Węgry i Słowacja miały w dziedzinie prywatyzacji przewagę nad pozostałymi czterema krajami. Z drugiej zaś strony, w Bułgarii przewaga przedsiębiorstw państwowych była przygniatająca.

9. Wpływ prywatyzacji

Wpływ prywatyzacji na restrukturyzację jest ogromny. Jak pokazuje Tablica 7, wzrost wydajności pracy w latach 1992-95 wyniósł średniorocznie 7,2% w firmach sprywatyzowanych¹⁰, zaś -0,3% w przedsiębiorstwach państwowych. Innymi słowy, prywatyzacja przyczyniła się do 70-90% wzrostu wydajności pracy obserwowanej w krajach realizujących duże programy przekształceń własnościowych. Wyjątkiem są tu Węgry, gdzie przedsiębiorstwa państwowe osiągnęły połowę wzrostu wydajności pracy firm prywatyzowanych (podczas gdy np. w Bułgarii i Rumunii wydajność pracy w przedsiębiorstwach państwowych spada).

Tablica 7: Wzrost wydajności pracy, 1992-1995 (średniorocznie w %)

	Firmy sprywatyzowane/a	Przedsiębiorstwa państwowe
Bułgaria	12,4	-1,4
Czechy	8,6	-2,6
Węgry	6,0	3,2
Polska	7,5	1,4
Rumunia	1,0	-0,5
Słowacja	7,8	-4,1
Słowenia	7,2	1,8
Średnio	7,2	-0,3

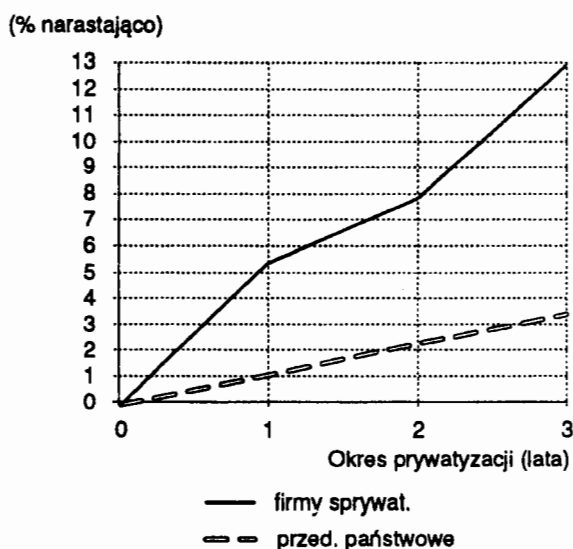
¹⁰ Firmy sprywatyzowane przed 1995 r.

Podobne wyniki osiągnięto przyjmując całkowitą produktywność czynników produkcji jako wskaźnik restrukturyzacji. Rys. 2 przedstawia skumulowany wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji

w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach od momentu prywatyzacji, w porównaniu z analogicznym wzrostem w przedsiębiorstwach państwowych objętych próbą. Analiza ekonometryczna zawarta w Aneksie (Tablica A1) dowodzi, że prywatyzacja przyspiesza ogólny wzrost wydajności pracy o ok. 4,5 punktu procentowego rocznie przez co najmniej cztery lata (nie dysponujemy szacunkami efektów prywatyzacji wykraczających poza ten okres).

Istnieją dowody na to, że menedżerowie przeprowadzają restrukturyzację także w oczekiwaniu na prywatyzację, o ile deklaracje rządu w sprawie zamierzeń prywatyzacyjnych wydają się wiarygodne. Przykładowo, 512 przedsiębiorstw objętych polskim programem powszechnej prywatyzacji: bardzo poprawiło swą rentowność w porównaniu do przedsiębiorstw państwowych już w latach 1994 i 1995, chociaż formalnie zostały one sprywatyzowane dopiero w listopadzie 1995. Możliwym wyjaśnieniem tego stanu rzeczy jest chęć zdobycia przez menedżerów wiarygodności w oczach właścicieli poprzez wykazanie się dobrymi wynikami jeszcze przed prywatyzacją. Ponadto, zakrojone na szeroką skalę programy prywatyzacji wydają się wywierać pozytywny wpływ na wydajność przedsiębiorstw państwowych, co prawdopodobnie wiąże się z podobnymi oczekiwaniami i efektem naśladownictwa.

Rys. 2. Zmiana całkowitej produktywności czynników produkcji



10. Skoncentrowana struktura własności przedsiębiorstw (concentrated control over firm)

Ekspert i przedstawiciele rządu często twierdzą, że tempo prywatyzacji nie może odbijać się negatywnie na jakości prywatyzacji. Takimi właśnie argumentami usprawiedliwiano wolne tempo prywatyzacji w Bułgarii. Krytycy powszechnej prywatyzacji uważali, że szybka prywatyzacja prowadzi do rozproszonej struktury własności, z udziałem dużej liczby drobnych inwestorów, którym brakuje umiejętności, doświadczenia, kapitału lub motywacji do przeprowadzenia restrukturyzacji przedsiębiorstw. Dlatego też są oni zwolennikami bardziej tradycyjnej metody prywatyzacji poszczególnych firm sprzedawanych dużym inwestorom (często zagranicznym).

Bulgaria, Węgry, Polska i Słowenia polegały do niedawna głównie na prywatyzacji poszczególnych przedsiębiorstw. Jednak ostatnio Polska przeprowadziła ograniczony program powszechnej prywatyzacji, zaś Bułgaria wprowadza obecnie taki program (zob. Ramka 2). Rumunia kontynuuje swój przyjęty wcześniej program w zmiennej postaci.

O ile argumenty na rzecz prywatyzacji poszczególnych przedsiębiorstw są słuszne, analiza ekonometryczna powinna wykazać, że prywatyzacja tego typu wywiera większy wpływ na restrukturyzację przedsiębiorstw, tzn. współczynniki regresji byłyby mniejsze w przypadku firm sprywatyzowanych w ramach programu powszechnej prywatyzacji. Założenie to nie znajduje potwierdzenia w danych. Okazuje się, że **powszechna prywatyzacja wiąże się z takim samym tempem restrukturyzacji co pozostałe metody przekształceń własnościowych.**

Naszym zdaniem, powszechna prywatyzacja nie prowadzi do rozproszenia struktury własności wśród wielu drobnych inwestorów. Struktura własności pozostaje skoncentrowana, głównie w rękach dużych funduszy inwestycyjnych, przejmowanych następnie przez spółki holdingowe. Przykładowo, koncentracja struktury własności w Czechach (mierzona udziałem przedsiębiorstwa będącego własnością pięciu największych inwestorów) była wysoka już w 1993 r. i znacznie wzrosła w latach następnych. Koncentracja struk-

tury własności na Słowacji jest jeszcze większa (Tablica 8). Polski program powszechnej prywatyzacji z założenia przewidywał wysoki udział funduszy inwestycyjnych w strukturze własności prywatyzowanych przedsiębiorstw. 60 % wszystkich akcji każdego przedsiębiorstwa sprywatyzowanego w ten sposób przekazano piętnastu funduszom inwestycyjnym.

W Czechach i na Słowacji miało miejsce przekształcenie wielu funduszy inwestycyjnych w spółki holdingowe. Podczas gdy fundusze inwestycyjne posiadały udziały mniejszościowe w wielu spółkach, holdingi objęły udziały większościowe w znacznie mniejszej liczbie firm. Menedżerowie funduszy inwestycyjnych podkreślali, że ich celem jest pozycja akcjonariusza większościowego w niewielkiej ilości przedsiębiorstw¹¹.

Tablica 8: Przeciętny udział w łącznej własności pięciu największych właścicieli

Czechy - 706 firm sprywatyzowanych w pierwszym i drugim etapie	
Pierwszy kwartał 1993 r.	50%
Pierwszy kwartał 1996 r.	65%
Słowacja - 623 firmy sprywatyzowane w pierwszym etapie	
Czwarty kwartał 1993 r.	52%
Czwarty kwartał 1995 r.	73%

W 1996 r. nastąpiła dalsza koncentracja struktury własności w Czechach i na Słowacji, w drodze fuzji, nabycia i wykupu.

Powszechna prywatyzacja w Czechach, Polsce i Bułgarii

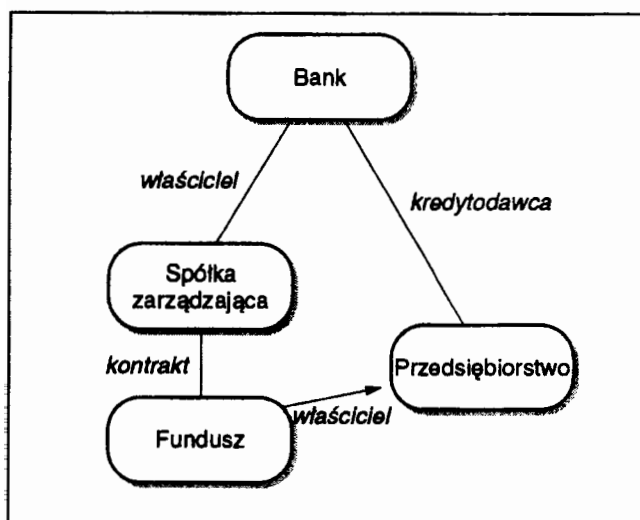
Powszechna prywatyzacja polega na przekazaniu praw własności przedsiębiorstw państwowych ogółowi obywateli. Czechy pierwsze upowszechniły tę metodę w 1991 r. prywatyzując do 1994 r. ponad 1600 przedsiębiorstw w dwóch etapach (Słowacja przeprowadziła tylko jeden etap). W niektórych przypadkach, pewną część akcji przedsiębiorstw zarezerwowano do sprzedaży w sposób tradycyjny. Obywatel otrzymywał (za cenę nominalną) bon, który mógł następnie wymienić na akcje w ramach przetargu organizowanego przez każdą firmę objętą programem prywatyzacji.

Obywatele mogli składać oferty zakupu akcji w zamian za posiadane bony. Mogli oni także wymienić swoje bony na udział w funduszach inwestycyjnych, a tym samym wejść w posiadanie części znacznie większego i zróżnicowanego portfela akcji. Niemal każdy mógł założyć fundusz inwestycyjny. Około 70% bonów wymieniono na udziały w 550 funduszach, które stały się głównymi właścicielami firm w Czechach.

W Polsce dokonano ostatnio powszechnej prywatyzacji 512 firm (stanowiących pod względem sprzedaży jedynie ok. 10% całości przedsiębiorstw w przemyśle i w budownictwie). W odróżnieniu od programu czeskiego, rząd sprawował ściślejszą kontrolę nad strukturą własności, co mogło przyczynić się do faktu, że wprowadzenie programu zajęło pięć lat. Rząd rozdzielił akcje przedsiębiorstw pomiędzy 15 funduszy inwestycyjnych, przy czym „fundusz dominujący” uzyskał udział większościowy (33%) w każdej ze spółek. Pozostałą część akcji rozdzieleno pomiędzy pozostałe fundusze, pracowników i rząd (25%), w celu sprzedaży w późniejszym okresie. Rząd przeprowadził międzynarodowy konkurs dla wyłonienia menedżerów zarządzających funduszami i określił warunki zawartych z nimi kontraktów. Obywatele otrzymali świadectwa udziałowe uprawniające do nabycia równej ilości akcji w każdym z 15 funduszy inwestycyjnych.

Do połowy 1997 r. Bułgaria wprowadzi program podobny do czeskiego. Obejmuje on ok. 1050 firm. Około 80% obywateli zamieniło swoje bony na udziały w ponad 100 funduszach inwestycyjnych. W przeciwieństwie do programu czeskiego, rząd zachowuje większościowy udział w wielu dużych przedsiębiorstwach przeznaczonych do prywatyzacji metodami tradycyjnymi. A zatem, z uwagi na dotychczas wolne tempo prywatyzacji przy zastosowaniu metod konwencjonalnych i utrzymywanie się trudnej sytuacji gospodarczej, nie należy oczekiwać przyspieszenia prywatyzacji w tym kraju.

Rys. 3. Organizacja funduszu kontrolowanego przez bank



Jest to czasem określane jako „trzeci etap” prywatyzacji. Przykładowo, na Słowacji dwanaście byłych przedsiębiorstw handlu zagranicznego przekształcono w spółki holdingowe posiadające znaczne udziały w 146 przedsiębiorstwach przemysłowych¹².

Koncentracja własności funduszy towarzysząca koncentracji własności przedsiębiorstw umożliwia przekształcenie funduszy inwestycyjnych w spółki holdingowe. Procedura ta wygląda następująco, duzi inwestorzy nabywają akcje funduszy na giełdzie, gromadzą udziały większościowe a następnie, na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, zatwierdzają przekształcenie funduszu w spółkę holdingową.

Wiele funduszy inwestycyjnych i spółek holdingowych w Czechach i na Słowacji znajduje się pod kontrolą dużych krajowych banków (Rys.3). Banki te są właścicielami spółek zarządzających, które utworzyły a obecnie kontrolują większe fundusze. Pewne obawy budzi fakt, że banki te jednocześnie udzielają przedsiębiorstwom kredytów i kontrolują fundusze będące właścicielami tychże firm. Ta właśnie podwójna rola może prowadzić do konfliktu interesów, a tym samym zaszkodzić restrukturyzacji¹³. Przykładowo, bank może wymusić na przedsiębiorstwie zaciągnięcie drogiego kredytu, ze szkodą dla pozostałych akcjonariuszy.

Podwójna rola banków jako właścicieli (bezpośrednich lub pośrednich) oraz kredytodawców jest rozpowszechniona w wielu krajach, przede wszystkim w Niem-

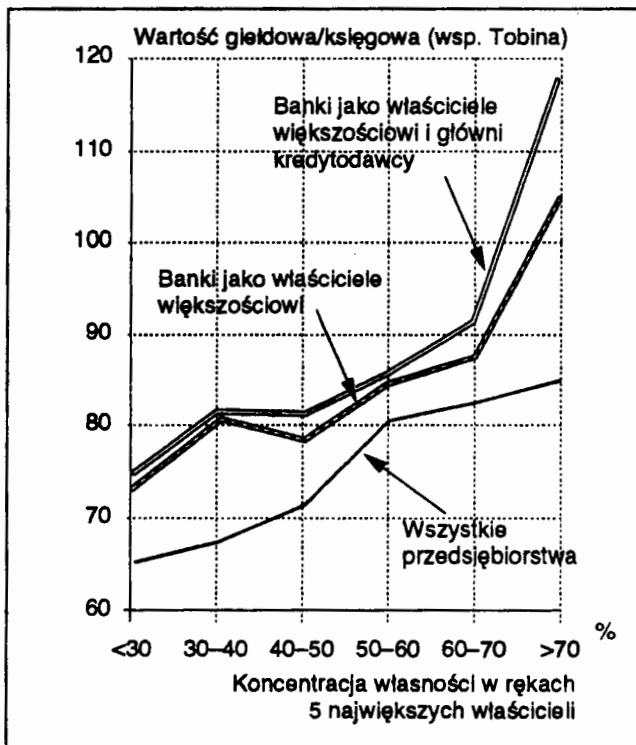
czech i Japonii i nie wydaje się żeby miało to wywierać negatywny wpływ na wyniki przedsiębiorstw. W rzeczywistości, bank taki miałby podwójną motywację zarówno jako właściciel oraz jako kredytodawca, do zapewnienia właściwej restrukturyzacji i rentowności przedsiębiorstwa. Bank występujący jednocześnie w charakterze właściciela i kredytodawcy dysponuje także lepszą informacją dotyczącą działalności firm, co daje mu większe możliwości gdy chodzi o kontrolowanie wyników pracy zarządu firmy.

Ustaliliśmy, że zarówno skoncentrowana struktura własności jak i sytuacja, w której właścicielem przedsiębiorstwa są fundusze kontrolowane przez bank przyczyniają się do restrukturyzacji przedsiębiorstw w Czechach. W przeprowadzonej przez nas analizie miernikiem restrukturyzacji jest wartość giełdowa przedsiębiorstwa w stosunku do wartości księgowej jego aktywów (stosunek ten nazywamy „współczynnikiem Q Tobina”)¹⁴. Innymi słowy, jeśli inwestorzy są przekonani, że spółka przechodzi restrukturyzację i staje się rentowna, cena giełdowa akcji takiej spółki wzrośnie. W naszym przypadku opieramy się na dokonanej przez inwestorów ocenie zakresu restrukturyzacji.

Jak widać z Rys. 4, w Czechach wyższą wartość giełdową osiągają spółki o skoncentrowanej strukturze własności¹⁵. Wartość ta rośnie dodatkowo gdy właścicielem firmy są fundusze kontrolowane przez banki i staje się jeszcze wyższa gdy banki te są jednocześnie głównymi kredytodawcami firmy. Chociaż występowanie banku w podwójnej roli właściciela i kredytodawcy firmy może rodzić konflikt interesów, inwestorzy uważają, że ważniejsze są w takim przypadku korzyści wynikające ze sprawowania przez bank bezpośredniej kontroli nad zarządem, co ułatwia restrukturyzację takich firm.

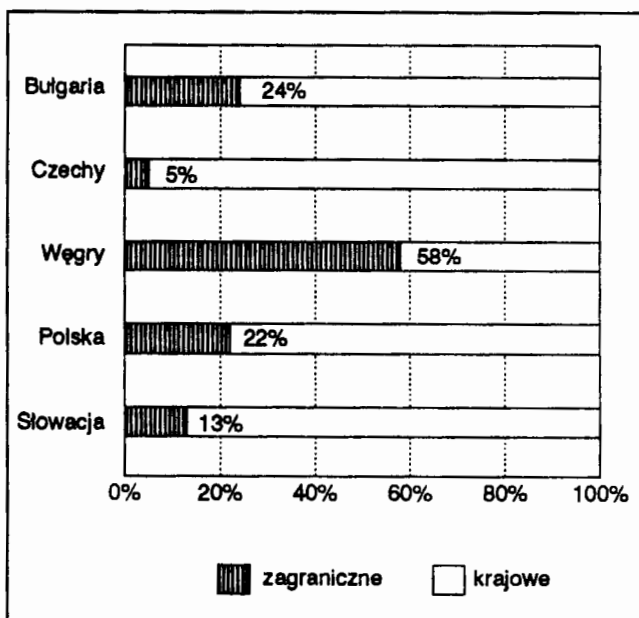
Inną przyczyną stosunkowo zaawansowanej restrukturyzacji w krajach, które przeprowadziły powszechną prywatyzacją jest fakt, że prywatyzacja indywidualna nie przyniosła, pomimo dużych oczekiwań, widocznej poprawy jakości nowych właścicieli. Jakkolwiek szczegółowe informacje na temat nowych właścicieli są trudno dostępne, udział inwestorów zagranicznych w prywatyzacji przedsiębiorstw metodą indywidualną jest stosunkowo niski, z wyjątkiem Węgier (zob. Rys. 5). Często natomiast sprzedawano przedsiębiorstwa inwestorom krajowym,

Rys. 4. Wpływ skoncentrowanej struktury własności i występowania banków w roli właścicieli na wartość giełdową spółek w Czechach



w tym także ich menedżerom i pracownikom. Na przykład, w Polsce, ok. 2500 małych i średnich przedsiębiorstw państwowych objęto tzw. „prywatyzacją przez likwidację”. Większość tych przedsiębiorstw została wy-

Rys. 5. Źródła przychodów z prywatyzacji na koniec 1995 r.



Źródło: OECD, s. 25

kupiona przez menedżerów i pracowników. Trwają żywe dyskusje wokół tego, czy wyniki spółek pracowniczych będą lepsze od wyników firm objętych powszechną prywatyzacją.

11. Rola banków

Stosujemy analizę ekonometryczną do zmierzenia wpływu dodatkowych kredytów bankowych udzielonych firmom na ich restrukturyzację. W krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej teoria i praktyka dowodzą, że **udzielanie dodatkowych kredytów może zarówno ułatwić jak i utrudnić restrukturyzację**, w zależności od doświadczenia, umiejętności i niezależności banków udzielających pożyczek.

Dodatkowe kredyty będą zachętą do restrukturyzacji, jeśli banki potrafią ocenić przyszłe wyniki finansowe spółek ubiegających się o te fundusze. Banki muszą mieć zdolność oceny, czy zarząd firmy wykorzysta pożyczone środki na odpowiednie inwestycje, które przyczynią się do restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Tylko w tym przypadku banki mogą mieć pewność, że przychody przedsiębiorstwa umożliwią spłatę zaciągniętych pożyczek.

Dodatkowe kredyty będą zniechęcały do restrukturyzacji, jeśli banki pożyczą pieniądze firmom, które wykorzystają je wyłącznie na pokrycie strat z bieżącej działalności (np. wydatków na płace), zamiast przeznaczyć je na inwestycje produkcyjne. Środki te nie tylko nie zostają spożytkowane na nowe inwestycje, lecz na dodatek obniżają one motywację menedżerów do restrukturyzacji. Z uwagi na to, że menedżerowie są przekonani, iż będą mieli dostęp do kredytów bankowych co pozwoli na pokrycie strat z bieżącej działalności, unikają oni podejmowania trudnych i bolesnych decyzji (np. zwalniania pracowników), niezbędnych dla zmniejszenia tychże strat.

W wielu krajach regionu, bardziej racjonalna polityka kredytowa banków przyczynia się do restrukturyzacji przedsiębiorstw z trzech powodów. Po pierwsze, w celu ograniczenia inflacji banki centralne ograniczają możliwości kredytowe banków komercyjnych, przez co mają one mniej środków, które mogą pożyczyć firmom deficytowym. Po drugie, administracja rządowa także nabrała przekonania, że nakłanianie banków do udzielania firmom poży-

czek na pokrycie strat w celu utrzymania zatrudnienia na niezmiernym poziomie nie może trwać w nieskończoność bez wywierania ujemnego wpływu na stabilność makroekonomiczną i jakość udzielanych kredytów. Po trzecie, same banki nauczyły się lepiej oceniać zamierzenia restrukturyzacyjne przedsiębiorstw, przed podjęciem decyzji o udzieleniu pożyczki.

W związku z powyższym, banki państwowe w tych krajach nie zwiększyły puli kredytów udzielanych przedsiębiorstwom. Powstałą lukę zapelnili częściowo nowo utworzone banki prywatne (w wielu przypadkach zagraniczne), mające dobre przygotowanie do podejmowania prawidłowych decyzji odnośnie udzielanych kredytów. Na Słowacji, na przykład, nowo powstałe banki prywatne przyczyniły się w ok. 80% do odnotowanego ostatnio wzrostu kwot udzielanych kredytów. Skala kredytów udzielanych przez banki państwowe zwiększyła się tylko nieznacznie. Jakkolwiek wywołuje to pewne zaniepokojenie, zwłaszcza ze strony przedsiębiorstw, które tradycyjnie zadłużały się w bankach państwowych, jest to zjawisko raczej pozytywne, do czasu gdy banki państwowe poprawią swe umiejętności udzielania kredytów i osiągną większą niezależność.

Nasza analiza ekonometryczna¹⁶ dostarcza argumentów na poparcie tego punktu widzenia na ewolucję działalności kredytowej banków. Na początku okresu transformacji systemowej udzielanie kredytów przez banki czyniło więcej szkody niż pożytku. W 1993 r. w sześciu z siedmiu analizowanych przez nas krajów wzrost wartości kredytów udzielanych przedsiębiorstwom wiązał się z niezmiennym poziomem lub wręcz spadkiem wydajności przedsiębiorstw (wyjątkiem były tu Węgry). Jednak dwa lata później jakość kredytowania przedsiębiorstw przez banki poprawiła się w trzech kolejnych krajach (Czechy, Słowacja i Słowenia). Dlatego też, w 1995 r. w czterech spośród siedmiu krajów wzrost kredytów bankowych dla przedsiębiorstw wiązał się ze wzrostem całkowitej produktywności czynników produkcji (który występował z pewnym opóźnieniem). Oznacza to, że przedsiębiorstwa wykorzystywały nowe kredyty bankowe na finansowanie restrukturyzacji, a nie jedynie na pokrycie strat z bieżącej działalności.

W świetle danych z 1995 r., banki w Bułgarii i Rumunii wciąż podejmowały niewłaściwe decyzje odnośnie

udzielanych kredytów. Jest to bez wątpienia przyczyną obecnego kryzysu gospodarczego w Bułgarii. Wiele przedsiębiorstw odnotowuje deficyt, gdyż nie zostały one sprywatyzowane i nie udało się ich zrestrukturyzować, zaś wiele banków jest niewypłacalnych, bo wciąż udzielają tym przedsiębiorstwom pożyczek nie mających szans na spłatę w terminie (tzw. „bad loans”).

Po podziale badanych przedsiębiorstw na sprywatyzowane i państwowe okazuje się, że niewłaściwe decyzje kredytowe banków wiążą się głównie z udzielaniem pożyczek przedsiębiorstwom państwowym. We wszystkich krajach, banki podejmowały dużo szczęśliwszych decyzji jeśli chodzi o udzielanie kredytów firmom prywatnym. Zasilanie kredytowe tych firm wiązało się ze wzrostem ich produktywności (z pewnym opóźnieniem) już w 1992 r.

12. Ograniczenia wzrostu płac

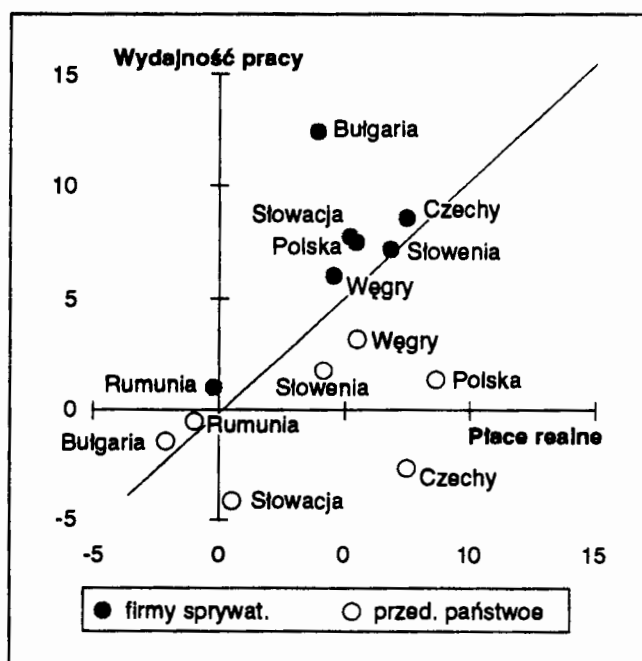
Sytuacja, w której zatrudnieni nie przechwytyują w początkowym okresie transformacji wszystkich korzyści ze wzrostu wydajności pracy w postaci wyższych płac będzie prawdopodobnie stanowiła zachętę do restrukturyzacji. Jak już wspomniano, przedsiębiorstwa muszą finansować znaczną część swoich inwestycji z zysków nie rozdzielonych z bieżącej nadwyżki finansowej (cash flow), zwłaszcza gdy system finansowy jest słabo rozwinięty. Jeśli płace rosną wolniej niż wydajność pracy, większą część nadwyżki finansowej można przeznaczyć na inwestycje. Innymi słowy, dodatni operacyjny „cash flow” na jednego zatrudnionego występuje tylko wtedy, gdy wzrost wydajności pracy (wartości dodanej na jednego zatrudnionego) wyprzedza wzrost płac. W długim okresie celowe jest podniesienie płac, aby pracownicy odnieśli korzyść z restrukturyzacji przedsiębiorstw. Jednak w krótkim okresie należałoby poświęcić wzrost płac na rzecz szybszej restrukturyzacji.

Z naszej analizy wynika, że wpływy ze wzrostu wydajności pracy były z reguły wykorzystywane przez przedsiębiorstwa do sfinansowania inwestycji zwiększających ich rentowność. W firmach sprywatyzowanych tempo wzrostu wydajności pracy było wyższe niż tempo wzrostu płac realnych w przypadku wszystkich krajów (obszar powyżej przekątnej na Rys. 6). Natomiast

wzrost płac realnych w przedsiębiorstwach państwowych następował szybciej niż wzrost wydajności pracy, co prowadziło do erozji zdolności finansowych przedsiębiorstw w oparciu o środki własne.

Szybki wzrost wydajności pracy w firmach sprywatyzowanych prowadził do szybkiego wzrostu płac realnych. Jednak z uwagi na zachowywanie w firmach sprywatyzowanych odpowiednich proporcji pomiędzy wydajnością pracy i płacami, były one w stanie utrzymać wysoki poziom inwestycji na jednego zatrudnionego (Tablica 9).

Rys. 6. Wzrost wydajności pracy i płac realnych w przedsiębiorstwach sprywatyzowanych i państwowych (w %, średniorocznie)



Tablica 9: Inwestycje na jednego zatrudnionego (średniorocznie, w USD parytetu siły nabywczej, 1992-95)

	Firmy sprywatyzowane	Przedsiębiorstwa państwowe
Bułgaria	2.790	90
Czechy	3.290	470
Węgry	2.990	460
Polska	1.880	410
Rumunia	590	110
Słowacja	3.340	230
Słowenia	1.690	310

Wpływ prywatyzacji na ograniczenie wzrostu płac jest dużo ważniejszy niż polityka płacowa rządu. Większość z siedmiu analizowanych krajów prowadziła politykę ograniczającą wzrost płac. Przykładowo, w Czechach, na Węgrzech i w Polsce stosowano w okresie 1991-1994 podatek od ponadnormatywnego wzrostu płac. Jednak już w 1995 r. we wszystkich tych krajach o poziomie płac decydował rynek. Chociaż ograniczenia narzucone przez rząd na wzrost płac dotyczyły głównie (lub wyłącznie) przedsiębiorstw państwowych, wzrost płac w sektorze publicznym był szybszy niż w sektorze prywatnym na Węgrzech i w Polsce. Pomimo, że Bułgaria i Słowacja wprowadziły ostrzejszą kontrolę wzrostu płac w sektorze publicznym, płace realne rosły w tym sektorze nadal wolniej niż wydajność pracy, w przeciwieństwie do sektora prywatnego.

Polityka mająca na celu ograniczanie wzrostu płac w celu pobudzania inwestycji nie oznacza, że płace muszą pozostać na niezmiennym poziomie. Chodzi o to, żeby ich wzrost był wolniejszy niż wzrost wydajności pracy. Nie będzie to w takim przypadku miało ujemnego wpływu na operacyjny cash flow.

13. Restrukturyzacja finansowa

Oprócz restrukturyzacji operacyjnej, wiele przedsiębiorstw w regionie Europy Środkowo-Wschodniej wymaga restrukturyzacji finansowej. Chodzi tu o firmy, które nie są w stanie obsługiwać wszystkich swoich niespłaconych długów, tzn. zbankrutowały lub stały się niewypłacalne. Istotną sprawą jest tu określenie kiedy i w jaki sposób restrukturyzacja finansowa powinna zostać przeprowadzona.

Istnieją ścisłe związki pomiędzy restrukturyzacją operacyjną i finansową. Jedno z tych powiązań polega na tym, że **restrukturyzacja operacyjna przyczynia się do poprawy wskaźnika „cash flow” danego przedsiębiorstwa**, co zmniejsza zapotrzebowanie na restrukturyzację finansową. Z drugiej zaś strony, w zależności od okoliczności, restrukturyzacja finansowa może osłabiać potrzebę restrukturyzacji operacyjnej.

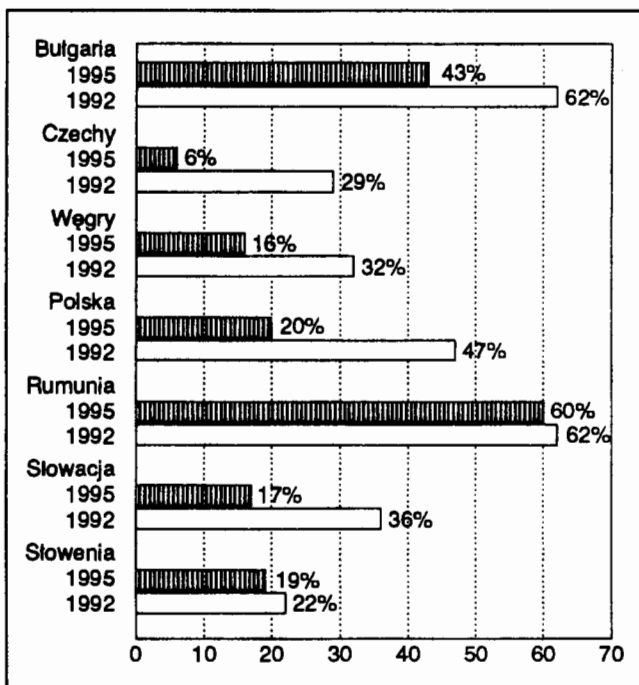
Liczba nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw w krajach regionu jest znaczna, lecz wykazuje spadek. W na-

szym rozumieniu, z nadmiernie zadłużonymi przedsiębiorstwami mamy do czynienia, gdy ich „cash flow” nie wystarcza do obsługi całego długu. Gdy posłużymy się kategoriami zysku i straty przedstawionymi w Tabelicy 1, będą to przedsiębiorstwa zaliczane do kategorii C, D i E. Rys. 7 pokazuje, że odsetek takich firm w 1995 r. wahał się od ponad 60% w Rumunii do zaledwie 6% w Czechach¹⁷.

Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw może przyjąć różne formy. Po pierwsze, jeśli przedsiębiorstwo jest w stanie zrestrukturyzować swoją działalność tak, aby osiągnąć dodatni operacyjny „cash flow”, wówczas powinno kontynuować swą działalność, nawet jeśli nie będzie w stanie obsłużyć wszystkich swoich zaległych długów. W większości przypadków wierzyciele powinni się zgodzić na umorzenie części długów w zamian za restrukturyzację działalności firmy. Po drugie, gdy przedsiębiorstwo ma niewielkie szanse na osiągnięcie dodatniego operacyjnego „cash flow”, jedyną alternatywą pozostaje likwidacja firmy. Kończy ona wówczas swą działalność, pracownicy zostają zwolnieni a aktywa sprzedane w celu spłacenia przynajmniej części długów.

Chociaż dobrze funkcjonujący system postępowania upadłościowego odgrywa tu zasadniczą rolę, restruktury-

Rys. 7. Odsetek przedsiębiorstw przemysłowych nie będących w stanie obsługiwać swojego zadłużenia (ważony wielkością zatrudnienia)



zacja finansowa przedsiębiorstw odbywa się w większości przypadków poza tym systemem. W krajach Zachodu, **restrukturyzacja finansowa dokonuje się w dużym stopniu poprzez dobrowolne negocjacje pomiędzy wierzycielami a przedsiębiorstwem.** Jedyne w przypadku, gdy firma musi być zlikwidowana niezbędny jest sąd upadłościowy nadzorujący sprzedaż aktywów i przekazanie wpływów z tej sprzedaży wierzycielom.

Jakie czynności, o ile w ogóle, powinny podjąć rządy krajów omawianego regionu w celu zachęcenia nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw do restrukturyzacji finansowej? Na Zachodzie restrukturyzacja finansowa odbywa się głównie w wyniku negocjacji pomiędzy prywatnymi kredytodawcami (głównie bankami) a prywatnymi firmami. Jednak w krajach dokonujących transformacji większość banków i przedsiębiorstw wciąż pozostaje własnością państwa.

Z drugiej zaś strony, opóźnienie restrukturyzacji finansowej może hamować restrukturyzację operacyjną. Nadmiernie zadłużone przedsiębiorstwo, które mogłoby się stać dochodowe może nie być w stanie pozyczyć środków na opłacenie kapitału obrotowego, na modernizację, lub na ekspansję. Wiele przedsiębiorstw w tym regionie skarży się właśnie na brak możliwości zaciągnięcia takich pożyczek. Z drugiej strony, jeśli banki nie są przygotowane do podjęcia takich negocjacji, istnieje poważne ryzyko, że zadłużenie może zostać zrestrukturyzowane lub umorzone w sytuacji gdy przedsiębiorstwo jest w stanie je spłacić. Ponadto, odmowa redukcji zadłużenia przedsiębiorstwa może stanowić dla niego motywację do restrukturyzacji działalności i poprawy wskaźnika „cash flow”.

Jeszcze gorzej jest, gdy bank umarza część długu nierentownej firmie, stwarzając jej możliwość uzyskania dodatkowej pożyczki, której nie będzie ona w stanie później spłacić. Doprowadzi to do dalszego wzrostu wartości tzw. „złych kredytów” udzielonych przez banki¹⁸. Powszechnie umarzanie długów może doprowadzić do złagodzenia dyscypliny finansowej (tzw. twardego ograniczenia budżetowego) co ostatnio miało w istocie miejsce w większości krajów regionu.

Należy także zaznaczyć, że **przedsiębiorstwa w krajach zachodnich polegają głównie na wewnętrz-**

nej nadwyżce finansowej (nie rozdzielonych zyskach) przy finansowaniu środków obrotowych lub nowych inwestycji, natomiast rzadziej korzystają z kredytu bankowego (zob. Tablica 10). W przeciwieństwie do nich, przedsiębiorstwa z byłych krajów socjalistycznych polegały w przeszłości głównie na kredytach z banków państwowych, a obecnie narzekają na znaczne ograniczenie możliwości finansowania z tego źródła. Podobnie jak firmy na Zachodzie, przedsiębiorstwa z krajów Europy Środkowo-Wschodniej muszą starać się finansować swoje inwestycje z własnej nadwyżki finansowej (cash flow).

Na początku procesu transformacji, poziom zadłużenia przedsiębiorstw był znacznie zróżnicowany w poszczególnych krajach, z uwagi na często przypadkowy charakter lokalizacji inwestycji w warunkach gospodarki centralnie planowanej. Stosunek zadłużenia w bankach do sprzedaży (zob. Rys. 8) przedsiębiorstw przemysłowych był wysoki w dwóch krajach o najmniej zaawansowanej restrukturyzacji firm (Bułgaria i Rumunia) oraz w dwóch krajach, które dokonały zasadniczej restrukturyzacji (Czechy i Słowacja). Oznacza to, że wysoki poziom zadłużenia niekoniecznie zniechęca przedsiębiorstwa do restrukturyzacji.

Analiza ekonometryczna przeprowadzona na poziomie przedsiębiorstwa potwierdza tę tezę. Zbadaliśmy, czy wysoki poziom początkowego zadłużenia w stosunku do sprzedaży utrudniał restrukturyzację operacyjną, czy też ją stymulował. Uzyskane wyniki wskazują, że wysoki poziom początkowego zadłużenia albo nie miał żadnego wpływu na restrukturyzację operacyjną, albo też był dla niej zachętą, tzn. współczynniki zadłużenia w równaniu regresji były albo nieistotne, albo dodatnie.

Wniosek ten potwierdzają badania przedsiębiorstw słowackich. Większość z nich była poważnie zadłużona, a zatem miała problemy z uzyskaniem dodatkowych środków od dużych państwowych banków w tym kraju. W wielu przypadkach, firmy te wykorzystywały alternatywne źródła finansowania, a zwłaszcza ich własną nadwyżkę finansową (cash flow). Musiały one podjąć pewne zabiegi restrukturyzacyjne w celu zwiększenia poziomu swojego cash flow, wykorzystywanego następnie do finansowania dalszej restrukturyzacji. Poza własną nadwyżką finansową, przedsiębiorstwa te mogły uzyskać pewne środki finansowe od klientów, od zagranicznych i krajowych banków i poprzez spółki joint-venture nie obciążone dawnymi długami.

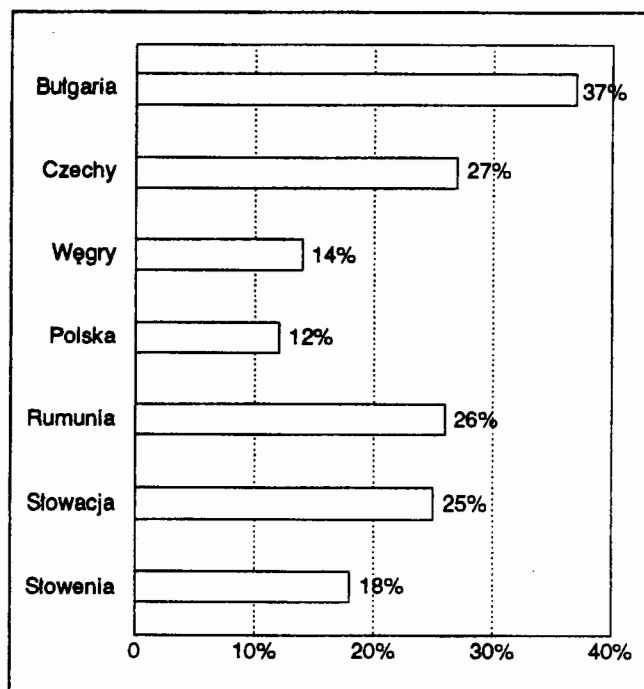
Per saldo, specjalna polityka rządu mająca zachęcić przedsiębiorstwa do przeprowadzenia restrukturyzacji finansowej może okazać się niepotrzebna. Z restrukturyzacją finansową można się wstrzymać do czasu sprywatyzowania banków i przyswojenia przez nie odpowiednich umiejętności negocjacyjnych. Banki te mają niewiele do stracenia nie umarzając długów, a wiele do zyskania jeśli przedsiębiorstwa przeprowadzą restrukturyzację, poprawią swą rentowność i spłacą większość zadłużenia. Program rządowy mający zachęcić banki do umorzenia długów może hamować postępy restrukturyzacji, z uwagi na osłabienie dyscypliny finansowej.

Niemniej jednak wynegocjowana restrukturyzacja finansowa nie oznacza braku potrzeby sprawnego systemu postępowania upadłościowego, ze względu na przedsiębiorstwa, które muszą ulec likwidacji¹⁹. Banki mogą także uciec się do groźenia przedsiębiorstwom szybkim bankrutem i likwidacją, ażeby wymusić na opornych firmach podjęcie negocjacji w sprawie restrukturyzacji finansowej. Potrzebny jest także dobry Kodeks Handlowy.

Tablica 10: źródła finansowania przedsiębiorstw netto w krajach wysoko rozwiniętych 1970-89

(%)	Niemcy	Japonia	Wlk. Brytania	USA
Środki własne	81	69	97	91
Kredyty bankowe	11	31	20	16
Sprzedaż obligacji	-1	5	4	17
Sprzedaż akcji	1	4	-10	-9
Kredyty kupieckie	-2	-8	-1	-4
Pozostałe	10	0	-8	-13

Rys. 8. Stosunek całkowitego zadłużenia w bankach do sprzedaży przedsiębiorstw przemysłowych (1992 r.)



14. Wpływ na restrukturyzację banków

Chociaż restrukturyzacja przedsiębiorstw jest podstawowym tematem tego opracowania, kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej muszą także wypracować politykę prywatyzacji, restrukturyzacji i dokapitalizowania byłych banków państwowych. Nawet w przypadku szybko postępującej restrukturyzacji przedsiębiorstw, wiele banków może odczuwać ciężar kredytów udzielonych firmom nie będącym w stanie obsługiwać długu, tzn. płacić odsetek i spłacać należnych rat kapitałowych. W takich warunkach niektóre banki mogą znaleźć się w sytuacji, w której nie będą w stanie uregulować zobowiązań wobec depozytariuszy ani innych zobowiązań.

Gdy polityka rządu ma na celu przyspieszenie restrukturyzacji, przedsiębiorstwa będą mogły spłacić większą część swojego zadłużenia wobec banków. Zmniejszy to potrzebę dokapitalizowania systemu bankowego i wynikającego stąd obciążenia podatników. **Restrukturyzacja przedsiębiorstw jest zatem potrzebna dla poprawy kondycji systemu bankowego.** Niemniej jednak niektóre banki będą wymagały pewnej formy dokapitalizowania.

Inną trudnością jest przewidywanie przyszłej rentowności przedsiębiorstw. Jak wynika z powyższej analizy

restrukturyzacji, rentowność przedsiębiorstw w regionie Europy Środkowo-Wschodniej zmienia się szybciej (i w sposób bardziej losowy) niż w rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej. To samo dotyczy możliwości obsługi długu przez te przedsiębiorstwa.

Obecnie przyjrzymy się bliżej zdolności przedsiębiorstw do obsługi zadłużenia, w oparciu o nadwyżkę finansową (operacyjny cash flow) pozostałą po opłaceniu siły roboczej i materiałów do produkcji. Nadwyżkę tę można wykorzystać do obsługi przynajmniej części zadłużenia przedsiębiorstwa.

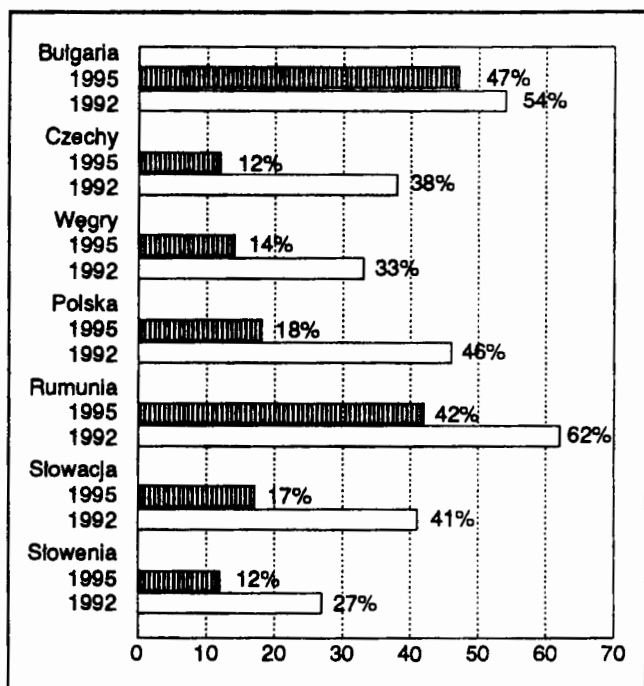
Dla danego roku wyliczamy wartość bieżącą nadwyżki finansowej (cash flow) zakładając, że w następnych latach jej roczna stopa wzrostu wynosi realnie 4%²⁰. Realna stopa dyskontowa wynosi 9%. Jest to szacunek realnej stopy procentowej od kredytów pobieranej przez banki w krajach regionu²¹. Oszacowaną w ten sposób wartość bieżącą określamy mianem zdolności do spłaty zadłużenia (debt repayment capacity) przez poszczególne przedsiębiorstwa. Jeśli wynosi ona mniej niż wartość niespłaconych zobowiązań przedsiębiorstwa (kredyty bankowe, zaległe podatki, saldo pozycji „wierzyciele” minus „dłużnicy” itp.), przedsiębiorstwo nie jest w stanie spłacić swoich zobowiązań, o ile nie przeprowadzi restrukturyzacji w celu zwiększenia nadwyżki finansowej (cash flow). Brakującą sumę określamy mianem nieściągalnych zobowiązań poszczególnych przedsiębiorstw.

Po wyliczeniu nieściągalnych zobowiązań każdego przedsiębiorstwa, sumujemy wyniki i dzielimy je przez sumę łącznych zobowiązań. Otrzymany wskaźnik to stopa zagregowanych złych długów (aggregate bad loan ratio). Zakładamy, że kredyty bankowe nie mają uprzywilejowanej pozycji w strukturze zobowiązań płatniczych przedsiębiorstwa.

Stopa złych długów spadła znacznie w większości krajów do 1995 r. (Rys. 9). W Czechach spadła ona z 38% w 1992 r. do 12% w 1995 r. Natomiast w Bułgarii stopa złych długów niewiele zmniejszyła się w porównaniu do swego początkowego, wysokiego poziomu.

Stopa złych długów dla 1992 r. jest wysoka, ponieważ rosła szybciej niż założone przez nas 4% rocznie. Jednocześnie jednak, nasz szacunek dla 1995 r. był zbyt wysoki, gdyż tempo restrukturyzacji przedsiębiorstw kra-

Rys. 9.



jów Europy Środkowo-Wschodniej pozostało wysokie. Konwencjonalne metody szacowania „złych kredytów” udzielonych przez banki nie biorą pod uwagę bardzo wysokiego tempa restrukturyzacji w niektórych krajach, wyolbrzymiając jednocześnie problem finansowe banków i koszt ich dokapitalizowania.

Z analizy „złych kredytów” można wywnioskować, że rządy nie powinny się spieszyć z dokapitalizowaniem banków, ponieważ nie jest możliwe dokładne oszacowanie poziomu „złych kredytów” udzielonych przez banki przedsiębiorstwom znajdującym się w trakcie restrukturyzacji. W tej sytuacji banki mogą otrzymać nadmierne dokapitalizowanie. Ponadto, dokapitalizowanie banków zwiększy ich możliwości kredytowania przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa w regionie Europy Środkowo-Wschodniej muszą nauczyć się wykorzystywać w większym stopniu środki własne, zaś w mniejszym kredyty bankowe. Jeśli dokapitalizowanie nastąpi przed prywatyzacją banków, usprawnieniem ich polityki udzielania kredytów i prywatyzacją przedsiębiorstw, będziemy mieli do czynienia z ryzykiem udzielania kolejnych „złych kredytów”, osłabieniem dyscypliny finansowej przedsiębiorstw i wolniejszej restrukturyzacji.

W niektórych przypadkach dokapitalizowanie banków wiąże się z umorzeniem „złych długów” przedsiębiorstwa.

Jednak nie istnieją konkretne dowody na to, aby nadmierne zadłużenie było przeszkodą dla restrukturyzacji.

Dokapitalizowanie banków, o ile okaże się nieodzowne, powinno być częścią procesu prywatyzacji. Tylko w takim przypadku rząd może mieć pewność, że banki wykorzystają te dodatkowe środki na wspieranie restrukturyzacji, a nie na udzielanie kolejnych „złych kredytów”, co mogłoby doprowadzić do potrzeby dalszego dokapitalizowania. Banki prywatne mogą podjąć negocjacje w sprawie restrukturyzacji finansowej nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw. Opóźnienie dokapitalizowania banków lub restrukturyzacji finansowej nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw nie powinno przyczynić się do zwolnienia tempa restrukturyzacji operacyjnej.

15. Wnioski

Jednym z najważniejszych zagadnień polityki gospodarczej w okresie transformacji jest rola rządu w przyspieszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw, a tym samym w przyspieszeniu przejścia do rozwiniętej gospodarki rynkowej. Wyniki analizy przedsiębiorstw przemysłowych siedmiu krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej przyczyniają się do lepszego poznania tego zagadnienia.

Po pierwsze, prywatyzacja jest niezbędną zachętą dla restrukturyzacji. Mniej istotna jest tu metoda prywatyzacji. Jakkolwiek prywatyzacja indywidualna może wiązać się z większym udziałem firm zagranicznych, większą ilością inwestycji i pomocy technicznej, badanie przypadków przedsiębiorstw słowackich wskazuje, że nie jest to niezbędny warunek dla przeprowadzenia szybkiej restrukturyzacji. Jest to pozytywne zjawisko, ponieważ z pomocy takiej mogłyby skorzystać tylko nieliczne firmy, nawet w krajach popierających prywatyzację indywidualną. W większości krajów, przedsiębiorstwa były początkowo sprzedawane głównie inwestorom krajowym (często byli nimi menedżerowie i pracownicy prywatyzowanych firm), zaś stosunkowo rzadko inwestorom zagranicznym.

Rzeczą wielce pożądaną jest skoncentrowana struktura własności. Powszechna prywatyzacja w Czechach i na Słowacji zaowocowała znacznie bardziej skoncentrowaną strukturą własności niż pierwotnie przewidywano. Kontrola sprawowana nad tymi firmami przez dużych in-

westorów strategicznych (w tym fundusze inwestycyjne sponsorowane przez banki) także stanowiła zachętę dla restrukturyzacji.

Po drugie, ograniczenie wzrostu płac do poziomu niższego niż tempo wzrostu wydajności pracy pozwala na większy zakres restrukturyzacji. Prowadzi to do zwiększenia nadwyżki finansowej (cash flow) przedsiębiorstw, którą można wykorzystać na inwestycje modernizacyjne i na rozwój. Podobnie jak ma to miejsce w rozwiniętych krajach o gospodarce rynkowej, większość środków na nowe inwestycje przedsiębiorstw musi pochodzić z ich nadwyżki finansowej.

Po trzecie, polityka prowadząca do zwiększenia kredytowania przedsiębiorstw przez banki (np. dokapitalizowanie banków), lub do umarzania długów przedsiębiorstw może wyrządzić więcej szkody niż pożytku. Jak wykazuje analiza empiryczna, we wczesnych latach okresu transformacji udzielanie przez banki dodatkowych kredytów często wiązało się ze spadkiem wydajności przedsiębiorstw. Oznacza to, że udzielanie przez

banki dodatkowych kredytów przedsiębiorstwom lub umarzanie ich długów prowadzi do złagodzenia dyscypliny finansowej a tym samym do zmniejszenia motywacji do restrukturyzacji. Tylko w przypadku odpowiedniego zreformowania systemów bankowych w oparciu o prawa rynku mamy do czynienia z pozytywnym wpływem kredytów bankowych na restrukturyzację.

Po czwarte, opóźnienie dokapitalizowania banków może okazać się bardzo pożądane. Istotną korzyścią jaką daje szybka restrukturyzacja jest wzrost zdolności przedsiębiorstw do spłaty ich zadłużenia wobec banków oraz innych zobowiązań finansowych. Zmniejsza to potrzebę dokapitalizowania banków przez rząd w celu ochrony interesów deponentów. W tej sytuacji najwłaściwszym rozwiązaniem wydaje się dokapitalizowanie banków, ale traktowane wyłącznie jako element ich prywatyzacji, a także zachęcenie ich do negocjowania restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw.

Umorzenie długów przedsiębiorstw byłoby możliwe tylko w przypadku ich prywatyzacji.

Bibliografia

- Barbone, Luca, Domenico Marchetti, and Stefano Pater-nostro** 1996. Structural adjustment and ownership transformation: Poland's industrial performance in the early 1990s. World Bank Mimeo.
- Borish, Michael S., Wei Ding, and Michel Noel.** 1996. On the road to EU accession: financial sector development in Central Europe, World Bank. Discussion paper 345.
- Carlín, Wendy, John Van Reenen, and Toby Wolfe.** 1995. Enterprise restructuring in early transition: Case study evidence from Central and Eastern Europe". *Economics of Transition*, 3: 427-458.
- Claessens, Stijn.** 1997. Corporate Governance in the Czech Republic. *Journal of Finance*. (forthcoming)
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Gerhard Pohl.** 1997a. Ownership and corporate governance: evidence from the Czech Republic. World Bank. Working paper 1737.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Gerhard Pohl.** 1997b. Determinants of restructuring of industrial firms in seven European transition economies. World Bank Mimeo.
- Claessens, Stijn and R. Kyle Peters.** 1997. Firm performance and soft budget constraints: the case of Bulgaria. *Economics of Transition*. (forthcoming)
- Coffee, John.** 1995. Corporate governance in Central Europe and Russia: institutional investors in transitional economies -- lesson from the Czech experience. World Bank Policy research paper 1450.
- Djankov, Simeon and Bernard Hoekman.** 1997a. Trade reorientation and post-reform productivity growth in Bulgarian firms *Journal of Policy Reform* (forthcoming)
- Djankov, Simeon and Bernard Hoekman.** 1997b. Avenues of technology transfer: foreign linkages and productivity change in the Czech Republic. World Bank Mimeo.
- Djankov, Simeon and Gerhard Pohl.** 1997a. Restructuring of large firms in The Slovak Republic. World Bank Working paper 1758.
- Djankov, Simeon and Gerhard Pohl.** 1997b. Does privatization matter? Evidence from Poland. World Bank Mimeo.
- Gray, Cheryl, Sabine Schlorke, and Miklos Szanyi.** 1996. Hungary's bankruptcy experience, 1992-93. *World Bank Economic Review*. 10:425-450.
- Kotzeva, Mariana and Enrico Perotti.** 1996. Rational creation of financial arrears: evidence from Bulgarian state managers. University of Amsterdam. Mimeo.
- OECD** 1996 Trends and Policies in Privatization, vol. III, no. 1.
- Pohl, Gerhard, Simeon Djankov and Robert Anderson.** 1996. Restructuring of large industrial firms in Central and Eastern Europe: an empirical analysis. World Bank Technical Paper 332.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny.** 1994. „Politicians and Firms,” *Quarterly Journal of Economics*, 46: 995-1025.
- Trend.** 1996 Top 100 Slovak companies. Bratislava. December: p.11.

Aneks:

Procedura estymacji i opis zmiennych

Tablica A1

Rozpoczynamy od typowej, neoklasycznej funkcji produkcji:

$$Y_{it} = T_{it} [L_{it}^{s_L} M_{it}^{s_M} K_{it}^{s_K}]^{\theta_i}$$

gdzie s_L , s_K i s_M są udziałami nakładów pracy, kapitału i materiałów do produkcji w całkowitych nakładach przedsiębiorstwa i , zaś T oznacza zmianę całkowitej produktywności czynników produkcji. Aby uniknąć zniekształcenia kosztów, szacujemy krańcowy produkt każdego nakładu w sposób następujący:

$$\Delta y_{i,t} = a_i + \beta_{1s} \Delta l_{i,t} + \beta_{2s} \Delta m_{i,t} + \beta_{3s} \Delta k_{i,t} + e_{i,t}$$

gdzie $y_{i,t} = \ln Y_{i,t} - \ln Y_{i,t-1}$, a $l_{i,t}$, $m_{i,t}$ i $k_{i,t}$ zdefiniowane są podobnie. Wszystkie współczynniki β szacuje się dla każdej gałęzi przemysłu (sektora) s . Wartość księgową środków trwałych może być oszacowana niedokładnie, a tym samym może nie być dobrą miarą przepływu usług kapitałowych. Dlatego też zużycie energii występuje w charakterze substytutu wykorzystania kapitału. Wprowadzona tu korekta ma wiele korzystnych cech i jest szczególnie atrakcyjna w kontekście transformacji, ponieważ jest miarą przepływu niezależną od środków trwałych. Wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji ($\Delta l_{i,t}$) oblicza się wówczas jako sumę wartości rezydualnej i wyrazu wolnego charakterystycznego dla przedsiębiorstwa.

$$\Delta l_{i,t} = a_i + e_{i,t}$$

Ażby odpowiednio uwzględnić inne czynniki charakterystyczne dla przedsiębiorstwa, rozszerzamy estymację w sposób następujący:

$$\Delta y_{i,t} = a_i + \beta_{1s} \Delta l_{i,t} + \beta_{2s} \Delta m_{i,t} + \beta_{3s} \Delta k_{i,t} + \beta_4 \text{Wielkość}_i + \beta_5 \text{Prywatyzacja}_{i,t} + \beta_6 \text{Finansowanie przez bank}_{i,t} + \beta_7 T_{94} + \beta_8 T_{95} + e_{i,t}$$

Zmienne charakterystyczne dla przedsiębiorstwa:

Produkcja - wskaźnik całkowitej ilości dóbr sprzedanych, zdefiniowany jako wartość sprzedaży podzielona przez charakterystyczny dla sektora wskaźnik cen produkcji przemysłowej w walucie lokalnej.

Nakłady pracy - średnia ilość pracowników skorygowana średnią ilością przepracowanych godzin.

Nakłady materiałowe - wskaźnik całkowitego zużycia materiałów zdefiniowany jako wartość nakładów materiałowych podzielona przez charakterystyczny dla sektora wskaźnik cen materiałów do produkcji w walucie lokalnej.

Nakłady energii - wskaźnik całkowitego zużycia energii zdefiniowany jako wartość nakładów energii podzielona przez charakterystyczny dla sektora wskaźnik agregatowy cen energii w walucie lokalnej.

Wielkość - klasyfikujemy wszystkie przedsiębiorstwa danego sektora pod względem wielkości zatrudnienia w roku bazowym (1992), a następnie dzielimy je na kwartyle. Dla każdego kwartyla stosujemy zmienne zero-jedynkowe. Specyfikacja ta jest substytutem pozycji rynkowej w obrębie każdego sektora.

Prywatyzacja - dzielimy wszystkie przedsiębiorstwa na kohorty, w zależności od ilości lat jakie upłynęły od ich prywatyzacji. Dla każdej kohorty stosujemy odrębne zmienne zero-jedynkowe.

Finansowanie przez bank - zmiana w finansowaniu przez bank w roku poprzednim

Czas - zmienne zero-jedynkowe dla każdego roku.

Tablica A2

Zmienne charakterystyczne dla przedsiębiorstwa:

Współczynnik Q Tobina - wartość rynkowa + całkowite zadłużenie odniesione do aktywów trwałych netto + zapasy.

Rentowność - zysk operacyjny brutto odniesiony do aktywów trwałych netto + zapasy.

Dźwignia (leverage) - stosunek aktywów do kapitału własnego.

Zmienna zero-jedynkowa dla pierwszego etapu - 1 jeśli przedsiębiorstwo uczestniczyło w pierwszym etapie prywatyzacji, 0 w pozostałych przypadkach

Koncentracja - suma udziałów pięciu czołowych inwestorów, z których każdy podniesiony jest do drugiej potęgi.

Własność - dla każdej kategorii (fundusze inwestycyjne sponsorowane przez bank, lokalni inwestorzy strategiczni, itp.), skumulowany udział we własności każdego przedsiębiorstwa

Tablica A1: Wpływ na prywatyzację i dyscyplinę finansową

(Zmienna zależna: realny wzrost produkcji, regresje panelowe, model czynników losowych)

Kraj	Bulgaria	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia	Słowacja	Słowenia	ogółem
Stała	-0.007 (0.758)	-0.037 (7.341)	-0.302* (6.258)	-0.029 (0.612)	-0.167* (7.584)	-0.033* (4.235)	0.041* (3.086)	0.055* (2.128)
Zmienne zero-jedynkowe uwzględnione	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
Funkcja produkcji charakterystyczna dla sektora uwzględniona	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
Zmienne zero-jedynkowe dla kraju i okresu uwzględnione							Tak	
Zmienna zero-jedynkowa dla 1994	-0.107* (9.691)	0.022* (2.722)	0.035* (7.129)	0.009* (1.989)	-0.054* (4.537)	0.057* (6.354)	-0.123* (5.003)	
Zmienna zero-jedynkowa dla 1995	0.275 (0.296)	-0.021 (1.328)	0.031* (5.668)	0.017* (3.754)	0.182* (8.029)	0.045* (5.162)	-0.058* (3.258)	
Zmienne zero-jedynkowe dla okresów prywatyzacji								
Pierwszy rok	-0.033 (0.825)	0.063* (6.308)	0.021* (2.462)	0.011 (0.176)	-0.103* (3.798)	0.044* (7.092)	-0.008 (0.325)	0.029* (6.238)
Drugi rok	0.152* (4.245)	0.048* (7.048)	0.039* (5.207)	0.056* (9.924)	0.086* (3.126)	0.058* (4.251)	0.079* (6.945)	0.059* (9.985)
Trzeci rok	0.109* (3.448)	0.025* (2.423)	0.021* (2.815)	0.054* (7.486)	0.077* (2.668)	0.062* (3.641)	0.068* (7.782)	0.054* (8.759)
Finansowanie przez bank w 1993 r	-0.011 (0.827)	-0.023* (2.568)	0.125* (9.537)	-0.043* (6.745)	-0.011 (0.839)	-0.018 (0.285)	-0.011 (0.329)	-0.004 (0.896)
Finansowanie przez bank w 1994 r	-0.010 (1.285)	0.008 (0.135)	0.139* (9.892)	0.012** (1.768)	-0.055* (3.621)	0.010 (0.118)	0.009 (0.542)	0.008 (1.038)
Finansowanie przez bank w 1995 r	-0.028 (0.987)	0.018* (3.048)	0.116* (9.976)	0.015 (1.095)	-0.037* (2.335)	0.021* (3.285)	0.021** (1.857)	0.013* (1.978)
Liczba przedsiębiorstw	828	706	1044	1066	1064	883	763	6354
Rozmiar próby	2484	2118	3132	3198	3192	2649	2289	19062
Skorygowane R ²	0.682	0.907	0.839	0.769	0.629	0.672	0.826	0.798

W nawiasach podano rozkład t-Studenta

** Istotne na poziomie 90%

* Istotne na poziomie 95%

Tablica A2: Wpływ koncentracji struktury własności w Czechach

(Zmienne zależna: współczynnik Q Tobina, Rentowność, regresja panelowa, model czynników losowych)

Zmienna zależna	Regresja I		Regresja II		Regresja III	
	Q Tobina	Rentowność	Q Tobina	Rentowność	Q Tobina	Rentowność
Leverage	0,061 (13,462)*	-0,005 (4,618)*	0,059 (13,402)*	-0,005 (4,457)*	0,059 (13,432)*	-0,005 (4,459)*
Zmienna zero-jedynkowa dla pierwszego etapu	0,120 (6,178)*	0,003 (0,306)	0,053 (2,415)*	0,006 (1,251)	0,051 (2,285)*	0,008 (1,192)
Koncentracja (wskaźnik Herfindahl'a)	0,217 (2,185)*	0,014 (0,648)	0,041 (0,116)	-0,061 (1,937)*	0,011 (0,142)	-0,095 (1,952)*
Według form własności:						
Fundusze inwestycyjne sponsorowane przez bank			0,398 (4,415)*	0,028 (1,415)	0,303 (3,305)*	0,018 (0,415)
Fundusze inwestycyjne nie sponsorowane przez bank			0,068 (0,679)	0,011 (0,452)	0,068 (0,705)	0,011 (0,468)
Fundusz Majątku Narodowego			0,311 (1,891)**	0,024 (0,742)	0,312 (1,598)	0,022 (0,741)
Lokalni inwestorzy strategiczni			-0,215 (1,574)	0,059 (1,639)	-0,215 (1,568)	0,053 (1,642)**
Zagraniczni inwestorzy strategiczni			-0,048 (0,289)	0,118 (2,807)*	-0,033 (0,204)	0,122 (2,845)*
Zmienna zero-jedynkowa konfliktu interesów					0,123 (4,065)*	0,0138 (1,686)**
Zmienne zero-jedynkowe dotyczące sektora	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
Zmienne zero-jedynkowe dotyczące roku	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
Liczba przedsiębiorstw	706	706	706	706	706	706
Rozmiar próby	2824	2824	2824	2824	2824	2824
Skorygowane R ²	0,182	0,079	0,209	0,103	0,216	0,104

W nawiasach podano rozkład t-Studenta

** Istotne na poziomie 90%

* Istotne na poziomie 95%

Tablica A3: Kategorie bułgarskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	828	351	117	124	191	45
Zatrudnienie (tys.)	314.042	140.168	41.963	52.146	68.772	10.993
Zatrudnienie (%)	100,00	44,63	13,36	16,60	21,90	3,50
Nieopłacone kredyty (%)	100,00	32,11	10,25	18,52	26,58	12,54
Przychód ze sprzedaży (mld lewa)	277.610	169.494	30.433	37.627	31.911	8.143
(% przychodu)						
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	74,19%	71,90%	75,14%	68,48%	82,16%	113,49%
= Wynik operacyjny	25,81%	28,10%	24,86%	31,52%	17,84%	-13,49%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	15,41%	13,18%	17,67%	15,51%	24,75%	16,26%
= Operacyjny „cash flow”	10,40%	14,92%	7,19%	16,02%	-6,92%	-29,75%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	9,32%	3,49%	4,36%	26,39%	24,21%	11,81%
= „Cash flow” po obsłudze długu	1,08%	11,42%	2,83%	-10,38%	-31,12%	-41,56%
<i>minus amortyzacja</i>	3,14%	2,68%	4,90%	2,39%	4,10%	5,73%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	-2,06%	8,74%	-2,07%	-12,77%	-35,22%	-47,29%
<i>minus podatek dochodowy</i>	2,24%	3,50%	0,52%	0,15%	0,07%	0,55%
= Dochód netto po opodatkowaniu	-4,30%	5,24%	-2,59%	-12,92%	-35,29%	-47,83%

Tablica A4: Kategorie czeskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	706	509	124	49	15	9
Zatrudnienie (tys.)	829.312	609.710	155.827	49.924	8.459	5.392
Zatrudnienie (%)	100,00	73,52	18,79	6,02	1,02	0,65
Nieopłacone kredyty (%)	100,00	66,20	16,57	15,92	0,11	1,21
Przychód ze sprzedaży (mln koron)	568.307	463.680	77.731	22.350	2.951	1.593
(% przychodu)						
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	69,61%	69,39%	68,52%	77,91%	68,83%	101,27%
= Wynik operacyjny	30,39%	30,61%	31,48%	22,09%	31,17%	-1,27%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	14,19%	12,87%	21,17%	16,91%	34,33%	9,62%
= Operacyjny „cash flow”	16,20%	17,74%	10,31%	5,18%	-3,16%	-10,99%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	3,40%	2,63%	4,79%	14,44%	5,93%	4,38%
= „Cash flow” po obsłudze długu	12,80%	15,11%	5,52%	-9,26%	-9,09%	-15,37%
<i>minus amortyzacja</i>	5,37%	5,02%	7,13%	6,50%	8,85%	4,22%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	7,43%	10,09%	-1,61%	-15,76%	-17,94%	-19,59%
<i>minus podatek dochodowy</i>	3,21%	3,91%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
= Dochód netto po opodatkowaniu	4,22%	6,18%	-1,60%	-15,76%	-17,94%	-19,59%

Tablica A5: Kategorie węgierskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	1.044	678	132	78	114	42
Zatrudnienie (tys.)	428.645	299.408	60.567	26.619	41.150	901
Zatrudnienie (%)	100,00	69,85	14,13	6,21	8,96	0,85
Niespłacone kredyty (%)	100,00	74,52	16,75	3,12	4,27	1,34
Przychód ze sprzedaży (mln forintów)	2.072.311	1.550.089	325.353	122.059	50.223	24.587
(% przychodu)						
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	71,41%	69,22%	70,82%	75,42%	84,25%	103,34%
= Wynik operacyjny	28,59%	30,78%	29,18%	24,58%	15,75%	-3,34%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	14,42%	13,24%	16,35%	18,24%	19,87%	16,32%
= Operacyjny „cash flow”	14,17%	17,54%	12,83%	6,34%	-4,12%	-19,66%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	6,69%	5,42%	8,53%	11,28%	11,16%	9,87%
= „Cash flow” po obsłudze długu	7,48%	12,12%	4,30%	-4,94%	-15,28%	-29,53%
<i>minus amortyzacja</i>	5,21%	6,23%	5,87%	6,98%	4,48%	5,64%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	2,27%	5,89%	-1,57%	-11,92%	-19,76%	-35,17%
<i>minus podatek dochodowy</i>	1,03%	3,24%	1,24%	0,00%	0,00%	0,00%
= Dochód netto po opodatkowaniu	1,24%	2,65%	-2,81%	-11,92%	-19,76%	-35,17%

Tablica A6: Kategorie rumuńskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	1092	277	137	104	447	127
Zatrudnienie (tys.)	2.121.102	503.220	338.319	192.914	854.550	232.099
Zatrudnienie (%)	100,00	23,72	15,95	9,09	40,29	10,94
Niespłacone kredyty (%)	100,00	12,54	9,98	11,47	52,35	13,66
Przychód ze sprzedaży (mld lei)	46.013	12.442	10.396	7.937	10.385	4.851
(% przychodu)						
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	80,73%	68,05%	73,39%	82,49%	78,36%	131,18%
= Wynik operacyjny	19,27%	31,95%	26,61%	17,51%	21,64%	-31,18%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	24,42%	20,02%	21,37%	12,63%	42,83%	22,16%
= Operacyjny „cash flow”	-5,15%	11,93%	5,24%	4,88%	-21,19%	-53,35%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	3,81%	0,58%	2,00%	9,08%	4,04%	6,88%
= „Cash flow” po obsłudze długu	-8,97%	11,35%	3,24%	-4,20%	-25,22%	-60,22%
<i>minus amortyzacja</i>	5,65%	5,61%	6,93%	4,60%	6,22%	3,53%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	-14,62%	5,74%	-3,70%	-8,80%	-31,44%	-63,75%
<i>minus podatek dochodowy</i>	1,53%	3,55%	0,68%	0,69%	0,93%	0,84%
= Dochód netto po opodatkowaniu	-16,15%	2,19%	-4,38%	-9,48%	-32,37%	-64,59%

Tablica A7: Kategorie słowackich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	905	319	250	80	241	15
Zatrudnienie (tys.)	578.737	322.241	157.648	41.958	53.301	3.589
Zatrudnienie (%)	100,00	55,68	27,24	7,25	9,21	0,42
Niespłacone kredyty (%)	100,00	51,09	18,87	12,01	16,60	1,44
Przychód ze sprzedaży (mln koron) (% przychodu)	339.328	247.985	49.900	17.339	23.123	979
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	67,58%	67,45%	61,40%	74,82%	74,85%	115,59%
= Wynik operacyjny	32,42%	32,55%	38,60%	25,18%	25,15%	-15,59%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	16,87%	12,33%	28,55%	22,32%	35,95%	26,67%
= Operacyjny „cash flow”	15,55%	20,22%	10,05%	2,86%	-10,80%	-42,27%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	1,02%	-0,68%	3,49%	8,15%	7,77%	20,94%
= „Cash flow” po obsłudze długu	14,52%	20,90%	6,56%	-5,29%	-18,57%	-63,20%
<i>minus amortyzacja</i>	6,89%	5,63%	10,20%	7,96%	12,10%	16,29%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	7,63%	15,27%	-3,64%	-13,25%	-30,67%	-79,50%
<i>minus podatek dochodowy</i>	4,84%	6,50%	0,38%	0,31%	0,22%	0,36%
= Dochód netto po opodatkowaniu	2,79%	8,77%	-4,02%	-13,56%	-30,89%	-79,85%

Tablica A8: Kategorie słoweńskich firm według osiągniętych zysków/strat w 1995 r.

	Wszystkie firmy	Kategoria A	Kategoria B	Kategoria C	Kategoria D	Kategoria E
Liczba firm	727	508	86	70	52	11
Zatrudnienie (tys.)	219.959	141.636	37.173	19.805	17.263	4.082
Zatrudnienie (%)	100,00	64,39	16,90	9,00	7,85	1,86
Niespłacone kredyty (%)	100,00	68,93	18,25	7,85	4,21	0,76
Przychód ze sprzedaży (mln tolarów) (% przychodu)	2.368.239	1.795.788	252.715	192.054	96.185	31.494
Przychód ze sprzedaży	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>minus koszty materiałów i energii</i>	78,47%	77,77%	74,65%	80,83%	86,38%	110,44%
= Wynik operacyjny	21,53%	22,23%	25,35%	19,17%	13,62%	-10,44%
<i>minus płace wraz z obciążeniami</i>	12,17%	11,38%	15,79%	11,70%	18,58%	11,87%
= Operacyjny „cash flow”	9,36%	10,86%	9,56%	7,47%	-4,96%	-22,31%
<i>minus obciążenia finansowe netto</i>	4,86%	3,46%	6,15%	12,38%	10,38%	11,49%
= „Cash flow” po obsłudze długu	4,50%	7,40%	3,41%	-4,91%	-15,34%	-33,80%
<i>minus amortyzacja</i>	4,49%	4,33%	6,62%	3,47%	3,82%	4,95%
= Dochód netto przed opodatkowaniem	0,01%	3,07%	-3,21%	-8,38%	-19,17%	-38,75%
<i>minus podatek dochodowy</i>	0,32%	0,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
= Dochód netto po opodatkowaniu	-0,31%	2,64%	-3,21%	-8,38%	-19,17%	-38,75%

Przypisy

- ¹ W tym Claessens i wsp. (1997a), Claessens i wsp. (1997b), Djankov i Pohl (1997) oraz Djankov i Hoekman (1997).
- ² Pierwotne badanie, Pohl i wsp. (1996) uwzględniało dane na poziomie przedsiębiorstw w Bułgarii, Czechach, Słowacji, na Węgrzech i w Polsce.
- ³ Djankov i Pohl (1997a).
- ⁴ Zob. Carlin i wsp. (1995).
- ⁵ Analiza przeprowadzona ostatnio przez Djankowa i Hoekmana (1997b) przedstawia alternatywny sposób w jaki czeskie firmy dotarły do zagranicznej technologii. W wielu przypadkach firmy podpisały na podwykonawstwo, głównie z partnerami niemieckimi i austriackimi, które stały się początkiem spółek typu joint venture. W ramach tych umów, partnerzy zagraniczni doradzali czeskim menedżerom w sprawach zastosowania odpowiednich technologii i doboru kooperantów, a także często szkoliły pracowników w zakresie obsługi nowych urządzeń.
- ⁶ Pominięcie tych firm w związku z niekompletnymi danymi miało charakter przypadkowy i nie zniekształcało obrazu próby. Zniekształcenie takie miałyby miejsce, gdyby pominięte firmy były zdominowane przez przedsiębiorstwa osiągające najgorsze wyniki, np. duże firmy deficytowe, które zaprzestały produkcji lub zostały zlikwidowane. W takim przypadku, ocena poziomu restrukturyzacji w Bułgarii, na Węgrzech i w Polsce byłaby zawyżona, gdyż w krajach tych stosunkowo najwięcej przedsiębiorstw wyłączono w próby.
- ⁷ Główne korekty danych wprowadzono w związku ze zmianami w systemie księgowania zapasów (na początku analizowanego okresu, wzrost zapasów był odnotowywany jako sprzedaż) oraz z faktem, że subsydia rządowe traktowano jako sprzedaż.
- ⁸ Udziały procentowe w Tabelicy 4 nie są identyczne z udziałami przedstawionymi w Tabelicy 3, gdyż w przypadku Tabelicy 3 są one w przypadku Polski ważone wielkością zatrudnienia.
- ⁹ Metody mierzenia wydajności pracy i całkowitej produktywności czynników produkcji opisano szczegółowo w Claessens i in. (1997b).
- ¹⁰ Za sprywatyzowane uznaje się firmy, których ponad jedna trzecia akcji znajdowała się w rękach prywatnych przed 1995 r.
- ¹¹ Wywiady z menedżerami funduszy inwestycyjnych w Czechach (marzec 1997) i na Słowacji (grudzień 1997).
- ¹² Trend (1996).
- ¹³ Szerzej na ten temat pisze Coffee (1996). Jak wynika z wywiadów przeprowadzonych przez autorów z przedstawicielami pięciu największych funduszy inwestycyjnych sponsorowanych przez banki (Marzec 1996), dwa fundusze utrzymywały ściśle związki z bankami, zaś pozostałe trzy działały w sposób niezależny.
- ¹⁴ Dla konkretnego przedsiębiorstwa: współczynnik Q Tobina = [wartość rynkowa + całkowite zadłużenie]/[aktywa trwałe netto + zapasy]. Wyniki są podobne przy zastosowaniu innych mierników, jak np. rentowność.
- ¹⁵ Prawidłowość ta nie sprawdza się w przypadku posiadania przez pojedynczego inwestora więcej niż 50% akcji przedsiębiorstwa. Jest to wynikiem słabej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w Czechach. Wyniki wcześniejszej analizy są opisane w: Claessens (1997).
- ¹⁶ Claessens i in. (1997b).
- ¹⁷ Być może jednak miernik ten wyolbrzymia trudności finansowe firmy w okresach wysokiej inflacji. W takiej sytuacji stopy procentowe muszą wzrosnąć, aby zrekomensować kredytodawcy spadek wartości udzielonej pożyczki. Wysoka stopa procentowa jest częściowo spłatą raty kapitałowej. W konsekwencji tego stanu rzeczy, wysokie stopy procentowe zmuszają przedsiębiorstwa do jak najszybszej spłaty długu wraz z odsetkami. Jest zatem możliwe, że np. sytuacja finansowa przedsiębiorstw rumuńskich i bułgarskich okaże się nie tak zła jak przedstawiono to na Rys. 7.
- ¹⁸ Na temat bułgarskich przedsiębiorstw postępujących w ten sposób zob. Kotzeva i Perotti (1996).
- ¹⁹ Odnośnie doświadczeń węgierskich w tym względzie zob. Grey i in. (1996).
- ²⁰ W przeciwieństwie do oszacowanej liczby przedsiębiorstw nie będących w stanie obsługiwać zadłużenia (Rys. 7), szacunek udziału „złych kredytów” nie jest zniekształcony przez inflację, ponieważ posługujemy się szacunkiem realnego cash flow.
- ²¹ Jest to prosta średnia realnej bankowej stopy procentowej w pięciu krajach (w oparciu o wskaźnik cen produkcji przemysłowej) oszacowana w Borish i in. (1996), Tablica 14, s. 58.