

EFEKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA A ZMIANY STRUKTURY WŁASNOŚCI W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH¹

(wersja robocza)

Richard Woodward, Piotr Kozarzewski²

1. Wprowadzenie

Prywatyzacja w gospodarkach przejściowych jest częstym tematem opracowań. Jednakże do tej pory niewiele uwagi poświęcono po-prywatyzacyjnym zmianom w strukturach własnościowych sprywatyzowanych spółek i ich potencjalnemu związkowi z nadzorem korporacyjnym. Niniejsze opracowanie analizuje zagadnienia po-prywatyzacyjnych zmian w strukturach własnościowych, czyli „wtórną prywatyzacją”, jak zjawisko to nazwała Barbara Błaszczuk. Badaniu poddane zostały dwie grupy polskich spółek.

Pierwsza grupa składa się z 84 spółek wybranych spośród 500 największych sprywatyzowanych spółek w Polsce. Druga to spółki sprywatyzowane wskutek prywatyzacji pracowniczej (lub pracowniczo-kierowniczej), często nazywanej tak dla uproszczenia.³ Jest to metoda prywatyzacji, w której przedsiębiorstwo państwowe zostaje zlikwidowane, a jego majątek wydzierżawiony spółce, zobowiązanej wedle prawa zatrudnić przynajmniej połowę dotychczasowych pracowników likwidowanego przedsiębiorstwa. Do 31 grudnia 1998 roku około tysiąca przedsiębiorstw państwowych sprywatyzowano tą metodą; w większości były to firmy małe i średnie zatrudniające mniej niż 500 pracownikami (CSO, 1999; Kozarzewski et al., 2000).

W niniejszym opracowaniu te dwie grupy spółek nazywać będziemy odpowiednio: „84 duże spółki” i „leasingi pracownicze”.

Plan jest następujący. Najpierw przedstawimy krótkie podsumowanie wyników poprzednich analiz zaprezentowanych w pracy pt. „Nadzór Korporacyjny i Wtórna Prywatyzacja w Polsce”, gdzie omawiane były takie istotne dla tematu zagadnienia, jak: struktura własnościowa sprywatyzowanych spółek, jej przemiany w ciągu lat ‘90, czy czynniki warunkujące zmiany. Wyżej wymieniona praca dotyczy również efektywność gospodarcza tych spółek i składu organów nadzoru korporacyjnego, czyli rad nadzorczych i zarządu (jakie organizacje reprezentowane są w radach nadzorczych? czym wcześniej zajmowali się członkowie zarzą-

¹ Opracowanie przygotowano w ramach projektu badawczego „Partnerstwo dla corporate governance i wtórnej prywatyzacji w okresie transformacji” ze środków finansowych Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego (USAID), kontrakt SEGIR EP nr. PCE-I-00-00-00014-00, ref. Russia Task Order No. 803 Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project. Zawarte w opracowaniu opinie, konkluzje i wnioski wyrażają osobiste poglądy autora i niekoniecznie odzwierciedlają stanowisko Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego. Tłumaczenie z języka angielskiego: Justyna Gieżyńska.

² CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

³ Pragniemy podziękować Marii Jarosz z Polskiej Akademii Nauk za uprzejme zezwolenie nam na użycie bazy danych o leasingach pracowniczych, stworzonej na potrzeby projektu badawczego pod jej kierownictwem. Richard Woodward pragnie także podziękować Irajowi Hoshi za jego rady na temat analizy endogeniczności własności.

du?). W następnej części przedstawiamy wyniki analizy ekonometrycznej zależności pomiędzy efektywnością a ewolucją struktury własnościowej, skupiając się na koncentracji i odpowiednich rolach trzech rodzajów właścicieli: menadżerów, pracowników na niekierowniczych stanowiskach (zwykłych pracowników) i zewnętrznych inwestorów strategicznych. Odnosząc się do debaty o tym, czy zmienne własności są egzogenne czy endogenne względem efektywności gospodarczej, przetestowane zostaną hipotezy dotyczące wpływu struktury własności na efektywność i odwrotnie. Na koniec przedstawimy podsumowanie wniosków.

Dane użyte w poniższej analizie zostały opisane w aneksie. Objasnienie skrótów określających zmienne zamieściliśmy w załączniku.

2. Krótkie omówienie własności, efektywności i nadzoru korporacyjnego

2.1. Osiemdziesiąt cztery duże spółki

Struktura własnościowa tych spółek jest w znacznym stopniu zdominowana przez outsiderów; średnio⁴, insiderzy posiadali tylko 12,7% akcji na początku 1998 roku, a wartość ta obniżyła się do 11,4% dwa lata później. W dwóch trzecich spółek menadżerowie w ogóle nie dysponowali akcjami, a inni pracownicy nie posiadali żadnych akcji w połowie badanych spółek. Menadżerowie i inni pracownicy posiadali udział większościowy tylko w 5% spółek. Inwestorzy zagraniczni byli największymi akcjonariuszami i stanowili jedyny rodzaj akcjonariuszy, który zyskał znacznie w latach 1998 – 2000 (ich przeciętny udział wzrósł z 19,8% na początku roku 1998 do 26,1% na początku 2000 r.). Drugim, co do wielkości, rodzajem akcjonariuszy były krajowe osoby prywatne; jednakże ilość posiadanych przez nich akcji powoli zmniejszała się. Przeciętny udział krajowych spółek przemysłowych wzrósł z 9,2% na początku 1998 r. do 10,5% na początku roku 2000, podczas gdy przeciętny udział instytucji finansowych (banki i fundusze inwestycyjne) spadł z 14,6% na początku 1998 r. do 11,1% na początku roku 2000. Wreszcie, państwo utrzymało swój przeciętny udział na poziomie około 8%.

Koncentracja własności była bardzo wysoka i wciąż rosła. Średnio, największy akcjonariusz posiadał udział większościowy, a pozostałych pięciu największych akcjonariuszy posiadało 80% akcji. Ilość spółek, w których największy akcjonariusz miał udział większościowy wzrastała powoli podczas całego rozpatrywanego tu przedziału czasowego. Poziom koncentracji był najwyższy w spółkach, w których największym akcjonariuszem był inwestor zagraniczny. Najmniejsza koncentracja miała miejsce w spółkach zdominowanych przez insiderów.

W roku 2000 spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych miały największe dochody, zasoby i zatrudnienie, a także najwyższy zysk brutto i netto oraz inwestycje. Ich wydatki na eksport oraz na prace badawczo-rozwojowe były dwa razy wyższe od średniej dla całej badanej grupy. Spółki kontrolowane przez krajowych akcjonariuszy instytucjonalnych także należały do największych pod względem zatrudnienia, lecz ich dochody były względnie małe, zatem spółki nie przynosiły dochodów. Jednak spółki te niewiele ustępowały zagranicznym spółkom w inwestycjach i wydatkach na prace badawczo-rozwojowe. Spółki kontrolowane przez krajowych outsiderów – inwestorów indywidualnych były mniejsze niż w poprzedniej grupie, lecz były w podobnej sytuacji. Spółki insiderów były najmniejsze pod względem zatrudnienia, a ich polityka była najbardziej nakierowana na konsumpcję (posiadały one największe fundusze płac, najwyższe dywidendy oraz najniższy poziom inwestycji, a

⁴ Są to średnie nieważone.

także wydatków na prace badawczo-rozwojowe i eksport). Wstępna analiza podpowiada postawienie hipotezy, że efektywność jest bardziej uzależniona od rodzaju dominującego akcjonariusza niż od poziomu koncentracji (podobne wyniki, na podstawie rygorystycznej analizy ekonometrycznej, znaleźć można w badaniach próby czeskich spółek; zob. Kocenda, Valachy, 2003).

Typowy skład rady nadzorczej ogólnie odpowiada typowej strukturze własności w spółce, z paroma różnicami. Jeśli przyrównać reprezentację insiderów w radzie nadzorczej do ich udziałów własnościowych, to reprezentacja wyższego kierownictwa wydaje się być nieproporcjonalnie niska (jest to zrozumiałe ze względu na istotę rady nadzorczej jako organu monitorującego działania wyższego kierownictwa), podczas gdy występuje nadreprezentacja innych pracowników. Tak samo nieproporcjonalnie niska jest reprezentacja inwestorów zagranicznych w spółkach przez siebie kontrolowanych, choć w innych grupach spółek są oni reprezentowani aż nadto. Banki są nadreprezentowane, szczególnie w spółkach kontrolowanych przez krajowych outsiderów – tak indywidualnych jak i instytucjonalnych. Zatem można stwierdzić, że generalnie dwie najsilniejsze grupy (menadżerowie i inwestorzy zagraniczni) występują mniej licznie niż by to wynikało z ich udziału we własności, podczas gdy pracownicy i outsiderzy są nadreprezentowani. Fakt ten można zinterpretować jako dowód na to, że rada nadzorcza pełni rolę tak reprezentacji interesariuszy (*stakeholders*) jak i akcjonariuszy.

Na koniec należy zaobserwować, czy wyższe kierownictwo (członkowie zarządu) zostali zatrudnieni spośród pracowników spółki czy też z zewnątrz. Można by się spodziewać, że elity są najsilniej ukorzenione w spółkach insiderskich, podczas gdy firmy z udziałem kapitału zagranicznego częściej wprowadzają nową wiedzę do zarządów poprzez wybieranie outsiderów. Jednakże wyniki zaobserwowane na próbie 84 dużych spółek są niezwykle zaskakujące. Relatywnie mała liczba menadżerów o insiderskim pochodzeniu w spółkach, w których insiderowie są właścicielami jest zadziwiająca – prezesi takich spółek mieli zazwyczaj pochodzenie outsiderskie, a w jednej trzeciej tych spółek wcale nie było insiderów w zarządzie. Natomiast w więcej niż połowie zagranicznych spółek prezesi byli insiderami.

2.2 Leasing pracownicy

Zaraz po prywatyzacji insiderzy byli właścicielami średnio 92% akcji w próbie leasingów pracowniczych, a w 95% tych spółek insiderzy posiadali ponad 50% akcji. Udział zwykłych pracowników stale spadał, z 58,7% zaraz po prywatyzacji do 31,5% w roku 1999. Warto jednakże zauważyć, że pomimo powszechnego sprzedawania akcji przez zwykłych pracowników do roku 1999 tylko w 6% spółek ta grupa właścicieli znikła zupełnie. W większości spółek zwykli pracownicy pozostali posiadaczami przynajmniej mniejszych pakietów akcji. Podczas gdy zwykli pracownicy tracili swe akcje, ilość akcji w rękach outsiderów wzrosła pięciokrotnie (od 7,6% do 38,5%). Prawie wszyscy z nich to inwestorzy krajowi; tylko trzy spółki miały inwestorów zagranicznych (w dwóch przypadkach byli to inwestorzy strategiczni). Duża część akcji outsiderów to udziały skoncentrowane: właściciele, o których ankietowani mówili „inwestorzy strategiczni”, rozporządzali 44,4% akcji outsiderów. Istnieje także duża grupa spółek prywatnych i przedsiębiorców (18,7%).

Inwestorzy strategiczni byli na ogół zaangażowani w prywatyzację spółek mniejszych niż przeciętne, podczas gdy procent akcji należących do zwykłych pracowników w czasie prywatyzacji był zwykle wyższy w większych spółkach. Do roku 1999 sytuacja ta zmieniła się: obecność inwestorów strategicznych w mniejszych firmach była widoczna podczas prywatyzacji, a w roku 1999 obecność ta zaznaczyła się także w dużych spółkach. Wydaje się niezwykle interesujące, że w spółkach, które znalazły inwestora strategicznego po prywatyzacji, wyższe kierownictwo posiadało o wiele mniej akcji w czasie prywatyzacji niż w przypadku tych spółek, które inwestora strategicznego później nie znalazły.

Wcześniejsze opracowania pokazują, że w pierwszej połowie lat 90-tych menadżerowie chętnie kupowali akcje od zwykłych pracowników i powiększali swoje holdingi.⁵ Ostatnio pozycja personelu menedżerskiego ustabilizowała się, a nawet zaczęli oni tracić wpływy.

W przeciętnej spółce do roku 1998 największy akcjonariusz posiadał ponad jedną czwartą wszystkich akcji spółki. Wskazuje to na całkiem spory stopień koncentracji w przeciętnej spółce. Tak jak w próbie 84 dużych spółek, koncentracja rośnie.

Kilka czynników wpływa na kierunek i dynamikę zmian w strukturach własnościowych, m.in.: przynależność do sektora, rozmiar spółki, struktura własnościowa zaraz po prywatyzacji i in., lecz ze wstępnej analizy wynika, że najważniejszym czynnikiem determinującym dynamikę zmian w strukturach własnościowych spółek jest ich sytuacja gospodarcza. Gdy spółka radzi sobie dobrze, to wewnętrzne relacje w spółce są stabilne, a żaden z głównych aktorów nie ma motywacji, aby tę stabilność burzyć. Kiedy spółka przeżywa poważne kłopoty gospodarcze, to aktorzy zaczynają szukać innych rozwiązań. Najbardziej oczywistym rozwiązaniem jest znalezienie zewnętrznego inwestora, który wniesie świeży kapitał. Gdy najwięksi akcjonariusze spółki muszą dokonać wyboru pomiędzy przetrwaniem spółki a zachowaniem swoich akcji, to na ogół wybierają przeżycie spółki starając się jednak zachować część akcji dla siebie. Jednakże przyszłość spółki nie ma aż takiego znaczenia dla zwykłych pracowników, którzy w czasach trudnych dla spółki tracą wszelką motywację do zatrzymywania swoich akcji. Wcześniejsze badania wskazują na silną korelację dodatnią pomiędzy brakiem dywidend a sprzedawaniem akcji przez zwykłych pracowników (Kozarzewski, 1999).

Przeciętnie, dominacja struktury własności przez menadżerów ma miejsce w relatywnie niewielkich spółkach, podczas gdy inwestorzy strategiczni działają w spółkach, których średnie zatrudnienie jest powyżej średniej badanej grupy. Jest to prawdopodobnie związane z tym, że osoby indywidualne bądź małe grupy osób miały więcej trudności z kupnem dużych pakietów akcji dużych spółek niż małych (należy w szczególności pamiętać o niewielkich osobistych oszczędnościach na początku transformacji).

Finansowe osiągnięcia spółek pracowniczych wydają się na ogół być dosyć dobre. Wskaźniki rentowności dla średniego polskiego leasingu pracowniczego są bliskie, a czasem nawet lepsze od średnich wskaźników dla spółek sprywatyzowanych metodami komercyjnymi. Są one jednocześnie wyższe od wskaźników przedsiębiorstw państwowych i spółek biorących udział w programie NFI. Warto jednakże zaznaczyć, iż indeks rentowności z roku na rok stale spada.

Rezultat raczej zaskakujący to kompletny brak korelacji pomiędzy udziałami inwestorów strategicznych i ich wzrostem z jednej strony a inwestycjami czy spłacaniem dzierżawy z drugiej. Innymi słowy, nie istnieje statystyczny dowód na to, że obecność inwestora strategicznego naprawdę prowadzi do większych inwestycji. Dla kontrastu należy podać, że w roku 1999 (ale nie w 1997) miała miejsce dodatnia korelacja pomiędzy koncentracją w rękach kierowniczych a wydatkowaniem na inwestycje.

Istnieje dodatnia korelacja pomiędzy wartością projektów inwestycyjnych a braniem kredytu w celu ich sfinansowania. Takie zjawisko zdaje się popierać twierdzenie, że brak dostępu do kredytu stanowi jedno z ważniejszych wyjaśnień niskiej skali inwestycji w spółkach pracowniczych w Polsce. Rzecz interesująca, używanie kredytu nie zależy od rozmiaru spółki. Jednakże, wydatki na inwestycje znajdowały się w korelacji dodatniej z rozmiarem spółki, mierzonej wielkością zatrudnienia.

Zarząd zdominowany jest przez osoby, które zarządzały przedsiębiorstwem przed prywatyzacją, kiedy należało ono jeszcze do państwa. W przeciwieństwie do ogólnego pojęcia na temat procesu „outsideryzacji” własności, pozycja insiderów w radach nadzorczych (mierzo-

⁵ Zob. także Gardawski (1996) i Kozarzewski (1999).

na przez dominację ilościową składu rady) pozostaje raczej silna. Jednocześnie można zaobserwować rodzaj polaryzacji: występują rady o charakterze czysto “insiderskim” i czysto “outsiderskim”.

Rada nadzorcza zazwyczaj nie używa wszystkich dostępnych jej uprawnień wynikających z prawa spółek i statutów. Rozszerzenie działalności rady nadzorczej widać najczęściej w spółkach przeżywających trudności gospodarcze. Ogólnie rzecz biorąc, nieznaczna rola właścicieli w procesie podejmowania decyzji daje dużo do myślenia. Właściciele podejmują decyzje najczęściej wtedy, gdy własność koncentruje się w rękach strategicznego inwestora zewnętrznego. Rola właścicieli w podejmowaniu decyzji wzrasta również w spółkach przynoszących straty (dzieje się to kosztem uprawnień zarządu i rady nadzorczej). Dlatego należy przyjąć, że autorytet wyższego kierownictwa jest zazwyczaj w takich spółkach bardzo silny, a inne podmioty nie starają się go podważyć.

3. Efektywność a własność: analiza ekonometryczna

3.1. Produktywność a struktura własnościowa

Niżej przedstawiamy analizę funkcji produkcji na wzór kilku wcześniejszych prac dotyczących zależności pomiędzy uczestnictwem pracowników a wydajnością. Idealnie, oszacuje się następującą zlogarytmowaną funkcję produkcji typu Cobba-Douglasa:

$$\ln V_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln K_{it} + \alpha_2 \ln L_{it} + \alpha_3 Z_{it} + \alpha_4 X_{it} + \mu_{it}$$

gdzie V to wartość dodana; K i L to, odpowiednio, kapitał i zatrudnienie; X to wektor zmiennych branżowych i zmiennych specyficznych dla przedsiębiorstwa, takich jak zmienna zero-jedynkowa dla roku produkcji; Z to wektor zmiennych własnościowych; firmy określone są poprzez indeks dolny i ; czas w latach to t , a reszta to μ . Jednakże z powodu trudności w skonstruowaniu miary wartości dodanej na podstawie dostępnych danych oraz ponieważ w wielu pracach o wydajności siły roboczej w gospodarkach przejściowych badacze uznali, że przychody ze sprzedaży dają lepsze rezultaty w analizie ekonometrycznej wydajności⁶ niż wartość dodana, niniejsza praca także stosuje przychody zamiast wartości dodanej (stosujemy przychód ogółem a nie przychody ze sprzedaży, ponieważ przychody ze sprzedaży nie były dostępne dla 84 dużych spółek).

Modele szacujemy używając metody najmniejszych kwadratów (OLS). Normalnie, endogeniczność niezależnych zmiennych uniemożliwiłaby użycie metody OLS. Jednakże badacze zajmujący się zależnościami pomiędzy partycypacją pracowniczą a wydajnością używają tej techniki, ponieważ jest ona mniej wrażliwa na błędy w specyfikacji niż metody równań łącznie współzależnych.⁷

Tabela 1 zawiera oddzielnie wyniki dla wszystkich spółek, 84 dużych spółek i dla leasingów pracowniczych.

Współczynnik CON1 (tzn. procent akcji spółki posiadanych przez największego akcjonariusza) jest wszędzie dodatni, ale znaczący tylko w przypadku leasingów pracowniczych. Współczynnik na obecność inwestora strategicznego (SI) jest ujemny z wyjątkiem 84 dużych spółek; jednakże ten współczynnik nigdzie nie jest znaczący.

⁶ Zob. na przykład Brada, Singh (1995), Grosfeld, Nivet (1998), Woodward (1999).

⁷ Użycie OLS w celu oszacowania funkcję produkcji jest ogólnie przyjęte jako właściwe. Zob. Zellner et al. (1966).

Tabela 1

Szacunki efektów produktywnościowych techniką OLS (użyte zostały dochody zamiast wartości dodanej)

Zmienna	Wszystkie spółki		84 duże spółki		Leasing pracowniczy (1)		Leasing pracowniczy (2)	
	Beta	statystyka-t	Beta	statystyka-t	Beta	statystyka-t	Beta	statystyka-t
YEAR	0,026	0,954	0,022	0,277	0,021	0,964	-0,020	-0,694
YP	0,016	0,724	0,084	0,910	0,021	0,803	0,065	1,858
E15	-0,010	-0,424	0,200*	2,553	-0,059*	-2,301	-0,081*	-2,642
E17	-0,061*	-2,685	-0,137	-1,868	-0,053*	-2,140	-0,056*	-2,011
E18	-0,004	-0,194	-0,014	-0,187	0,000	0,005	-0,012	-0,515
E20	0,002	0,109	-0,011	-0,153	-0,002	-0,079	-0,017	-0,660
E21			0,070	1,052				
E22			0,060	0,975				
E24			,141*	2,022				
E25	-0,089*	-4,604	0,002	0,026	-0,160*	-7,577	-0,087*	-3,383
E26	-0,040*	-2,009	-0,011	-0,158	-0,036	-1,736	-0,057*	-2,283
E27			-,006	-,098				
E28	-0,033	-1,453	0,047	0,617	-0,034	-1,421	-0,011	-0,368
E29	-0,023	-1,128	0,036	0,558	-0,009	-0,421	-0,022	-0,878
E31	-0,020	-1,001			-0,029	-1,381	-0,047	-1,788
E32	-0,036	-1,775	-0,091	-1,386	-0,036	-1,681	-0,011	-0,426
E33							-0,008	-0,351
E34	0,055*	2,605	0,116	1,671	-0,006	-0,244	-0,078*	-2,750
E35	0,014	0,702	-0,044	-0,671			-0,011	-0,458
E36			0,010	0,164				
E37			-0,027	-0,419				
E45	0,026	0,934			,009	,306	-,043	-1,161
E50	0,086*	3,909	0,268*	3,538	0,114*	4,854	0,067*	2,329
E51	0,133*	5,473	0,186*	2,994	0,182*	6,775	0,131*	4,253
E74	-0,003	-0,109	0,010	0,164	-0,012	-0,406	-0,055	-1,555
LOGLAB	0,044	0,958	0,101	1,000	0,148*	3,279	0,164*	3,021
LOGAS	0,925*	17,994	0,66*	7,114	0,802*	17,766	0,772*	15,211
CON1	0,025	0,946	0,063	0,787	0,132*	3,688	0,141*	3,360
SI	-0,014	-0,460	0,094	1,011	-0,057	-1,610	-0,078	-1,875
EB	-0,002	-0,076	0,005	0,088	0,013	0,473	-0,005	-0,139
EMP	0,028	0,891	0,130	1,081	0,019	0,633	0,004	0,125
SBINS	0,036	0,472			0,028	0,381	-0,090	-0,924
SBOU	0,093	1,309	0,068	0,508	0,057	0,814	-0,052	-0,564
TRCON					0,088	1,075	0,081	0,751
TRSI					-0,082	-1,377	-0,104	-1,306
TRM					-0,028	-0,437	-0,014	-0,170
CHAIR	0,030	1,097			0,037	1,309	0,049	1,422
PRES	0,020	0,675					0,016	0,583
EBINS	-0,100	-1,541			-0,090	-1,659		
EBOU	-0,102	-1,510			-0,067	-1,183		
	N=193		N=129		N=160		N=219	
	skorygowany R ² =0,936		skorygowany R ² =0,665		skorygowany R ² =0,945		skorygowany R ² =0,889	

Gwiazdki oznaczają współczynniki, które są statystycznie istotne na poziomie ufności 95%.

W przypadku własności wyższego kierownictwa (EB) i własności pracowniczej (EMP), znaki przy współczynnikach są różne. Tutaj także współczynniki nie są statystycznie istotne. W przypadku leasingów pracowniczych zmienne własności są dynamiczne i pokazują przekształcenia w kierunku skoncentrowanej własności, własności kierowniczej oraz własności

inwestorów strategicznych. Jednakże, żaden z tych współczynników nie jest istotny statystycznie. Podobnie nie są znaczące żadne współczynniki dla zmiennych nadzoru korporacyjnego (mierzące relatywną dominację insiderów i outsiderów nad radą nadzorczą i zarządem). Dlatego jedynym stosunkowo wyraźnym wynikiem wydaje się być dodatnia współzależność pomiędzy dochodami a koncentracją własności w leasingu pracowniczym.

3.2. Endogeniczność własności: Wpływ efektywności na przemiany własnościowe

Część 3.1 pokazała, że struktura własnościowa i zmiany w ramach tej struktury mają wpływ na efektywność (wydajność). Jednakże jest tak samo prawdopodobne, że sytuacja ekonomiczna powinna znaleźć się po prawej stronie znaku równości, a przekształcenia własnościowe po lewej. Oznacza to, że właściciele, którzy pojawiają się lub konsolidują swoje udziały w procesie „wótrnej prywatyzacji”, są umotywowani do tego działania przez sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw, nad którymi zdobywają kontrolę. W tej części przetestujemy endogeniczność własności (tj. hipotezę, że sytuacja ekonomiczna determinuje strukturę własnościową) na podstawie regresji, w których koncentracja własności występuje jako zmienna zależna oraz modelu *probit*, w którym prawdopodobieństwo pojawienia się danego typu struktury własności (dominacja przez inwestora strategicznego, kierownictwo i zwykłych pracowników) w danej spółce jest oszacowane.

Jakie czynniki hipotetycznie wpływają na zmiany w strukturach własnościowych? Opierając się na wcześniejszych badaniach tematu (Demsetz, Lehn, 1985; Himmelberg et al., 1999; Grosfeld, Hoshi, 2003), stawiamy hipotezę, iż poniższe czynniki wpływają na zmiany w strukturach własnościowych w następujący sposób:

Wielkość. Zaobserwowaliśmy, że im większa spółka, tym mniejsze prawdopodobieństwo, że będzie miała skoncentrowaną strukturę własnościową. Z drugiej strony, pewne miary wielkości (np. przychód) mogą odpowiedzieć wielkość rynku firmy i można zaryzykować stwierdzenie, że im większy rynek, tym większe prawdopodobieństwo, że spółka przyciągnie strategicznego, w szczególności zagranicznego, inwestora. Używamy przychodu ogółem jako naszej miary wielkości.

Ryzyko i niepewność. Demsetz i Lehn (1985) dowodzą, że w środowisku rynkowym o dużym stopniu ryzyka monitorowanie menadżerów jest utrudnione i dlatego właściciele mają większą motywację do zdobywania udziałów większościowych, po to, aby mieć większą kontrolę nad poczynaniami menadżerów. Z drugiej strony, można by uznać, że w bardziej ryzykownym środowisku inwestorzy przyjmą podejście portfelowe, inwestując tylko w małe udziały i w ten sposób minimalizując ryzyko. Miarą niepewności jest standardowe odchylenie przychodów ogółem.

Sytuacja ekonomiczna. Im lepsza sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa, tym jest ono atrakcyjniejsze dla potencjalnego inwestora. Ta prosta z pozoru hipoteza wymaga jednak wyjaśnienia. Na przykład, przedsiębiorstwo z trudnościami finansowymi, lecz o dużym rynku może być inwestycyjnie atrakcyjne. Zastosowaliśmy rentowność (stosunek zysku brutto do dochodów) jako miernika sytuacji ekonomicznej.

Rodzaj akcjonariusza. Niektórzy akcjonariusze mają większe szanse stać się inwestorami strategicznymi niż inni. Przykładowo, bardziej prawdopodobne jest zdobycie udziału większościowego przez spółka z tej samej branży niż przez instytucję finansową. Z tego względu dla każdego rodzaju dominującego akcjonariusza podczas prywatyzacji (wyższe kierownictwo, inwestorzy strategiczni i zwykli pracownicy) występuje zmienna zero-jedynkowa.

Upływ czasu od prywatyzacji. Oczywiście, im więcej czasu upływa od prywatyzacji, tym większe prawdopodobieństwo pojawienia się nowego inwestora lub skonsolidowania

udziałów przez obecnych właścicieli. Dlatego analiza zawiera pomiar ilości lat od czasu prywatyzacji.

Wreszcie, zamieszczamy także zmienne zero-jedynkowe dla przemysłu (na podstawie klasyfikacji EKD na poziomie dwóch cyfr), a także poziom zadłużenia (mierzony stosunkiem długów do krótko- i długoterminowych aktywów) i stosunek wydatków na inwestycje do aktywów.

Dla każdej zmiennej policzono średnie wartości za okres 1993 – 1996. Każda ze zmiennych finansowych wyrażona jest w wartościach stałych.

Badania endogenności przekształceń własnościowych w sprywatyzowanych spółkach czeskich, dokonane przez Grosfeld i Hoshi (2003) pokazały, że kluczowymi determinantami koncentracji jest ryzyko podejmowane przez spółkę w swojej działalności. Zmienna, której autorzy użyli do zmierzenia tego ryzyka, to stosunek aktywów materialnych do aktywów ogółem (przyjmując, że im mniejszy udział aktywów niematerialnych w aktywach ogółem, to tym stabilniejsza sytuacja ekonomiczna spółki). Znaleźli oni istotną pozytywną zależność pomiędzy tym stosunkiem a koncentracją. Innymi słowy, im większe podjęte ryzyko, tym mniejsza koncentracja. Autorzy odkryli także, że istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, ażeby większe spółki miały skoncentrowane struktury własnościowe, natomiast inwestorzy korporacyjni mieli na ogół większe udziały.

Niestety, brak danych sprzed 1998 roku nie pozwala na przeprowadzenie tej analizy dla 84 dużych spółek próby. Dlatego analiza dotyczy tylko leasingów pracowniczych.

Wyniki analizy endogeniczności zostaną zamieszczone w tym miejscu.

4. Wnioski

Struktura własnościowa polskich spółek pracowniczych, w szczególności zaraz po prywatyzacji, charakteryzowała się dużymi udziałami rozproszonych właścicieli insiderskich. Później udziały zwykłych pracowników stopniowo zmniejszały się, podczas gdy udziały outsiderów wzrastały. Koncentracja akcji w rękach menadżerów była widoczna od samego początku prywatyzacji. Później jednakże udziały menadżerów ustabilizowały się, a nawet zmniejszyły na korzyść outsiderów.

Próba leasingów pracowniczych stopniowo staje się coraz bardziej heterogeniczna. Obserwujemy trzy główne kierunki zmian w strukturach własnościowych:

- pozostanie rozproszonej struktury własności, tam gdzie dominują insiderzy (zbliżenie do egalitarnej struktury typowej dla spółdzielni pracy);
- konsolidacja własności w rękach elit insiderskich;
- koncentracja własności w rękach inwestorów zewnętrznych.

Jednakże, ogólnie rzecz biorąc, struktura zmienia się powoli i raczej stopniowo. Radykalne zmiany w strukturach własnościowych są rzadkie, a struktury własnościowe wydają się być raczej sztywne. Nie można jednak stwierdzić, że znacząca zmiana nie jest możliwa, kiedy jest to w interesie obecnych właścicieli. (Nowi strategiczni inwestorzy pojawili się w około 10% próby do roku 1998). Niemniej jednak należy zaznaczyć, że istnieje negatywna zależność pomiędzy rozmiarem udziału wyższego kierownictwa a pojawieniem się inwestorów strategicznych: wydaje się, że kiedy menadżerowie zdobywają zdecydowaną kontrolę nad strukturą własnościową spółki, niechętnie się jej pozbywają.

Znaleźliśmy niewiele dowodów na to, że struktura własnościowa wpływa na sytuację ekonomiczną (mierzoną przychodami ogółem). Jedyny wynik statystycznie istotny to dodatni stosunek skoncentrowanej własności do przychodów w leasingach pracowniczych.

Wyniki analizy endogeniczności zostaną zamieszczone w tym miejscu.

Załącznik

Dane

Dane dotyczące 84 dużych firm zostały zebrane w ankiecie przeprowadzonej w 2001 roku jako część projektu pt. "Corporate Governance, Relational Investors, Strategic Restructuring and Performance in Hungary and Poland" sfinansowanego przez Program ACE Phare Unii Europejskiej (umowa nr. P98-1048-R). Spółki zostały wybrane spośród 500 największych spółek w Polsce i zostały sprywatyzowane w latach 1999 – 2000.

Dane dotyczące leasingów pracowniczych zostały zebrane w ramach czteroletnich badań przeprowadzonych przez interdyscyplinarną grupę badaczy pod kierunkiem Prof. Marii Jarosz z Polskiej Akademii Nauk (1997 – 2000), poświęconych bezpośredniej prywatyzacji (próba do tych badań składała się z około 160 leasingów pracowniczych).⁸

Próba była reprezentatywna, jeśli chodzi o sektor (produkcja, budownictwo, usługi, handel), wielkość (mierzona ilością zatrudnionych) i region, a składała się ze 110 firm sprywatyzowanych w okresie 1990 – 1996. Stanowiło to 12,9% wszystkich spółek sprywatyzowanych metodą leasingową do końca roku 1996. Dane zostały zgromadzone dwoma metodami: poprzez wywiady z głównymi aktorami w spółkach i przez zgromadzenie twardych danych za pomocą kwestionariusza (dane te zawierały również informacje z bilansów i raportów finansowych, a także informacje na temat własności i nadzoru korporacyjnego, zatrudnienia, restrukturyzacji, inwestycji, itd.).

Definicje zmiennych

E##	zmienna zero-jedynkowa dla przemysłu (na poziomie dwóch cyfr)
LOGREV	logarytm naturalny przychodów ogółem
LOGLAB	logarytm naturalny zatrudnienia
LOGAS	logarytm naturalny aktywów ogółem
CON1	Procent akcji posiadanych przez największego akcjonariusza
SI	Procent akcji spółki posiadanych przez inwestora strategicznego
EB	Procent akcji spółki posiadanych przez członków Zarządu
EMP	Procent akcji spółki posiadanych przez zwykłych pracowników
TRCON	zmienna zero-jedynkowa o wartości 1, jeśli żaden udział przekraczający 20% nie znalazł się w rękach Zarządu lub inwestora strategicznego w chwili prywatyzacji, natomiast w połowie 1997 r. udział większy niż 20% był w posiadaniu co najmniej jednej z tych grup inwestorów.
TRSI	zmienna zero-jedynkowa wskazująca czy inwestor strategiczny podczas prywatyzacji posiadał mniej niż 20% udziału i ponad 20% w połowie roku 1997
TRM	zmienna zero-jedynkowa wskazująca czy członkowie Zarządu posiadali podczas prywatyzacji mniej niż 20% udziału i ponad 20% w połowie roku 1997
SBINS	Procent członków rady nadzorczej zatrudnionych w spółce
SBOU	Procent członków rady nadzorczej niezatrudnionych w spółce
CHAIR	zmienna zero-jedynkowa o wartości 1, jeśli przewodniczący rady nadzorczej zatrudniony jest przez spółkę
EBINS	Procent członków zarządu zatrudnionych w spółce
EBOU	Procent członków zarządu niezatrudnionych w spółce

⁸ Szczegółowa dyskusja na temat wyników tych badań znajduje się w Jarosz (1994, 1995, 1996, 1999, 2000).

PRES	zmienna zero-jedynkowa o wartości 1, jeśli prezes spółki był zatrudniony w spółce przed zostaniem członkiem zarządu w 84 dużych spółkach lub był zatrudniony w zlikwidowanym przedsiębiorstwie państwowym przed prywatyzacją w przypadku leasingów pracowniczych
YEAR	Rok pochodzenia danych (1997, 1998, i 1999 dla leasingów pracowniczych; 1998, 1999, i 2000 dla innych)
YP	Liczba lat, które minęły od prywatyzacji

Bibliografia

- Brada J.C., Singh I.: Industrial Transformation and Labor Productivity in Central and Eastern Europe, -w Wolfgang Quaisser, Richard Woodward, Barbara Blaszczyk (red.), *Privatization in Poland and East Germany: A Comparison*. Munich: Osteuropa-Institut, 1995.
- Central Statistical Office (Główny Urząd Statystyczny): *Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych w 1998 r. (Privatization of state enterprises as of 31 December, 1994)*. Warszawa, 1999.
- Demsetz H., Lehn K.: The structure of ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93(6), 1985, s. 1155-1177.
- Gardawski J.: Toward Management-Employee Ownership, -w M. Jarosz (red.), *Polish Employee-Owned Companies in 1995*, ISP PAN, Warsaw. 1996
- Grosfel I., Hoshi I.: Mass Privatisation and Endogenous Ownership Structures, -w Blaszczyk B., Hoshi I., Woodward R. (red.), *Secondary Privatisation in Transition Economies: The Evolution of Enterprise Ownership in the Czech Republic, Poland and Slovenia*, New York and Basingstoke, 2003.
- Grosfeld I., Nivet J.-F.: Insider Power and Wage Setting in Transition: Evidence from a Panel of Large Polish Firms, 1988-1994. Praca przygotowana na European Economic Association Congress, Berlin, 2-5 września, 1998.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G., Palia D.: Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics* 53, 1999, s.353-384.
- Jarosz M. (red.): *Employee-Owned Companies in Poland*, ISP PAN, Warszawa, 1994.
- Jarosz M. (red.): *Management Employee Buy-outs in Poland*, ISP PAN, Warszawa, 1995.
- Jarosz M. (red.): *Polish Employee-Owned Companies in 1995*, ISP PAN, Warszawa, 1996.
- Jarosz M. (red.): *Direct Privatization. Investors. Managers. Employees*, ISP PAN, Warszawa, 1999.
- Jarosz M. (red.): *Ten Years of Direct Privatization*, ISP PAN, Warszawa, 2000.
- Kocenda E., Valachy J.: The Czech Republic: Ownership and Performance of Voucher-Privatised Firms, -w Blaszczyk B., Hoshi I., Woodward R. (red.), *Secondary Privatisation in Transition Economies: The Evolution of Enterprise Ownership in the Czech Republic, Poland and Slovenia*, New York and Basingstoke, 2003.
- Kozarzewski P.: *Elity kierownicze spółek pracowniczych, własność — zarządzanie — świadomość (Elites of Employee-Owned Companies, Ownership — Management — Mentality)*. ISP PAN, Warszawa, 1999.
- Kozarzewski P., Krajewski S., Majak R.: Ownership Transformations in 1990-1998 in the Light of Law and Statistical Data, -w M. Jarosz (red.), *Ten Years of Direct Privatization*. ISP PAN, Warszawa, 2000.
- Woodward R.: *Employee Involvement in Employee-Owned Companies in Poland*. Niepublikowana praca doktorska, Uniwersytet w Łodzi, 1999.