

S t u d i a i A n a l i z y
S t u d i e s & A n a l y s e s

*Centrum Analiz
Społeczno – Ekonomicznych*



*Center for Social
and Economic Research*

271

Richard Woodward, Piotr Kozarzewski

**Efektywność ekonomiczna a zmiany struktury
własności w polskich przedsiębiorstwach**

Warszawa, luty 2004

Prezentowane w serii „Studia i Analizy” stanowiska merytoryczne wyrażają osobiste poglądy autora (autorów) i niekoniecznie są zbieżne z oficjalnym stanowiskiem CASE – Centrum Analiz Społeczno – Ekonomicznych.

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

Słowa kluczowe: **prywatyzacja, struktura własnościowa, funkcjonowanie przedsiębiorstw, Polska.**

© CASE – Centrum Analiz Społeczno - Ekonomicznych, Warszawa 2004

Projekt graficzny: Agnieszka Natalia Bury

ISSN 1506-1701, ISBN: 83-7178-334-5

Wydawca:

CASE – Centrum Analiz Społeczno - Ekonomicznych

ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa

tel.: (48 22) 622 66 27, 828 61 33, fax (48 22) 828 60 69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl>

Spis treści

Streszczenie	5
1. Wprowadzenie.....	6
2. Krótkie omówienie własności, efektywności i nadzoru korporacyjnego	7
2.1. Osiemdziesiąt cztery duże spółki	7
2.2 Spółki pracownicze	8
3. Efektywność a własność: analiza ekonometryczna	11
3.1. Produktywność a struktura własnościowa.....	11
3.2. Endogeniczność własności: wpływ efektywności na przemiany własnościowe ...	13
4. Wnioski	18
Załącznik 1	20
Załącznik 2.....	22
Bibliografia	24

Richard Woodward

Absolwent wydziału ekonomii Pennsylvania State University (USA). Tytuł doktora nauk ekonomicznych uzyskał na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego w 2000 r. Współpracownik Fundacji CASE od 1994 r., członek Rady Fundacji. Uczestniczył w licznych projektach badawczych nt. prywatyzacji i restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce i innych krajach postkomunistycznych. Do jego zainteresowań badawczych należą również tematy związane z rozwojem przedsiębiorczości oraz samorządności lokalnej i regionalnej. Autor wielu publikacji, w tym książkowych.

Piotr Kozarzewski

Piotr Kozarzewski (ur. w 1960 r.) jest członkiem Rady Fundacji CASE i adiunktem w Instytucie Studiów Politycznych PAN. Uczestniczył w licznych projektach badawczych i doradczych poświęconych prywatyzacji i restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce i innych krajach postkomunistycznych.

Streszczenie

Niniejsze opracowanie składa się z dwóch części. W pierwszej części autorzy podsumowują wyniki swoich poprzednich badań poświęconych takim tematom, jak struktura własnościowa polskich spółek sprywatyzowanych i zmiany tej struktury, jakie nastąpiły w ciągu lat 90., czynniki, które mogły wpłynąć na te zmiany, wyniki ekonomiczne spółek oraz skład osobowy takich organów spółek, jak rada nadzorcza czy zarząd. W drugiej części autorzy prezentują wyniki analizy ekonometrycznej stosunku pomiędzy wynikami ekonomicznymi spółek a ewolucją ich struktur własnościowych, skupiając się przy tym na kwestiach koncentracji oraz ról trzech typów właścicieli – menedżerów, pracowników szeregowych i strategicznych inwestorów zewnętrznych. W ramach debaty wokół egzogeniczności lub endogeniczności zmiennych określających strukturę własnościową w stosunku do wyników i cech ekonomicznych spółek autorzy testują hipotezy dotyczące wpływu struktury własnościowej na owe wyniki i cechy i odwrotnie.

1. Wprowadzenie

Prywatyzacja w gospodarkach przejściowych jest częstym tematem opracowań. Jednakże do tej pory niewiele uwagi poświęcono poprywatyzacyjnym zmianom w strukturach własnościowych sprywatyzowanych spółek i ich potencjalnemu związkowi z nadzorem korporacyjnym. Niniejsze opracowanie analizuje zagadnienia poprywatyzacyjnych zmian w strukturach własnościowych, czyli „wtórną prywatyzację”, jak zjawisko to nazwała Barbara Błaszczyk. 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 menedżersko-pracowniczej), często nazywanej tak dla uproszczenia¹. Jest to metoda prywatyzacji, w której przedsiębiorstwo państwowe zostaje zlikwidowane, a jego majątek wydzierżawiony spółce, którą założyła przynajmniej połowa 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 pracowników (CSO, 1999; Kozarzewski et al., 2000).

W niniejszym opracowaniu te dwie grupy spółek nazywać będziemy odpowiednio: „84 duże spółki” i „spółki 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 efektywności ekonomicznej tych spółek i składu organów nadzoru korporacyjnego, czyli rad nadzorczych i zarządu (jakie organizacje reprezentowane są w radach nadzorczych? czym wcześniej zajmowali się członkowie zarządu?). 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 nie-kierowniczych stanowiskach (szeregowych 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.

¹ Pragniemy podziękować Marii Jarosz z Polskiej Akademii Nauk za wyrażenie zgody na wykorzystanie bazy danych o spółkach pracowniczych, stworzonej na potrzeby projektu badawczego zrealizowanego pod jej kierownictwem. Richard Woodward pragnie także podziękować Irajowi Hoshi za jego rady na temat analizy endogeniczności własności oraz Katarzynie Piętce i Agnieszce Sowie za pomoc techniczną przy przeprowadzeniu tej analizy. Za wszystkie wnioski i błędy odpowiedzialność ponoszą wyłącznie autorzy.

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; średnio², 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 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 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

² Są to średnie nieważone.

rygorystycznej analizie 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 porównać reprezentację insiderów w radzie nadzorczej z ich udziałami własnościowymi, 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 nich 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 obecni wyżsi kierownicy (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 mianowanie 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 Spółki pracownicze

Zaraz po prywatyzacji insiderzy byli właścicielami średnio 92% akcji w próbie spółek pracowniczych, a w 95% tych spółek insiderzy posiadali ponad 50% akcji. Udział pracowników szeregowych stale spadał, z 58,7% zaraz po prywatyzacji do 31,5% w roku 1999. Warto jednakże zauważyć, że pomimo powszechnego sprzedawania akcji przez pracowników szeregowych do roku 1999 tylko w 6% spółek ta grupa właścicieli znikła zupełnie. W większości spółek pracownicy szeregowi pozostali posiadaczami przynajmniej niewielkich pakietów akcji. Podczas gdy pracownicy szeregowi 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 pracowników szeregowych 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 swój stan posiadania³. Ostatnio pozycja personelu menedżerskiego ustabilizowała się, a nawet zaczęła się nieco osłabiać.

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 ekonomiczna. 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 ekonomiczne, 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. Z kolei pracownicy szeregowi 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 pracowników szeregowych (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 średniej polskiej spółki pracowniczej są bliskie, a czasem nawet lepsze od średnich wskaźników dla spółek sprywatyzowanych metodami komercyjnymi. Są one jednocześnie

³ Zob. także Gardawski (1996) i Kozarzewski (1999).

wyższe od wskaźników przedsiębiorstw państwowych i spółek biorących udział w programie NFI. Warto jednakże zaznaczyć, iż wskaźnik 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 wartości inwestycji. Jednakże wydatki na inwestycje wykazywały dodatnią korelację z rozmiarem spółki, mierzonej wielkością zatrudnienia.

Zarząd zdominowany jest przez osoby, które zarządzały przedsiębiorstwem przed prywatyzacją. W przeciwieństwie do tego, co można by było oczekiwać obserwując „outsideryzację” własności, pozycja insiderów w radach nadzorczych (mierzona przez dominację ilościową w składzie zarządu) pozostaje raczej silna. Jednocześnie można zaobserwować rodzaj polaryzacji: występują zarządy o charakterze czysto “insiderskim” i czysto “outsiderskim”.

Rada nadzorcza zazwyczaj nie używa wszystkich dostępnych jej uprawnień wynikających z prawa i statutów. Rozszerzenie działalności rady nadzorczej widać najczęściej w spółkach przeżywających trudności ekonomiczne. 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 zerojedynkowa 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 wydajności⁴ 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). Tabela 1 zawiera oddzielnie wyniki dla wszystkich spółek, 84 dużych spółek i dla spółek pracowniczych. Zmienna zależna to logarytm naturalny przychodów ogółem (LNREV).

Zgodnie z oczekiwaniami, współczynniki zatrudnienia (LNLAB) i kapitału (LNAS) są dodatnie i znaczące. Współczynnik CON1 (tzn. procent akcji spółki posiadanych przez największego akcjonariusza) jest wszędzie dodatni, ale znaczący tylko w przypadku spółek pracowniczych. Współczynnik na obecność inwestora strategicznego (SI) jest ujemny z wyjątkiem 84 dużych spółek; jednakże ten współczynnik nigdzie nie jest znaczący.

Tabela 1. Szacunki efektów produktywnościowych (OLS, z użyciem przychodów zamiast wartości dodanej)

Zmienna	Wszystkie spółki		84 duże spółki		Spółki pracownicze (1)		Spółki pracownicze (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

⁴ Zob. na przykład Brada, Singh (1995), Grosfeld, Nivet (1998), Woodward (1999).

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 spółek 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 względną dominację insiderów i outsiderów w radzie nadzorczej i zarządzie). Dlatego jedynym stosunkowo wyraźnym wynikiem wydaje się być dodatnia współzależność pomiędzy dochodami a koncentracją własności w spółkach pracowniczych.

3.2. Endogeniczność własności: wpływ efektywności na przemiany własnościowe

W części 3.1 pokazaliśmy, 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 „wtórnej 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 jest oszacowane prawdopodobieństwo pojawienia się danego typu struktury własności (dominacja przez inwestora strategicznego, kierownictwo i zwykłych pracowników) w danej spółce.

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 podpowiedzieć 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 przychodów) jako miernika sytuacji ekonomicznej. Oczywiście, jeśli w analizie spółek pracowniczych stosujemy koncentrację jako miarę przekształceń własnościowych, to pozytywna zależność pomiędzy efektywnością a atrakcyjnością dla inwestorów zewnętrznych może wydawać się niejasna. Jest tak, ponieważ ci inwestorzy mogą stawać się inwestorami strategicznymi zwiększającymi koncentrację, ale mogą także wchodzić do spółki poprzez udostępnienie jej akcji na giełdzie papierów wartościowych, co właściwie zmniejsza poziom koncentracji własności.

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

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 zerojedynkowe dla przemysłu (na podstawie klasyfikacji EKD na poziomie dwóch cyfr), a także poziom zadłużenia (mierzony stosunkiem krótko- i długoterminowego zadłużenia do 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 cenach stałych z wykorzystaniem jako deflatora wskaźnika cen artykułów konsumpcyjnych (CPI) w przypadku przedsiębiorstw wytwarzających wyroby końcowe oraz wskaźnik cen produkcyjnych (PPI) w przypadku półfabrykatów.

Badania endogenności przekształceń własnościowych w sprywatyzowanych spółkach czeskich, dokonane przez Grosfeld i Hoshi (2003), pokazały, że jedną z kluczowych determinant 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 spółek pracowniczych.

Oceniamy dwie grupy modeli. W pierwszej grupie zmienna zależna jest miarą koncentracji, w drugiej jest to grupa zmiennych zerojedynkowych wskazujących na przejście struktury własności od braku dominujących udziałów należących do wybranych rodzajów akcjonariuszy w czasie prywatyzacji do ich dominacji w latach, które obejmuje analiza (1997-1999). Pierwszy model jest określony następująco. W regresji OLS zmienna zależna jest naturalnym logarytmem udziału największego udziałowcy (CON1/100). Niezależne zmienne to:

- zmienna zerojedynkowa dla branży (wg klasyfikacji EKD na poziomie dwóch cyfr);
- logarytm naturalny przychodów ogółem (ceny stałe z roku 1993);
- standardowe odchylenie przychodów ogółem w cenach stałych z 1993 r.;
- liczba lat które minęły od prywatyzacji;
- średnie następujących wartości za okres od 1993 r.: stosunek inwestycji do aktywów, stosunek zobowiązań do aktywów ogółem (leverage) oraz miara efektywności przedsiębiorstwa na podstawie rentowności (użyto różnych miar w modelach, zob. poniżej), a także
- udziały następujących rodzajów właścicieli w czasie prywatyzacji: inwestor strategiczny, członkowie zarządu i inni pracownicy.

W Tabeli 2 prezentujemy szacunki regresji naturalnego logarytmu CON1 charakterystyki i efektywności przedsiębiorstwa. W Modelu 1 jako miarę efektywności przedsiębiorstwa używamy stosunku zysku brutto do przychodów ogółem. W Modelu 2, próbując zidentyfikować możliwe nieliniowe efekty efektywnościowe, na temat których zastanawialiśmy się w części 2.2, używamy kwadratu stosunku zysku brutto do przychodów ogółem. W oparciu o rezultaty tu zaprezentowane, można wywnioskować, że struktury własnościowe w czasie prywatyzacji znacznie silniej determinują następne przekształcenia własnościowe niż efektywność finansowa i inne cechy ekonomiczne spółek w próbie. Patrząc na współczynniki, które są statystycznie istotne na poziomie ufności 95%, obserwujemy dodatnie i znaczące efekty na miarę koncentracji CON1 dla liczby lat od prywatyzacji i udziałów inwestorów strategicznych i członków zarządu w chwili prywatyzacji. Jediną cechą ekonomiczną o znaczącym efekcie na tym poziomie ufności jest stosunek zobowiązań do aktywów ogółem w modelu 2 (co interesujące, znak jest dodatni).

Włączając do analizy także zmienne, których współczynniki są statystycznie istotne na poziomie ufności 90%, można dodać stosunek zobowiązań do aktywów ogółem w Modelu 1, a wskaźnik ryzyka (SDREV) do obu modeli. Znaki są dodatnie. Warto zaznaczyć, że wnioski dotyczące wpływu ryzyka na koncentrację zaprzecza wcześniejszym wnioskom Grosfeld i Hoshi (2003), choć należy pamiętać, że mierniki użyte w obu analizach były różne, a oba są niedoskonałymi przybliżeniami.

Tabela 2. Szacunki wpływu charakterystyk oraz wyników ekonomicznych firm na koncentrację własności (OLS)

Model 1			Model 2		
Zmienna	Beta	statystyka t	Zmienna	Beta	statystyka t
YP	0,188*	2,589	YP	0,186*	2,640
E14	0,018	0,317	E14	0,017	0,299
E15	0,105	1,640	E15	0,101	1,575
E17	0,038	0,491	E17	0,040	0,527
E18	-0,121*	-2,092	E18	-0,121*	-2,081
E20	-0,101	-1,673	E20	-0,102	-1,713
E22	-0,016	-0,154	E22	-0,183	-0,777
E25	-0,218*	-3,643	E25	-0,229*	-3,768
E26	0,073	1,249	E26	0,072	1,238
E28	-0,053	-0,797	E28	-0,056	-0,840
E29	0,050	0,702	E29	0,048	0,684
E31	-0,026	-0,375	E31	-0,048	-0,677
E32	-0,009	-0,138	E32	-0,013	-0,210
E33	0,036	0,597	E33	0,038	0,637
E34	0,048	0,680	E34	0,050	0,715
E35	-0,122*	-2,104	E35	-0,122*	-2,112
E50	-0,006	-0,082	E50	-0,002	-0,027
E51	-0,132	-1,846	E51	-0,125	-1,758
E52	0,015	0,231	E52	0,021	0,321
E55	0,004	0,067	E55	0,008	0,130
E60	0,038	0,612	E60	0,041	0,672
E72	0,035	0,576	E72	0,037	0,616
E73	0,121	1,705	E73	0,124	1,751
E74	-0,118	-1,534	E74	-0,116	-1,560
E80	-0,087	-1,142	E80	-0,148	-1,406
PSI	0,222*	2,568	PSI	0,216*	2,499
PEB	0,196*	2,139	PEB	0,189*	2,071
PEMP	-0,098	-0,971	PEMP	-0,104	-1,037
LEV	0,153	1,663	LEV	0,139*	1,991
GP	0,027	0,180	GPSQ	0,201	0,801
INV	0,089	1,105	INV	0,085	1,054
LNREV	0,093	1,013	LNREV	0,098	1,074
SDREV	0,127	1,865	SDREV	0,121	1,781
N=246 skorygowany $R^2 = 0,250$			N=246 skorygowany $R^2 = 0,252$		

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

Modele z drugiej grupy (modele *probit*) określane są w sposób następujący. Zmienne zależne to zmienne zerojedynkowe oznaczające następujące przekształcenia struktur własności:

- w czasie prywatyzacji nie było strategicznego inwestora z przynajmniej 20% udziałem, lecz taki inwestor już był w czasie badania;
- w czasie prywatyzacji nie było osoby zasiadającej w zarządzie z przynajmniej 20% udziałem, lecz taka osoba już była w czasie badania; oraz
- w czasie prywatyzacji nie było ani strategicznego inwestora, ani osoby zasiadającej w zarządzie z przynajmniej 20% udziałem, lecz co najmniej jeden z nich wystąpił w czasie badania.

Zmienne niezależne są takie same jak zmienne wymienione powyżej dla regresji OLS.

Tabele z rezultatami regresji są zawarte w Załączniku 2. Tak jak w przypadku regresji OLS, dla każdej z trzech zmiennych zależnych testujemy dwa modele: jeden zawiera stosunek zysku brutto do przychodów ogółem, drugi to kwadrat tego stosunku. Omawiamy rezultaty statystycznie istotne.

Na większą dominację inwestora strategicznego (TRSI) pozytywnie wpływa ilość czasu, który minął od czasu prywatyzacji (YP) w obu modelach, lecz tylko na 90% poziomie ufności w modelu 1. Na takie zwiększenie dominacji pozytywnie wpływa także udział pracowników w czasie prywatyzacji (PEMP)⁵ i stosunek zobowiązań do aktywów ogółem (LEV) w modelu 2, a negatywnie wpływa rentowność brutto w modelu 1. Ostatnie dwa wyniki (stosunek zobowiązań do aktywów ogółem i rentowność brutto) mogą wskazywać na tendencję, w której słaba efektywność stymuluje sprzedaż udziałów przez zwykłych pracowników, jak pokazaliśmy w części 2.2.

Na większą dominację osób zasiadających w zarządzie (TRM) pozytywnie wpływa ilość czasu, który minął od czasu prywatyzacji (YP) i intensywność inwestycji (INV).

TRCON to rodzaj miernika łączącego TRM i TRSI, odzwierciedlającego przejście w kierunku dominacji przez co najmniej jedną z tych grup i dlatego niniejsze wyniki w przypadku tej zmiennej odzwierciedlają wyżej omówione wyniki dla dwóch poprzednich zmiennych. Na tę zmienną pozytywnie oddziałuje ilość czasu, który minął od momentu prywatyzacji (YP), udział pracowników w czasie prywatyzacji (PEMP) – choć tylko na 90% poziomie ufności, stosunek zobowiązań do aktywów ogółem (LEV) w modelu 2, intensywność inwestycji (INV) oraz wielkość, mierzona LNREV (lecz tylko na 90% poziomie ufności w modelu 2), a negatywnie oddziałuje rentowność brutto (GP) w modelu 1.

Wreszcie, jeśli porównamy statystykę R^2 dla testów endogeniczności własności z wynikami analizy produktywności, zauważamy, że szacunki na podstawie funkcji produkcji o wiele lepiej przewidyują efektywność niż modele endogeniczności przepowiadają zmiany w strukturach własnościowych. Choć niewątpliwie pewne elementy hipotezy endogeniczności są słuszne, to jest jasne, że należy poprawić naszą teorię o determinantach zmian własnościowych (a także naszych sposobów pomiaru różnych rodzajów przekształceń własnościowych, zwłaszcza w obliczu możliwości nieliniowych i widocznie niejednoznacznych zależności omawianych powyżej).

⁵ Jak wspomnieliśmy w części 2.2, inwestorzy strategiczni raczej pojawiali się w spółkach, w których menadżerowie mieli niewielkie udziały (i w związku z tym w tych spółkach, w których pracownicy na nie-kierowniczych stanowiskach mocno dominowali w strukturze własnościowej).

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 spółek 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 wielkością udziałów 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). Jedyne wyniki statystycznie istotne to dodatni stosunek skoncentrowanej własności do przychodów w spółkach pracowniczych.

Jest także niewiele dowodów na to, że ekonomiczne cechy przedsiębiorstw mają istotny wpływ na zmiany w koncentracji struktur własnościowych. Struktury własnościowe w chwili prywatyzacji oraz czas, jaki upłynął od prywatyzacji, wydają się mieć o wiele silniejszy efekt na zmiany w poziomie koncentracji. Jeśli chodzi o wyłonienie się strategicznych właścicieli lub zdominowanie struktury własnościowej przez najwyższe kierownictwo, to i w tym przypadku czas, który upłynął od prywatyzacji, jest ważnym czynnikiem pozytywnie wpływającym na takie zmiany. W przypadku wejścia inwestorów strategicznych takim czynnikiem jest także duży udział pracowników na stanowiskach niekierowniczych. Ujemny stosunek pomiędzy rentownością brutto a wejściem inwestorów strategicznych wskazuje na to, że niska efektywność stymuluje sprzedaż akcji przez pracowników szeregowych. Co ciekawe, stosunek zobowiązań do aktywów ogółem i intensywność działalności inwestycyjnej zdają się wpływać pozytywnie na, odpowiednio, wejście inwestorów strategicznych i dominację menadżerów. Poziom ryzyka nie wydaje się być istotnym czynnikiem w tego rodzaju zmianach własnościowych.

Reasumując, wzięwszy pod uwagę hipotezę endogeniczności i hipotezy o wpływie struktury własnościowej i jej zmian na efektywność, wyniki niniejszej pracy zdają się wskazywać na następujące wnioski: na produktywność najsilniej wpływają standardowe komponenty funkcji produkcji (kapitał i zatrudnienie), podczas gdy struktura własnościowa jest najbardziej zdeterminowana przez ... strukturę własnościową.

Załącznik 1

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 spółek pracowniczych zostały zebrane w ramach czteroletnich badań przeprowadzonych przez interdyscyplinarną grupę badaczy pod kierunkiem prof. Marii Jarosz z Polskiej Akademii Nauk (1997 – 2000), poświęconych prywatyzacji bezpośredniej (próba badawcza składała się z około 160 spółek pracowniczych)⁶.

Próba była reprezentatywna, jeśli chodzi o sektor (produkcja, budownictwo, usługi, handel), wielkość (mierzoną ilością zatrudnionych) i region, i 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.).

Definicja zmiennych

CHAIR	zmienna zerojedynkowa o wartości 1, jeśli przewodniczący rady nadzorczej zatrudniony jest przez spółkę
CON1	procent akcji posiadanych przez największego akcjonariusza
E##	zmienna zerojedynkowa dla branży (w klasyfikacji EKD, na poziomie dwóch cyfr)
EB	procent akcji spółki posiadanych przez członków zarządu
EBINS	procent członków zarządu zatrudnionych w spółce
EBOU	procent członków zarządu niezatrudnionych w spółce
EMP	procent akcji spółki posiadanych przez pracowników szeregowych
GP	średnia wartość stosunku zysku brutto do przychodów ogółem w okresie 1993-1996 dla roku 1997, 1993-1997 dla roku 1998 i 1993-1998 dla roku 1999
GPSQ	kwadrat GP
INV	średnia wartość stosunku wydatków inwestycyjnych do aktywów ogółem w okresie 1993-1996 (nie posiadamy danych o wydatkach inwestycyjnych dla lat 1997 i 1998)

⁶ Szczegółowa dyskusja na temat wyników tych badań znajduje się w Jarosz (1994, 1995, 1996, 1999, 2000).

LEV	średnia wartość stosunku zobowiązań do aktywów ogółem w okresie 1993-1996 dla roku 1997 i 1998 oraz w okresie 1993-1998 dla roku 1999 (nie mamy danych na rok 1997)
LNAS	logarytm naturalny aktywów ogółem
LNCON1	logarytm naturalny CON1/100
LNLAB	logarytm naturalny zatrudnienia
LNREV	logarytm naturalny przychodów ogółem (w cenach stałych za rok 1993 w analizie endogeniczności)
PEB	procent akcji spółki posiadanych przez członków jej zarządu w czasie prywatyzacji
PEMP	procent akcji spółki posiadanych przez pracowników szeregowych w czasie prywatyzacji
PRES	zmienna zerojedynkowa 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 spółek pracowniczych
PSI	procent akcji spółki posiadanych przez inwestora strategicznego w czasie prywatyzacji
SBINS	Procent członków rady nadzorczej zatrudnionych w spółce
SBOUT	Procent członków rady nadzorczej niezatrudnionych w spółce
SDREV	standardowe odchylenie przychodów ogółem (w cenach stałych z 1993 roku) w okresie 1993-1996 dla roku 1997, 1993-1997 dla roku 1998 i 1993-1998 dla roku 1999
SI	Procent akcji spółki posiadanych przez inwestora strategicznego
TRCON	zmienna zerojedynkowa określająca czy 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.
TRM	zmienna zerojedynkowa wskazująca czy członkowie zarządu posiadali podczas prywatyzacji mniej niż 20% udziału i ponad 20% w połowie roku 1997
TRSI	zmienna zerojedynkowa wskazująca czy inwestor strategiczny podczas prywatyzacji posiadał mniej niż 20% udziału i ponad 20% w połowie roku 1997
YEAR	rok pochodzenia danych (1997, 1998, i 1999 dla spółek pracowniczych; 1998, 1999, i 2000 dla innych)
YP	liczba lat, które minęły od prywatyzacji

Załącznik 2.

Wyniki analizy modelu probitowego

Zmienna zależna: TRSI

Model 1			Model 2		
Zmienne	Beta	Błąd standardowy	Zmienne	Beta	Błąd standardowy
YP	0,3717176	0,201455	YP	0,4684056*	0,186662
E45	-0,2659213	0,6018546	E45	-0,3417664	0,5599125
E51	-1,582521*	0,8024448	E51	-1,672695*	0,7813665
E74	-0,3455331	0,8236787	E74	-1,158343	0,7165571
PEB	-0,034628	0,0383634	PEB	-0,0347124	0,0344332
PEMP	0,0328783*	0,0136793	PEMP	0,0331589*	0,0135857
LEV	0,116659	1,900133	LEV	3,243445*	1,391894
GP	-15,47208*	6,472068	GPSQ	-36,59613	27,68459
INV	2,037201	3,008095	INV	1,521701	2,586592
LNREV	0,4508864	0,3125053	LNREV	0,250005	0,269997
SDREV	9,31e-06	0,0000485	SDREV	0,0000175	0,0000447
CONSTANT	-9,230995*	3,835046	CONSTANT	-10,33248*	3,710879
N = 157 Log likelihood = -27,293086 Pseudo R ² = 0,5442			N = 157 Log likelihood = -30,142578 Pseudo R ² = 0,4966		

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

Zmienna zależna: TRM

Model 1			Model 2		
Zmienne	Beta	Błąd standardowy	Zmienne	Beta	Błąd standardowy
YP	0,195153*	0,107075	YP	0,209071*	0,1044268
E45	0,3226083	0,632006	E45	0,3458331	0,6584329
E51	1,157239*	0,6713477	E51	1,202858	0,7382229
E52	2,147117*	0,6804387	E52	2,166592*	0,7395924
E72	1,940535*	1,152297	E72	1,983586	1,185735
E74	0,5714299	0,6520921	E74	0,5426281	0,664081
PEB	-,0114917	0,0146358	PEB	-0,0125818	0,0145694
PEMP	0,0008641	0,0091852	PEMP	0,0006461	0,0093046
LEV	-0,6308196	1,320719	LEV	-0,330077	1,09091
GP	-1,920322	4,726457	GPSQ	-0,3344572	27,18271
INV	4,884594*	2,020344	INV	4,829957*	2,021605
LNREV	0,2573309	0,1569174	LNREV	0,2502569	0,1564342
SDREV	-0,0001043	0,0000844	SDREV	-0,0001088	0,000085
CONSTANT	-5,114228*	2,11536	CONSTANT	-5,395114*	2,042708
N = 180 Log likelihood = -59,695586 Pseudo R ² = 0,2327			N = 180 Log likelihood = -59,778568 Pseudo R ² = 0,2316		

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

Zmienna zależna: TRCON

Model 1			Model 2		
Zmienne	Beta	Błąd standardowy	Zmienne	Beta	Błąd standardowy
YP	0,22135*	0,0940813	YP	0,283986*	0,0909822
E45	0,1592096	0,480547	E45	0,1851834	0,4615085
E51	-0,0746151	0,5425913	E51	-0,1077107	0,5554177
E52	1,170059*	0,5589208	E52	1,00814	0,5603349
E72	0,7716108	1,050993	E72	0,7425104	1,052649
E74	0,2229696	0,5341435	E74	-0,1425281	0,4906152
PEB	-0,0090501	0,0149918	PEB	-0,0130646	0,014418
PEMP	0,0138286	0,0080055	PEMP	0,0137306	0,0080533
LEV	-0,0103815	0,9979478	LEV	1,782148*	0,7949507
GP	-10,68851*	4,01597	GPSQ	-12,18949	19,25507
INV	3,99472*	1,757969	INV	3,285604*	1,633644
LNREV	0,2796222*	0,1423512	LNREV	0,2290985	0,1387386
SDREV	0,0000206	0,0000351	SDREV	0,0000114	0,0000333
CONSTANT	-5,682625	1,820558	CONSTANT	-6,971307*	1,765485
N = 180 Log likelihood = -73,206408 Pseudo R ² = 0,2917			N = 180 Log likelihood = -76,970407 Pseudo R ² = .2553		

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

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 Błaszczyk 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.