

KONTROLNÍ POTENCIÁL STÁTU NAD ZPRIVATIZOVANÝMI PODNIKY

Jan Hanousek, Evžen Kočenda, CERGE, Univerzita Karlova; Národohospodářský ústav AV ČR; Centrum pro výzkum ekonomické politiky, Londýn; William Davidson Institute, University of Michigan Business School*

1. Úvod

Privatizační strategie v mnoha transformačních evropských ekonomikách v sobě zahrnovala vytvoření zvláštní vládní agentury, která fungovala jako administrátor státního majetku. Tento majetek v podobě akciových podílů ve zprivatizovaných podnicích zůstal v rukou státu i v době, kdy privatizační program byl již ukončen. Důsledkem toho stát zůstal kontrolním vlastníkem či důležitým akcionářem mnoha firem i dlouho po skončení privatizace.¹ V České republice plnil roli vládní agentury pro správu státního majetku ve zprivatizovaných firmách Fond národního majetku (FNM).² Jelikož došlo ke konci roku 2005 ke zrušení FNM, je relevantní zpracovat pohled na rozsah kontrolního potenciálu státu v těchto podnicích z dlouhodobého hlediska. V této práci zkoumáme dynamiku změn ve vlastnické struktuře, hodnotách státního podílu a potenciálu státní kontroly v českých zprivatizovaných firmách během období od konce kupónové privatizace do zrušení FNM (1994–2005).

Používáme transparentní přístup, který nám umožňuje kvantifikovat rozsah potenciální kontroly státu nad aktivy zprivatizovaných podniků a to v desetiletém období po ukončení privatizace. Souhrnné a podrobné údaje o hodnotě aktiv, vlastnických podílech, a prostředcích nepřímé kontroly ve zprivatizovaných podnicích nám umožňují formulovat poměrně zásadní závěr o jednom fenoménu ekonomické transformace v České republice, který dříve nebyl a z úvodu nedostupnosti dat ani nemohl být dostatečně zkoumán. Na základě analýzy dat docházíme k závěru, že z hlediska potenciálu státu nad kontrolou aktiv zprivatizovaných podniků se tato část ekonomiky po velké

* Děkujeme prof. Lubomíru Mlčochovi a třem anonymním recenzentům za podnětné připomínky a Lence Drnákové a Juraji Stančíkovi za pomoc při zpracování dat. Tento výzkum byl proveden s podporou grantu GA ČR č. 402/06/1293. Veškeré chyby jsou naše vlastní.

1 Tento aspekt vývoje potenciálu státní kontroly v zprivatizovaných firmách pro Českou republiku popsal v dřívější a časově vymezené studii Kočenda (2000).

2 Fond národního majetku České republiky (FNM ČR) byl zřízen 24. května 1991 za účelem technické realizace privatizačních rozhodnutí a dočasné správy státních podílů určených k postupné privatizaci, a to zákonem České národní rady č. 171/1991 Sb., O působnosti orgánů České republiky ve věcech převodů majetku státu na jiné osoby a o Fondu národního majetku České republiky. FNM ČR ukončil svou činnost k 31. 12. 2005 na základě zákona č. 178/2005 Sb., Zákon o zrušení Fondu národního majetku, a o následné působnosti Ministerstva financí při privatizaci majetku České republiky, ze dne 28. 4. 2005.

část zkoumaného období nedá označit za soukromou. Kvantitativní analýza tak reflektuje postprivatizační stav, kdy „role státu zůstává daleko významnější než na první pohled vypadá“ a „stát je nadále podílíkem na vlastnictví významného sektoru ekonomiky (Mlčoch, 1995; s.303).

2. Privatizace a státní vlastnictví

Privatizace probíhala v České republice v první polovině devadesátých let a měla tři různé podoby: restituce, malá privatizace a velká privatizace. Jelikož byla privatizace v České republice rozsáhle pojednána v domácí i zahraniční odborné literatuře, zabýváme se pouze těmi aspekty, které jsou nezbytné. Velká privatizace – celkově největší a nejdůležitější – probíhala v letech 1991 až 1995 a zahrnovala několik privatizačních technik.³ Malé firmy byly obvykle prodány v aukcích nebo tendrech. Většina velkých a středně velkých podniků byla transformována do akciových společností a jejich podíly byly prodány ve veřejných dražbách, prodány strategickým investorům, převedeny na kraje, města a obce a téměř polovina z celkového počtu akcií všech akciových společností byla privatizována kupónovou metodou.⁴

Kupónová privatizace, jež byla součástí velké privatizace, proběhla ve dvou vlnách v letech 1992–93 a 1993–94.⁵ Každá vlna měla několik kol postupné aukce. Obě vlny se odehrály stejným způsobem a beze změny v pravidlech. Pomocí kupónové privatizace bylo zprivatizováno celkově 1664 firem: 988 v první vlně a 676 ve druhé vlně.⁶ Všichni čeští občané starší 18 let s trvalým pobytem v České republice se mohli účastnit kupónové privatizace.⁷ V každé vlně si mohli občané za 1000 korun koupit kupónovou knížku, která

-
- 3 Privatizační proces byl popsán a analyzován například v člancích Kotrba (1995), Valbonesi (1995), Hanousek, Kroch (1998), Kočenda (2000) a velkém množství dalších domácích a zahraničních publikací.
 - 4 Privatizace každého státního podniku byla rozhodnuta na základě oficiálně podaného privatizačního projektu. Podle zákona byly všechny státem vlastněné podniky vybrány do první nebo druhé privatizační vlny nebo jim byla přidělena dočasná výjimka. Každý vybraný podnik musel podat oficiální privatizační návrh, který byl obvykle vytvořen managementem podniku pod dozorem (a odpovědností) příslušného ministerstva. Jakákoli domácí nebo zahraniční právnická nebo fyzická osoba mohla navrhnout konkurenční projekt, který musel být hodnocen podle stejných podmínek jako projekt oficiální.
 - 5 Obecný návrh masové privatizace pomocí kupónů vznikl v roce 1988 v Polsku. Lewandowski (1997) popisuje, že „masová privatizace byla unikátní odpovědí postkomunistické situací. Myšlenku rozdělení kupónů za účelem spravedlivé účasti obyvatelstva vypracovali tržně orientovaní poradci hnutí Solidarita v polském Gdaňsku v polovině roku 1988. Záměrem bylo pomocí kupónů nahradit nedostatečnou nabídku kapitálu. Jako zvláštní typ investiční měny by kupóny byly rozděleny mezi obyvatelstvo a obchodovány za akcie privatizovaných společností.“ Tato koncepce byla prezentována na konferenci v listopadu 1988 jako reakce na výzvu k předložení návrhů jakým způsobem transformovat polské hospodářství. Popis této metody uveřejnili Lewandowski a Szomburg (1990). Metoda kupónové privatizace byla později kreativně uchopena v řadě evropských transformačních zemí včetně tehdejšího Československa.
 - 6 Různé proporce aktiv 185 podniků byly privatizováno v obou vlnách.
 - 7 Pro první kolo platilo tento postup i pro Slovenskou republiku. V roce 1993 se Československo rozdělilo na Českou republiku a Slovenskou republiku.

obsahovala 1000 investičních „bodů“. Body, tuto umělou měnu vytvořenou pouze pro účely kupónové privatizace, občané používali v obou vlnách k získání podílů v privatizovaných firmách. Alternativně měli jednotlivci možnost před začátkem privatizace vložit některé nebo všechny své body do privatizačních investičních fondů (PIF), což byly nově zřízené finanční instituce, v aktivitách vzdáleně podobné uzavřeným vzájemným podílovým fondům.⁸ Tabulka 1 sumarizuje základní údaje o dvou vlnách kupónové privatizace.

Privatizace byla na počátku řízena Ministerstvem pro privatizaci, které mělo přibližně cíle: kolik státního majetku má být součástí kupónové privatizace a kolik má zůstat ve vlastnictví státu. Státní majetek byl převeden pod kontrolu Fondu národního majetku (FNM), který byl založen za účelem vykonávání práv a povinností státu jako vlastníka. Na konci kupónové privatizace v roce 1994 FNM držel v průměru 25% podíl v privatizovaných podnicích, ale míra podílů velmi kolísala.⁹ FNM byl zrušen v roce 2005 a jeho zbývající nevyřešená agenda byla převedena na Ministerstvo financí ČR.

3. Data

Shromáždili jsme velkou databázi o vlastnické struktuře českých firem primárně v portfoliu FNM z let 1994–2005. Začátek našeho datového výběru se shoduje s koncem privatizace – tedy obdobím, od kdy má význam tato data sledovat a analyzovat. Konec této databáze je shodný se zrušením FNM jako instituce. Data pocházejí z archivů bývalého Ministerstva pro privatizaci, FNM, Burzy cenných papírů, Centra cenných papírů, komerční databáze Aspekt a z Obchodního rejstříku České republiky. Počty podniků, hodnoty jejich aktiv a vlastnické podíly státu jsou podrobně uvedeny v tabulkách v další části textu.

Z našich dat jsme schopni velmi přesně rozlišit rozsah vlastnictví v rukou státu vůči jiným vlastníkům. Jsme tudíž schopni sledovat vývoj státních podílů v podnicích a dynamiku rozměru přímé a nepřímé kontroly i ve společnostech, které jsou zdánlivě státem nekontrolované.

8 Regulace PIF se vyvíjela postupně od zákona č. 383/1991, jeho dodatku č. 62/1992 a zákona č. 248/1992. Nejdůležitější paragrafy omezily každý privatizační fond v investování více jak 10 % bodů získaných v kupónové privatizaci do jednoho podniku a v získání výměnou více jak 20 % aktiv jakéhokoli podniku. Privatizační fondy založené jediným zakladatelem mohly akumulovat podíl do 40 % v dané společnosti. Tato hranice však byla později snížena na 20 %. Mnoho privatizačních fondů obcházelo toto opatření pomocí fůzí. Zákon také zakázal PIF vlastněným finančními institucemi nakupovat podíly v jiných finančních institucích. Tím se mělo zabránit přílišné koncentraci finančního kapitálu (detailní analýzu poskytuje Kotrba, Švejnar, 1994). Rozsah akvizic a aspekty podnikové zprávy PIF popisují Kotrba, Kočenda, Hanousek (1999).

9 I přes velký rozsah kupónové privatizace, zbývalo v roce 1998 stále velké množství podniků se státním podílem. Celkově vstoupilo do obou vln kupónové privatizace 1849 společností s účetní hodnotou 367,5 miliardy korun. Skutečně privatizováno pomocí kupónů bylo 1664 firem. V roce 1998 držel stát podíl v 369 podnicích s celkovou účetní hodnotou více jak 440 miliard korun. Účetní hodnota státních podílů byla asi 177 miliard korun (Kočenda, 2000).

4. Rozsah a trvalost státní kontroly

4.1. Přímá kontrola

Fond národního majetku (FNM) vykonával vlastnická práva v mnoha společnostech a v různém rozsahu, který byl reprezentován počtem akcií, které FNM držel v každém podniku patřícím do jeho portfolia. Ilustrativní ukázkou vývoje portfolia FNM je možné najít v tabulce 2. Ta prezentuje celkový počet firem v portfoliu FNM spolu s velikostmi vlastnických podílů. V případě rozdělení podílů, které dovolují efektivní kontrolu, sledujeme dělení vlastnických kategorií, které navrhli Hanousek, Kočenda a Švejnar (2007). Podle této taxonomie různě velcí podílníci mají podle českých zákonů různé možnosti ovlivnit řízení korporace. Zákon poskytuje důležitá práva vlastníkům s většinovým podílem (více než 50 % akcií), blokační minoritou (více než 33 %, ale méně než 50% podíl) a právní minoritou (více než 10 % a méně než 33 %).¹⁰ Většinový podíl dává vlastníkovu právo jmenovat management a dozorčí radu, měnit a převádět aktiva a dělat zásadní rozhodnutí na valné hromadě společnosti. Právě pomocí managementu a dozorčí rady vykonává většinový vlastník dozor nad řízením společnosti. Blokační minorita dává držiteli právo zablokovat řadu rozhodnutí, která se týkají zvyšování či snižování množství aktiv nebo zavádění zásadních změn ve strategii podniku, a která prosazuje většinový vlastník na valné hromadě. Konečně právní minorita je potenciálně důležitá, protože dovoluje vlastníkovu tohoto podílu svolat valnou hromadu a znesnadňovat implementaci rozhodnutí majoritního vlastníka pomocí soudních kroků. Efektivní vlastnictví tohoto podílu tak může být využito pro oddálení nebo znemožnění implementace rozhodnutí většinového vlastníka.

V tabulce 2 uvádíme absolutní a relativní zastoupení státu ve firmách v portfoliu FNM. Nejprve uvádíme celkový počet firem v portfoliu v každém sledovaném roce. V dalších sloupcích v záhlaví uvádíme vlastnické kategorie definované v předchozím odstavci. U každé kategorie uvádíme v levém sloupci absolutní počet firem spadajících do této kategorie a v pravém sloupci jejich relativní zastoupení v portfoliu v procentech. Údaje, které prezentujeme v tabulce 2, ukazují, že od roku 1995 celkový počet firem v portfoliu FNM klesal. Stát po roce 1995 průběžně snižoval počet firem, kde držel méně než 10% podíl, který nedovoloval efektivní kontrolu pomocí standardního vlastnického kanálu. Také u dalších „minoritních“ kategorií docházelo k postupnému poklesu. Počet firem s neoddiskutovatelnou kontrolou státu (kombinace nadpolovičního a stoprocentního podílu) se po roce 1996 nejprve zvýšil, avšak poté postupně klesal. Pokud transformujeme absolutní čísla v tabulce 2 do relativních proporcí, pak se podíl firem v portfoliu FNM pod efektivní kontrolou státu pohyboval v období 1997–2005 v poměrně stabilním rozmezí 7–9 % u nadpolovičních podílů a 7–11 % u stoprocentních podílů. Zvýšení počtu firem s plnou 100% kontrolou z 18 (v roce 1996) na 44 v roce 1997 bylo následováno pozvolným poklesem na 19 firem

10 Právní minorita není oficiální právní pojem. Zavádíme tuto kategorii, abychom vyjádřili právní nárok minoritního akcionáře na určité konání (např. svolání valné hromady) v závislosti na specifickém podílu akcionáře na majetku společnosti.

v roce 2001 a dále na 9 firem v roce 2005. Tento proces rezonuje do jisté míry s názorem, že v některých podnicích, kde privatizace neuspěla, bylo nezbytné, aby se stát znovu ujal vlastnických funkcí (Mlčoch, 1997; s. 8).

Je zřejmé, že podniky, ve kterých stát držel více jak padesát procent akcií, reprezentují pouze relativně malou část všech firem. Jedná se o 10 až 19 procent všech firem v portfoliu FNM a záleží na zvoleném roku. Z této perspektivy se nezdá rozsah státní kontroly příliš velký. Toto hodnocení je nicméně příliš zjednodušující, nebo nebere v úvahu velikost podniků a tedy potenciál státní kontroly nad aktivy podniků. Proto v tabulce 3 bereme v úvahu účetní hodnotu každé firmy a podle jednotlivých vlastnických kategorií prezentujeme údaje o celkové a relativní účetní hodnotě firem v portfoliu FNM. Účetní hodnota může být brána jako náhradní proměnná pro velikost každé firmy v portfoliu, a proto umožňuje najít rozsah státní kontroly nad velkými a důležitými firmami v ekonomice. To nám také dovoluje odvodit vnímání ekonomické síly podniků a následně rozsah majetku, který je kontrolován státem prostřednictvím přímých vlastnických kanálů, tj. pomocí akcií. Metodicky jednotná účetní hodnota je důležitá také v tom, že umožňuje vidět velikost a tím i důležitost firem ve srovnatelných proporcích.

V levých sloupcích tabulky 3 uvádíme pod záhlavím jednotlivých vlastnických kategorií absolutní účetní hodnotu firem. Jednotlivé hodnoty byly definovány pro pět vlastnických kategorií, které jsme uvedli na začátku sekce 4.1. Toto rozdělení odráží podle českých zákonů rozdílné možnosti ovlivnit řízení korporace a její kontrolu (podrobnosti viz Hanousek, Kočenda a Švejnar, 2007). V první kategorii vzorec $V_t^1 = \sum_{j=1}^N A_{jt} \text{ FNM } 10\%$ definuje absolutní účetní hodnotu firem v čase t v portfoliu FNM, ve kterých FNM drží menší než 10% podíl (A_{jt} je účetní hodnota aktiv firmy j v portfoliu FNM v čase t). Následně $V_t^2 = \sum_{j=1}^N A_{jt} \text{ FNM } 10\% \text{ FNM } 33\%$ definuje absolutní účetní hodnotu firem, kde FNM drží 10 a více procent ale méně než 33%. Podobným způsobem jsou definovány hodnoty pro vlastnické kategorie s podíly FNM v rozsahu od 33% do méně než 50%, $V_t^3 = \sum_{j=1}^N A_{jt} \text{ FNM } 33\% \text{ FNM } 50\%$, a od 50% do méně než 100%, $V_t^4 = \sum_{j=1}^N A_{jt} \text{ FNM } 50\% \text{ FNM } 100\%$. Účetní hodnota firem pod úplnou kontrolou je definována jako $V_t^5 = \sum_{j=1}^N A_{jt} \text{ FNM } 100\%$. Počet pěti vlastnických kategorií se v čase nemění, počet firem v portfoliu je každý rok jiný. Celková účetní hodnota portfolia v daném roce t je $V_t = \sum_{j=1}^N V_t^j$.¹¹

Údaje v tabulce 3 podstatně podkopávají původní závěry o přímé kontrole státu. Je zřejmé, že měřeno hodnotou aktiv měl stát po dlouhou dobu významnou kontrolu nad největšími firmami. Jako prostředek přímé kontroly uvažujeme vlastnický podíl státu větší než 50%, i když je běžné používat často i menší podíly, které reprezentují

11 Vzorce definující účetní hodnotu firem pod určitým rozsahem kontroly uvádíme proto, aby bylo zcela jasné jak jsou souhrnné účetní hodnoty kontrolovaných aktiv počítány. Druhým důvodem je, nabídnout formalizovanou alternativu k verbální definici těm čtenářům, kterým kvantitativní prezentace vyhovuje lépe.

kontrolní balík akcií. Náš konzervativní pohled tak zamezuje spekulacím o objektivní velikosti podílu dostatečného k efektivní kontrole jednotlivých firem. Absolutní účetní hodnota firem, kde stát držel více jak poloviční (ne však 100%) podíl, je větší než účetní hodnota firem v jakékoli jiné jednotlivé kategorii. To platí pro všechny roky s výjimkou let 1995 a 1996. Ještě významnější je skutečnost, že účetní hodnota firem s více než 50% účastí státu (včetně podílů 100 %) byla v letech 2002–2005 vyšší než kombinovaná účetní hodnota firem ve všech zbylých kategoriích.¹²

Příčiny tohoto vývoje lze hledat v postupném utváření vlastnické struktury po privatizaci, kdy akcie z druhé vlny byly distribuovány na začátku roku 1995 a rychlá realokace k novým vlastníkům se odehrála v letech 1995–96 během takzvané „třetí vlny“, kdy noví vlastníci – včetně privatizačních fondů a státu – přeskupovali svá počáteční portfolia akcií. Podle druhu investora, bylo přeskupování akcií určeno k (a) diverzifikace portfolia, (b) získání silnějšího vlastnictví ve specifických firmách a odvětvích, (c) dosažení splnění zákonných pravidel, která omezovala privatizační fondy v získání nadměrných podílů.¹³

Investoři, zejména privatizační a investiční fondy, prováděli různé výměny velkého množství akcií, často mimo oficiální trh. Změny ve vlastnictví v letech 1995–96 tak byly masivní, neregulované a obvykle nepozorovatelné zvenčí. Stabilnější vlastnické struktury se začaly vytvářet až po roce 1996 (viz Hanousek, Kočenda a Švejnar, 2007). Absolutní účetní hodnota firem v portfoliu FNM s jasnou majoritou státu klesala pouze pozvolna ze 141 mld. korun v roce 1996 na 110 mld. v roce 2004. Stát také držel relativně stabilní portfolio firem se 100% kontrolou a někde i posílil svoje pozice.¹⁴ V kategoriích právní a blokační minority stát snižoval své podíly, čemuž odpovídá i pokles účetní hodnoty firem pod kontrolou státu.

Analýza by nebyla kompletní bez sledování relativní kontroly nad firemními aktivy. V pravých sloupcích tabulky 3 pod záhlavím jednotlivých vlastnických kategorií prezentujeme relativní účetní hodnotu firem v každé kategorii. Přímá kontrola je udávána v poměru relativní hodnoty k celkové pro každý rok. Podobně je i nyní rozsah přímé kontroly potvrzen. Navíc se rozsah relativní kontroly zvyšuje: jak se portfolio zmenšuje v absolutní hodnotě, státní kontrola nad aktivy ve firmách se zvyšuje. Příčina je v tom, že stát držel největší a nejdůležitější firmy pod přímou kontrolou během celé transformace, jak potvrzují obecně známá fakta o postupném prodeji státních podílů ve zprivatizovaných podnicích. Vyjádřeno v účetní hodnotě, ještě v roce 2004 stát kontroloval pomocí nadpolovičního podílu aktiva v hodnotě 118 mld. korun z celkové hodnoty 185 mld. aktiv podniků v portfoliu FNM. V relativním vyjádření toto reprezentuje schopnost státu přímo kontrolovat 63 % aktiv podniků z portfolia FNM. Lze jen konstatovat, že během dekády po ukončení kupónové privatizace si stát ponechal přímý vliv na významnou část české ekonomiky.

12 Děkujeme anonymnímu recenzentovi za toto výslovné upozornění.

13 Další podrobnosti týkající se „třetí vlny“ poskytují Kočenda, Lízal (2003, kap. 8).

14 Například zpětným nákupem privatizovaného podílu v národních aeroliniích.

4.2 Nepřímá kontrola

Státní kontrola nad společnostmi může být vykonávána různými prostředky. Nejjednodušší způsob byl popsán v předchozí části. Je to přímá kontrola pomocí počtu akcií držaných státem a spojených s odpovídajícími vlastnickými právy. Jiný prostředek je vtělen do instrumentu „zlaté“ akcie. Zlatá akcie byla v České republice zavedena zákonem č. 210/1993, který modifikoval zákon číslo 92/1991. Zákon určil podmínky pro převod práv od státu k ostatním subjektům s cílem ochrany zvláštních státních zájmů ve firmách zprivatizovaných ve velké privatizaci. Právo veta spojené se zlatou akcií se týká rozsahu a směru obchodní aktivity a záleží na charakteru podniku. Když stát prodává svou zlatou akcií, vzdává se práv v této společnosti a tato akcie přestává existovat.¹⁵ Nástroj zlaté akcie v České republice zcela neodpovídá pojmu, který je známý v jiných zemích, jelikož je limitován pouze na státní zájmy a neslouží například pro potřeby získání levnějšího úvěru (Bortolotti, Faccio, 2004). Tento instrument, ve formě jedné akcie se zvláštním statutem, dovoluje státu zabránit jakékoli podstatné změně ve společnosti, v níž zlatou akcií drží. Společnosti v sí ových odvětvích jsou typickým příkladem, kdy je státní kontrola prováděna pomocí zlaté akcie.¹⁶ Podobně ovšem stát uplatňoval svá práva i v jiných odvětvích. Navíc mnoho společností bylo prohlášeno za strategické společnosti, což implikovalo jejich zvláštní právní postavení. Podobně jako u zlaté akcie, status strategické společnosti dovoloval státu zasahovat do řízení společnosti ve větším rozsahu, než by odpovídalo velikosti vlastněného podílu. V některých společnostech byly oba nepřímé způsoby kontroly kombinovány.

Tabulka 4 shrnuje rozsah potenciálu nepřímé kontroly firem. V absolutním vyjádření stát aplikoval nepřímou formu kontroly – pomocí zlaté akcie nebo strategické klasifikace – pouze v malém množství firem, jak prezentujeme v levých sloupcích tabulky. V relativním vyjádření se podíl firem se zlatou akcií zvyšoval na úkor standardních společností bez nepřímé možnosti kontroly. Podíl strategických společností zůstával stabilní.

Tabulka 5 přináší údaje o potenciálu nepřímé kontroly měřené velikostí aktiv firem, které pod různé druhy nepřímé kontroly spadají. Nepřímá státní kontrola firemních aktiv značně mění pohled na potenciál státní kontroly nad ekonomikou. Tabulka 5 ukazuje poměrně rozsáhlou kontrolu státu. Množství aktiv – kontrolováno nepřímými nástroji – je výrazně větší než u firem bez této kontroly. Ještě v 2004 mohl stát pomocí

15 Další ekonomický a právní rozbor instrumentu zlaté akcie v české republice poskytují Kočenda, Lízal (2003, s. 175–176).

16 Skutečnost, že stát používá zlatou akcií jako prostředek kontroly, není ojedinělá pouze pro transformační ekonomiky. Španělská společnost Telefónica, dříve telekomunikační monopol ve Španělsku, byla zcela převedena do soukromého sektoru v roce 1997 po prodeji posledního státního podílu v této společnosti. Nicméně politický mechanismus rozhodování a kontroly fungoval i po privatizaci využitím právě zlaté akcie v rukou státu. Některé obchody, které by byly pozitivní pro akcionáře, se neuskutečnily a některé, které snížily hodnotu akcií se naopak uskutečnily. Rozložení různých manažerských přístupů nebylo pro společnost optimální. Žádný soukromý vlastník neměl skutečnou autoritu vykonávat řízení nad společností. Vládní zlatá akcie způsobila, že cizí převzetí nebylo možné a jakákoli hrozba převzetím byla neefektivní (Bel, Trillas, 2005).

nepřímých nástrojů kontrolovat aktiva firem v hodnotě 124 mld. Kč z celkových 185 mld. Jelikož zlatá akcie nebo strategická klasifikace byly spojeny s podniky zásadního významu pro ekonomiku, jejich nezávislost na státu plně neodrážela realitu. Přestože byly zprivatizovány, tyto podniky a jejich aktiva byly součástí veřejné ekonomiky.

4.3 Kombinovaná kontrola

Abychom ohodnotili efektivní kontrolu státu nad podniky, zkombinovali jsme všechny prostředky kontroly dohromady. Grafy 1 a 2 ilustrují vývoj kontrolního potenciálu státu pomocí přímé kontroly, kterým je vlastnický podíl nad 50 % a k tomu přiřazené hlasovací právo, společně s nepřímou kontrolou prostřednictvím zlaté akcie, klasifikací podniku jako strategické firmy či kombinace obou mechanismů kontroly. Nejprve ukazujeme rozsah kontroly podle počtu firem (graf 1) a poté podle množství aktiv, které tyto firmy představují (graf 2).

Kombinované údaje doplňují předchozí závěry. Z grafu 1 je zřejmé, že největší nárůst počtu firem pod kombinovanou kontrolou byl v období bezprostředně po dokončení privatizace. V roce 1997 je 185 firem v portfoliu FNM z celkového počtu 527 pod efektivní kontrolou státu, což představuje více než 35 % portfolia. Počet těchto firem postupně klesá, avšak rychlejší pokles je vidět až po roce 2000; relativní počet kontrolovaných firem zůstává vysoký. Přesto je v roce 2005 pod kontrolou státu ještě 52 firem z celkového počtu 109 zbytkového portfolia.

Podobný vývoj je zřetelný také v případě, kdy sledujeme vývoj kontrolního potenciálu nad aktivy podniků v portfoliu FNM. Z grafu 2 je zřejmé, že tento rozsah je nejvyšší v roce 1997, kdy bylo 68 % celkových aktiv podniků v portfoliu FNM pod potenciální kontrolou státu. Jednalo se o 277 mld. aktiv z celkových 408 mld. Kč. Tento rozsah pomalu klesá, ale až po roce 2002 klesá výrazněji. Na konci sledovaného období v roce 2005 je zhruba 90 mld. aktiv z celkových 136 mld. Kč pod vlivem kombinované kontroly. Na základě podílů v portfoliu je relativní poměr aktiv firem pod kontrolou státu od roku 1998 stabilní.

Jak počet podniků, tak rozsah jejich aktiv pod kombinovanou potenciální kontrolou státu v čase klesá. Prezentované údaje však ukazují, že střední a velké podniky zprivatizované na počátku devadesátých let zůstaly pod přímou nebo nepřímou kontrolou státu dramaticky déle, než stát proklamoval.

5. Rozsah kontroly v ekonomice

Dosud jsme se zabývali rozsahem kontrolního potenciálu v rámci firem spadajících do portfolia FNM. V grafu 3 přinášíme poměr kontrolního potenciálu vzhledem k jiným podnikům, jež pod vliv státu nespádají. V grafu ukazujeme časový vývoj dvou poměrových ukazatelů. První ukazatel ($PV_t^{(1)} = V_t^M / V_t^T$) měří poměr hodnoty aktiv zprivatizovaných firem v portfoliu FNM, které jsou kontrolovány pomocí akciové majority ($V_t^M = \sum_{j=1}^N A_{jt} I_{jt}^{50\%}$), vůči hodnotě aktiv všech akciových společností v České republice ($V_t^T = \sum_{j=1}^N A_{jt}$). Druhý ukazatel ($PV_t^{(2)} = V_t^{MZA} / V_t^T$) měří poměr hodnoty

aktiv zprivatizovaných firem v portfoliu FNM, které jsou kontrolovány pomocí akciové majority nebo nepřímo pomocí zlaté akcie ($V_i^M \text{ ZA } \sum_{j=1}^N A_{ji} \text{ I } 50\% \text{ I ZA}$), vůči hodnotě aktiv všech akciových společností v České republice ($V_i^T \sum_{j=1}^N A_{ji}$). České akciové společnosti a hodnota jejich aktiv tak slouží přeneseně jako určité měřítko pro velikost ekonomiky. Protože nemáme k dispozici přesné údaje o příspěvku jednotlivých podniků na tvorbu HDP, používáme hodnotu aktiv českých akciových společností jako zástupné měřítko pro velikost ekonomiky. Přesnější měření této velikosti leží mimo rozsah tohoto článku.

Z grafu 3 je zřejmé, že vrchol kontrolního potenciálu byl zaznamenán v roce 1997, kdy poměr kontrolovaných vůči nekontrolovaným aktivům akciových společností překonal úctyhodných 20 %.¹⁷ Poměrový ukazatel se během doby snižuje, ale ještě v roce 2000 se drží nad hranicí 10 %. V tomto roce také dochází ke konvergenci obou poměrových ukazatelů kontroly, což svědčí o tendenci státu kontrolovat společnosti primárně standardním nástrojem akciové kontroly.

Vzhledem k tomu, že uvažujeme pouze podniky v portfoliu FNM, nejsou v kontrolním potenciálu státu zahrnuty společnosti typu Českých drah, České pošty a podobně. Tyto *de facto* státní podniky svou hodnotou aktiv, počtem zaměstnanců a celkovým obratem představují nezanedbatelnou část ekonomiky. Pokud bychom tyto podniky uvažovali při konstrukci poměrových ukazatelů v grafu 3, kontrolní potenciál státu by se dále zvýšil. Tato analýza však vyžaduje přesnou znalost rozměru aktiv státu v podnicích tohoto typu a bude předmětem dalšího výzkumu.

Kontrolní potenciál státu i přes jeho velký rozsah není třeba chápat jako monstrózní sí každodenního managementu, ale jako reálný potenciál kontroly v případě důležitých rozhodnutí o hospodářském vývoji podniků, jejich aktivech či peněžních tocích vůči státu. Stejně tak nelze rozsah kontroly přeceňovat z hlediska podnikové výkonnosti. Hanousek, Kočenda a Švejnar (2007) dokumentují, že v důležitém období let 1996–1999, kdy byl kontrolní potenciál státu největší, měly české firmy zprivatizované ve velké privatizaci ekonomickou výkonnost velmi podobnou té, jakou vykazovaly podniky vlastněné státem.

V souvislosti s kontrolním potenciálem státu existuje ještě jedna skutečnost, která je poměrně významná. Je jí určitý konflikt mezi oficiálně publikovaným podílem soukromého sektoru na tvorbě agregovaného výstupu ekonomiky a reálným stavem, který vyplývá z kontrolního potenciálu státu. V grafech 4 a 5 prezentujeme vývoj podílu soukromého sektoru v ekonomice ve dvou podobách. Graf 4 ilustruje procentuální podíl soukromého sektoru na tvorbě hrubého domácího produktu podle EBRD (2001, 2006). Graf 5 zobrazuje podíl soukromého sektoru na tvorbě hrubé přidané hodnoty podle Českého statistického úřadu. Z obou grafů je vidět velmi rychlý nárůst podílu soukromého sektoru v ekonomice, jenž trval od počátku transformace do roku 1994, kdy

17 Tento výsledek velmi přesně odpovídá názoru, že „Osm roků od listopadu 1989 nutno konstatovat, že přes veškerou rétoriku oficiální transformační doktríny žijeme ve „státním kapitalismu“ kde ... vliv státu vysoce přesahuje oněch 20 % státního majetku, který zbývá oficiálně „doprivatizovat“ (Mlčoch, 1997, s.7). Státní kapitalismus v rétorice teorie komparativních systémů označuje koexistenci státu s threm v ekonomice.

byla prakticky ukončena kupónová privatizace. Pomalejší nárůst pak pokračoval v období 1995–1999/2000 a poté se podíl soukromého sektoru stabilizoval. Obě instituce zdrojových dat k uvedeným grafům nepostihují nuanci, že v období po ukončení privatizace po roce 1994, tedy i v době pomalejšího nárůstu podílu soukromého sektoru, se do podílu soukromého sektoru započítávala produkce podniků pod efektivní kontrolou státu. Je zřejmé, že z pohledu kontrolního potenciálu státu nad *de iure* soukromými podniky je podíl soukromého sektoru na agregátním výsledku hospodářství prezentovaný v grafech 4 a 5 nadhodnocený.¹⁸

I přes určité nadhodnocení rozsahu podílu soukromého sektoru na tvorbě agregovaného výstupu ekonomiky je však možné říci, že se velmi pravděpodobně jednalo o přechodný jev. Jak vyplývá z grafu 3, snížil se ke konci sledovaného období podíl aktiv státem kontrolovaných podniků vůči aktivům akciových společností v ČR na úroveň 3 %. Lze očekávat, že se toto snížení podobným způsobem odrazilo i ve zvýšení podílu *skutečně* soukromého sektoru na ekonomickém výstupu. Pokud bychom mohli přesně oddělit podíl státem kontrolovaných podniků na agregovaném výstupu od podílu oficiálního soukromého sektoru a tento rozdíl zobrazit graficky, předpokládáme, že taková hypotetická křivka by stoupala daleko pozvolněji po velkou část sledovaného období a teprve na jeho konci by se těsně přiblížila či spojila s oficiální prezentací v grafech 4 a 5.

Tato konvergence na podnikové a státní úrovni má svou paralelu v konvergenci makroekonomické. Kočenda (2001) ukazuje, že již na konci devadesátých let byl i přes rozdílnost počátečních podmínek na začátku transformačního procesu nebo různost přístupů k privatizaci dosažen určitý stupeň makroekonomické konvergence mezi vybranými zeměmi střední a východní Evropy, včetně například států Víšegrádské čtyřky. Z citované analýzy je patrné, že společné institucionální postupy a hospodářské politiky vykazují vyšší stupeň korelace s vyšším stupněm konvergence. Tento výsledek je v souladu s neoklasickou teorií růstu, která vysvětluje konvergenci podobných zemí. Podobně lze interpretovat i postupný ústup státu z kontrolních pozic ve zprivatizovaných podnicích. Ústup, který je přirozeným výsledkem transformace, která „má své spontánní složky a těm se nelze bránit, resp. ubránit. Mimořádně silně to platí pro privatizaci“ (Klaus, Tříška, 2006, s. 299). Morální dilema rozporu mezi skutečně soukromou ekonomikou a kontrolním potenciálem státu však zůstává a zřejmě bude po nějakou dobu přítomné, nebo „úpadek morálky v průběhu transformace žádná dilemata nevyřešil, ale naopak vyvolal dilemata nová a ještě složitější“ (Mlčoch, 2003, s. 16).

6. Závěr

Zkoumali jsme rozsah potenciální kontroly státu v českých firmách, které byly zprivatizovány ve velké privatizaci. V souvislosti s privatizací byl založen Fond

18 Dostupné zdroje dat ani rozsah tohoto článku neumožňují přesnější kvantifikaci tohoto nadhodnocení. Rovněž nejsme schopni vyčíslit jaké by byly výsledky po uvážení příspěvku jednotlivých podniků z hlediska tvorby HDP.

národního majetku (FNM) jako zvláštní agentura hájící ekonomické zájmy státu a majetek státu zůstal pod jeho správou i v dalším období po dokončení privatizace. Data za období delší než jedna dekáda nám dovolují zkoumat kontrolní potenciál státu jako důležitého vlastníka a spoluvlastníka.

Státní kontrola v podnicích může být vykonávána pomocí různých prostředků. Přírozeným prostředkem kontroly je vlastnictví nadpolovičního množství akcií, které přináší odpovídající hlasovací práva. Dalším prostředkem kontroly je „zlatá“ akcie. Tento instrument, ve formě jediné akcie se speciálním statutem, dovoluje státu zabránit podstatným změnám v podniku, kde stát vlastní tuto akcii. Navíc řada podniků byla prohlášena za strategické firmy se speciálním statutem. Podobně jako v případě zlaté akcie stát mohl uplatňovat v těchto firmách větší kontrolu, než by odpovídalo skutečnému vlastnickému podílu. V některých firmách byly aplikovány oba způsoby nepřímé kontroly. Jestliže se zkombinují všechny způsoby kontroly dohromady, můžeme ohodnotit kontrolní potenciál státu nad zprivatizovanými podniky. Na vrcholu sledovaného období bylo téměř 90 procent aktiv firem v portfoliu FNM pod efektivní kontrolou státu. Rozsah této kontroly klesal pomalu a pouze po roce 2002 objem aktiv firem pod efektivní kontrolou státu klesal rychleji. Pokud vezmeme v potaz počet firem pod státní kontrolou, celkový trend je podobný.

Na závěr je možné říci, že vliv kontoly státu nelze nadhodnocovat či přeceňovat. Na druhé straně naše analýza přesvědčivě ukazuje, že část soukromého sektoru tvořená středními a velkými podniky odstátněnými ve velké privatizaci nebyla po značnou část sledovaného období (1994–2005) skutečnou soukromou ekonomikou. Součástí *skutečně* soukromého sektoru se tyto podniky stávají až po prodeji zbytkových státních podílů, zrušení zlatých akcií a následném snížení kontrolního potenciálu státu.

Tabulka 1
Stručný přehled výsledků kupónové privatizace

Subjekt	1. vlna	2. vlna
Počet státních podniků vstupující do kupónové privatizace	988	861
Účetní hodnota akcií určených na kupónovou privatizaci v jednotlivých vlnách (mld. Kč)	212,5	155,0
Účast občanů (v milionech)	5,98	6,16
Průměrná účetní hodnota majetku na zúčastněného občana (v Kč)	35.535	25.160
Procentuální podíl kupónových bodů v privatizačních fondech	72,2 %	63,5 %

Pramen: Ministerstvo financí, Ministerstvo pro privatizaci

Tabulka 2

Počet firem v portfoliu FNM

Rok	Celkem	méně než 10 %		[10 % až 33 %)		[33 % až 50 %)		[50 % až 100 %)		100 %	
		absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní
1994	990	416	42 %	376	38 %	100	10 %	79	8 %	19	2 %
1995	1048	582	56 %	246	23 %	99	9 %	101	10 %	20	2 %
1996	760	426	56 %	183	24 %	69	9 %	64	8 %	18	2 %
1997	527	284	54 %	108	20 %	50	9 %	41	8 %	44	8 %
1998	351	214	61 %	46	13 %	35	10 %	24	7 %	32	9 %
1999	293	183	62 %	29	10 %	29	10 %	27	9 %	25	9 %
2000	264	165	63 %	21	8 %	27	10 %	25	9 %	26	10 %
2001	235	157	67 %	16	7 %	25	11 %	18	8 %	19	8 %
2002	190	133	70 %	12	6 %	15	8 %	17	9 %	13	7 %
2003	164	116	71 %	14	9 %	9	5 %	12	7 %	13	8 %
2004	137	93	68 %	14	10 %	5	4 %	10	7 %	15	11 %
2005	109	75	69 %	11	10 %	5	5 %	9	8 %	9	8 %

Tabulka 3

Hodnota aktiv firem v portfoliu FNM (v miliardách Kč)

Rok	Celkem mld. Kč	méně než 10 %		[10 % až 33 %)		[33 % až 50 %)		[50 % až 100 %)		100 %	
		absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní
1994	353	104	29 %	101	29 %	33	9 %	115	32 %	1	0 %
1995	579	224	39 %	72	12 %	71	12 %	206	36 %	7	1 %
1996	490	181	37 %	71	15 %	92	19 %	141	29 %	6	1 %
1997	408	121	30 %	38	9 %	105	26 %	138	34 %	7	2 %
1998	350	98	28 %	12	4 %	101	29 %	133	38 %	6	2 %
1999	330	94	29 %	10	3 %	79	24 %	141	43 %	5	2 %
2000	315	88	28 %	8	3 %	75	24 %	138	44 %	5	2 %
2001	289	69	24 %	8	3 %	72	25 %	131	45 %	9	3 %
2002	270	66	24 %	5	2 %	52	19 %	141	52 %	5	2 %
2003	229	56	24 %	23	10 %	35	15 %	111	48 %	5	2 %
2004	185	52	28 %	15	8 %	0	0 %	110	59 %	8	4 %
2005	136	49	36 %	14	10 %	0	0 %	68	50 %	5	3 %

Poznámka: Absolutní hodnota je v mld. Kč

Tabulka 4

Počet strategických firem v portfoliu FNM

Rok	Celkem	Zlaté akcie		Strategické		Zlaté&strategické		Standardní	
		absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní
1994	990	data nejsou k dispozici							
1995	1048								
1996	760								
1997	527	77	15 %	23	4 %	19	4 %	408	77 %
1998	351	75	21 %	21	6 %	19	5 %	236	67 %
1999	293	72	25 %	19	6 %	19	6 %	183	62 %
2000	264	68	26 %	17	6 %	19	7 %	160	61 %
2001	235	44	19 %	15	6 %	19	8 %	157	67 %
2002	190	37	19 %	13	7 %	8	4 %	132	69 %
2003	164	37	23 %	9	5 %	1	1 %	117	71 %
2004	137	34	25 %	8	6 %	0	0 %	95	69 %
2005	109	34	31 %	5	5 %	0	0 %	70	64 %

Tabulka 5

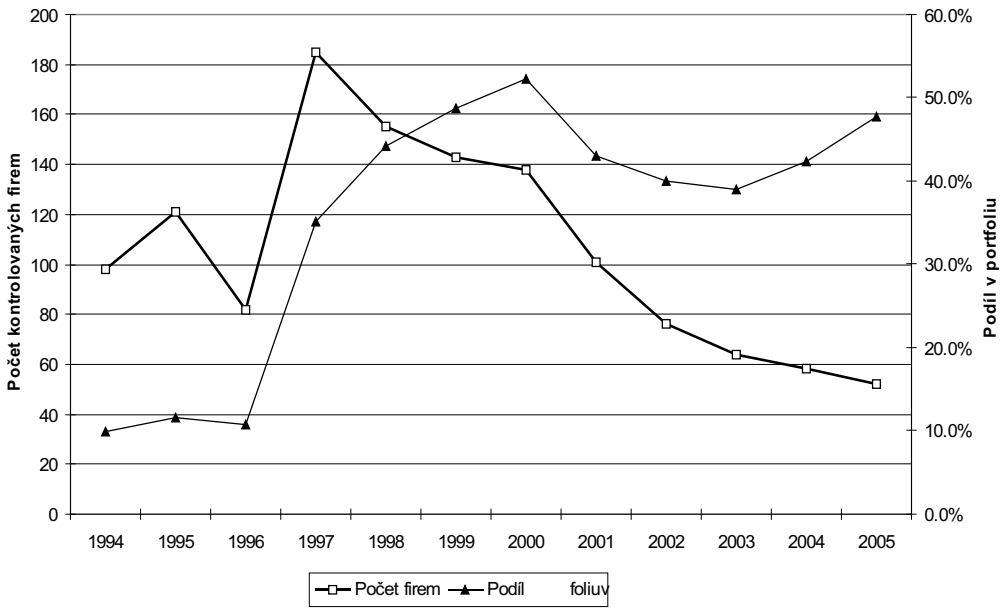
Hodnota aktiv strategických firem v portfoliu FNM (v miliardách Kč)

Rok	Celkem	Zlaté akcie		Strategické		Zlaté&strategické		standardní	
		absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní	absolutní	relativní
1994	353	data nejsou k dispozici							
1995	579								
1996	490								
1997	408	37	9 %	177	43 %	57	14 %	138	34 %
1998	350	36	10 %	175	50 %	56	16 %	83	24 %
1999	330	34	10 %	165	50 %	56	17 %	75	23 %
2000	315	22	7 %	158	50 %	56	18 %	78	25 %
2001	289	18	6 %	151	52 %	56	19 %	64	22 %
2002	270	19	7 %	145	54 %	43	16 %	62	23 %
2003	229	19	8 %	118	51 %	24	10 %	69	30 %
2004	185	17	9 %	107	58 %	0	0 %	61	33 %
2005	136	17	13 %	65	48 %	0	0 %	53	39 %

Poznámka: Absolutní hodnota je v mld. Kč.

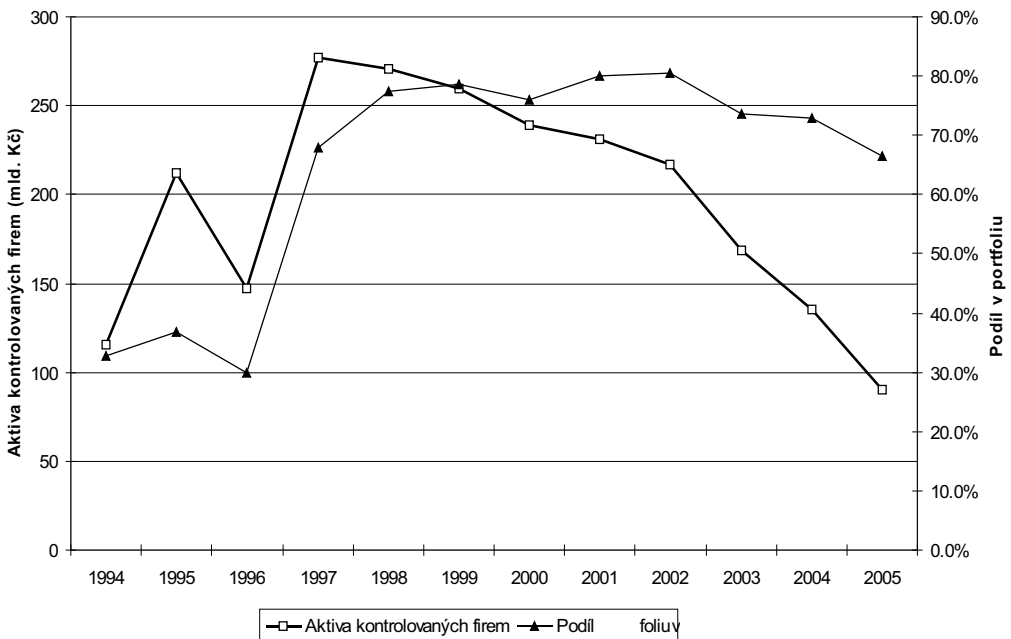
Graf 1

Kombinovaný potenciál kontroly: Absolutní a relativní počet firem v portfoliu FNM (v mld. CZK)

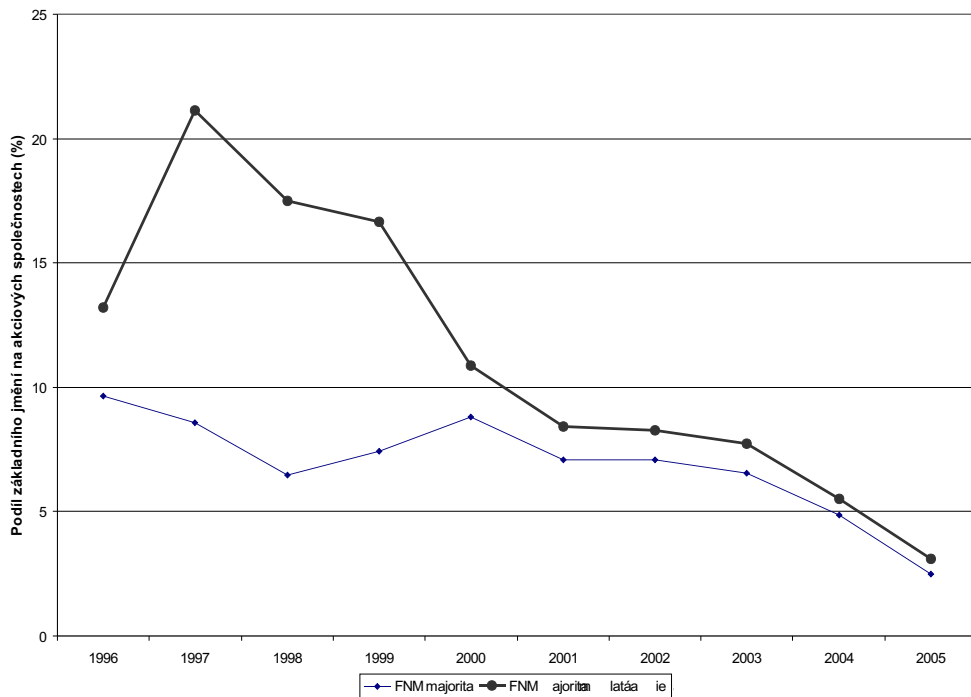


Graf 2

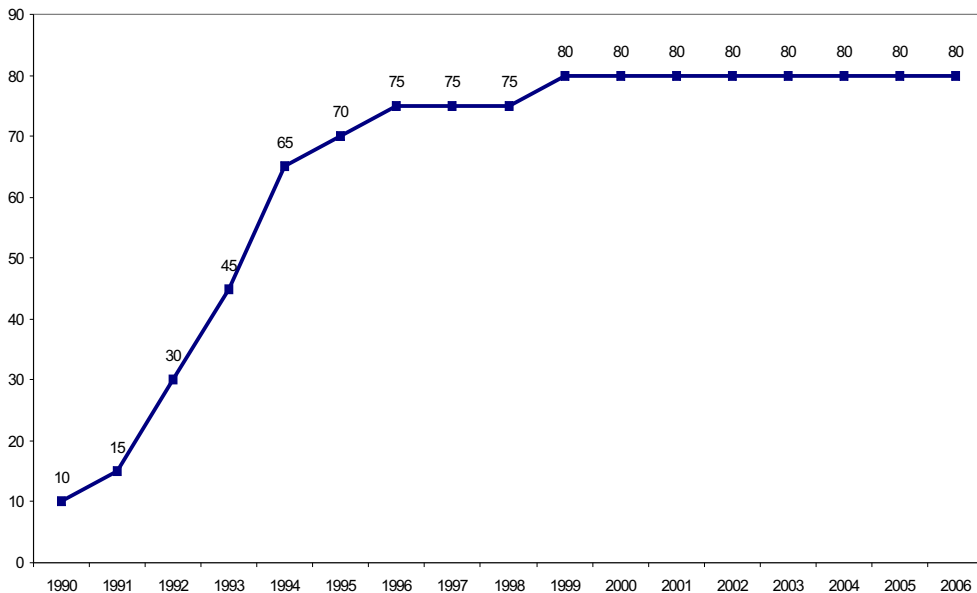
Kombinovaný potenciál kontroly: Absolutní a relativní účetní hodnota firem v portfoliu FNM (v mld. Kč)



Graf 3
Podíl aktiv firem ovládaných FNM (majorita a zlatá akcie) vůči hodnotě aktiv akciových společností v ČR



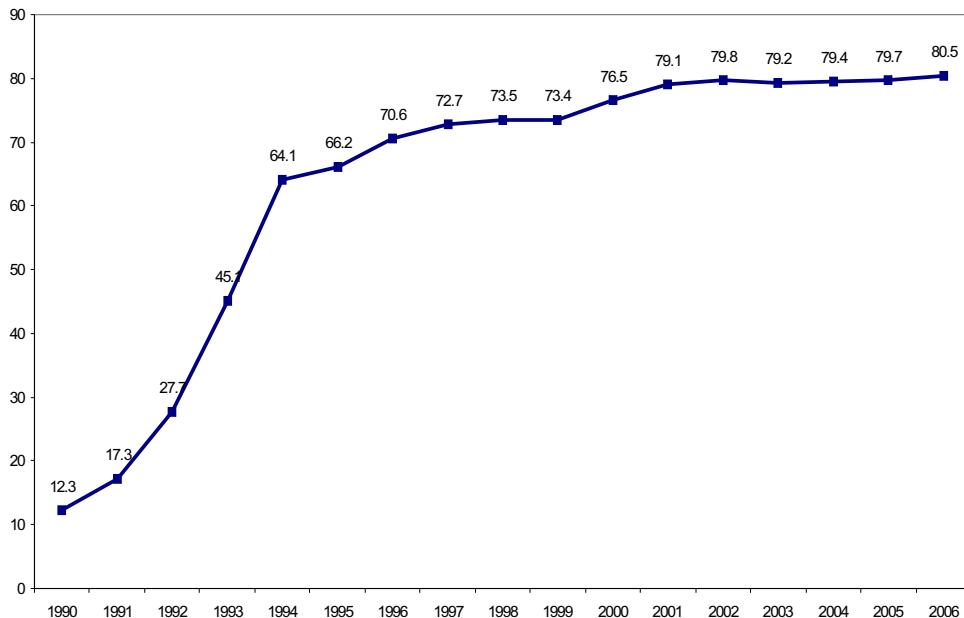
Graf 4
Podíl soukromého sektoru na tvorbě HDP (v procentech)



Zdroj: EBRD (2001, 2006)

Graf 5

Podíl soukromého sektoru na tvorbě hrubé přidané hodnoty (v procentech)



Zdroj: Český statistický úřad

Literatura

- BEL, G.; TRILLAS, F. 2005. Privatization, Corporate Control and Regulatory Reform: the Case of Telefonica. *Telecommunications Policy*, 2005, vol. 29, no. 1, s. 25–51.
- BORTOLOTTI, B.; FACCIO, M. 2007. Government Control of Privatized Firms, May 2007 [Working Paper No. 40/2004]. Dostupný z WWW: <http://ssrn.com/abstract=536683>.
- EBRD. 2001. Transition Report 2001 – Energy in Transition. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2001.
- EBRD. 2006. Transition Report 2006 – Finance in Transition. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2006.
- HANOUSEK, J.; KOČENDA, E.; ŠVEJNAR, J. 2007. Origin and Concentration: Corporate Ownership, Control and Performance in Firms after Privatization. *Economics of Transition*, 2007, vol. 15, no. 1, s. 1–31.
- HANOUSEK, J.; KROCH, E. 1998. The Two Waves of Voucher Privatization in the Czech Republic: A Model of Learning in Sequential Bidding. *Applied Economics*, 1998, vol. 30, s. 133–143.
- KLAUS, V.; TRÍŠKA, D. 2006. Polemika se Svetozarem Pejovicem o transformační, tedy neklasické privatizaci. *Politická ekonomie*, 2006, roč. 54, č. 3, s. 291–306.
- KOČENDA, E. 2000. Zbytkový státní majetek a vlastnická práva. *Politická ekonomie*, 2006, roč. 48, č. 3, s. 393–400.
- KOČENDA, E. 2001. Transformace a konvergence ve střední a východní Evropě. *Finance a úvěr*, 2001, roč. 51, č. 4, s. 234–248.
- KOČENDA, E.; LÍZAL, L. 2003. *Český podnik v české transformaci: 1990–2000*. Praha : Academia, 2003.
- KOTRBA, J. 1995. Privatization Process in the Czech Republic: Players and Winners. In ŠVEJNAR, J. (ed.). *The Czech Republic and economic transition in Eastern Europe*. San Diego; London; Toronto : Harcourt Brace, Academic Press, 1995, s. 159–198.

- KOTRBA J.; KOČENDA E.; HANOUSEK J. 1999. The Governance of Privatization Funds in the Czech Republic. In SIMONETI, M.; ESTRIN, S.; BOEHM, A. (eds.). *The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*. London : Edward Elgar, 1999, s. 7–43.
- KOTRBA, J.; ŠVEJNAR, J. 1994. Rapid and Multifaceted Privatization: Experience of the Czech and Slovak Republics. *MOCT–MOST: Economic Policy in Transition Economies*, 1994, vol. 4, s. 147–185.
- LEWANDOWSKI, J. 1997. The Political Context of Mass Privatization in Poland. In LIEBERMAN, I. W.; NESTOR, S.; DESAI, R. (eds.). *Between state and market: Mass privatization in transition economies* [Studies of Economies in Transformation no. 23]. Washington, DC : The World Bank, 1997.
- LEWANDOWSKI, J.; SZOMBURG, J. 1990. Dekalog prywatyzacji. *Tygodnik Solidarność*, 1990, no. 45, Supplement.
- MLČOCH, L. 1995. Restrukturalizace vlastnických vztahů očima institucionálního ekonoma. *Politická ekonomie*, 1995, roč. 43, č. 3, s. 297–306.
- MLČOCH, L. 1997. Role státu v privatizovaných podnicích: zestátnit anebo doprivatizovat? In MLČOCH, L.; HOLMAN, R.; BUDÍNSKÝ, P. (eds.). *Role státu v privatizovaných podnicích*. Praha : Česká společnost ekonomická, 1997, s. 3–10 [Seminář České společnosti ekonomické, Praha, 23. října 1997].
- MLČOCH, L. 2003. The Economics of Trust. *Finance & the Common Good / Bien Commun*. 2003, no. 13/14, s. 8–18.
- VALBONESI, P. 1995. Privatizing by Auction in the Eastern European Transition Countries: The Czechoslovak experience. *MOCT–MOST: Economic Policy in Transition Economies*. 1995, vol. 5, s. 101–131.

CONTROL POTENTIAL OF THE STATE IN PRIVATIZED FIRMS

Jan Hanousek, Evžen Kočenda, CERGE, Charles University; Economics Institute, Academy of Sciences of the Czech Republic; The William Davidson Institute, University of Michigan Business School; and Center for Economic Policy Research, London

Abstract

The privatization strategy in many transition economies involved the creation of a special government agency that administered state property during privatization programs as well as after the privatization was declared complete. The National Property Fund (FNM) was the agency in the Czech Republic. In many firms the state kept residual state property long after the privatization was completed. We analyze the control potential of the state exercised through the FNM via the control rights associated with capital stakes in firms along with special voting rights provided by law. Based on complete data set on assets as well as the means of control in privatized firms we conclude that for most of the 1994–2005 period state control potential was extensive and certainly larger than was found by earlier research.

Keywords

privatization, state control potential, golden share, strategic firms

JEL Classification

D2, G3, H8, L3, P4