

ROZSAH INTEGROVANÉHO STÁTNÍHO VLASTNICTVÍ A VLIV FIREMNÍ KONTROLY NA VÝKONNOST ČESKÝCH PODNIKŮ

Jan Hanousek, Evžen Kočenda, CERGE-EI, Karlova univerzita a Akademie věd, Praha, Česká republika; Anglo-americká vysoká škola; The William Davidson Institute, Michigan; CEPR, London*

1. Úvod a motivace

La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer (1999) ukazují, že vlastnická struktura vertikálně organizovaných společností, známá jako korporátní pyramidy, je rozšířená po celém světě.¹ Tyto struktury se však častěji nacházejí v rozvíjejících se trzích (Khanna a Yafeh, 2007). Většina článků na toto téma se obvykle zaměřuje na rodinnou formu vlastnictví jako kontrolního subjektu na vrcholu korporátní pyramidy, kdežto role státu jako možného kontrolního vlastníka je v analýzách přehlížena (více v Morek, Wolfenzon a Yeung, 2005). V tomto článku přinášíme empirickou kvantifikaci role státu jako konečného vlastníka na vrcholku korporátní pyramidy s mnoha podřízenými soukromými společnostmi. Naše detailní analýza dat ukazuje, že po skončení privatizace existovala v České republice značná přímá státní kontrola podnikového sektoru. Dále ukazujeme, že tato státní kontrola neměla podpurný efekt na výkonnost kontrolovaných společností, která v čase klesala a často byla i záporná. Docházíme proto k závěru, že existující integrovaná státní kontrola nebyla státem efektivně využívána, což poukazuje na neefektivnost státního aparátu. Obecně můžeme říci, že integrovaná státní kontrola byla v ČR využívána v daleko menším rozsahu než v Číně nebo Rusku (viz. Chernykh, 2008 či Ma, Yao a Xi, 2006).

Integrovaná státní kontrola může vzniknout díky přímé kontrole, která plyne z práva majoritního vlastníka a může dále vzrůst díky vlivu vlastnictví zlaté akcie až k instituci s komplexní strukturou, jakou je vlastnická pyramida. Tato struktura, podobná fraktálnímu způsobu vlastnictví, se může uplatňovat na mnoha úrovních. Základní charakteristikou korporátní pyramidy je vlastnictví a kontrola, která umožňuje konečnému vlastníkovi nadstandardní kontrolu nad minoritními akcionáři.

* Část tohoto článku byla napsána při výzkumném pobytu Evžena Kočendy, jenž tímto děkuje Centru pro ekonomická studia na Universitě Ludvíka-Maxmiliána v Mnichově. Děkujeme za podnětné připomínky, které poskytli Lucy Chernykh, Iraj Hashi, Charles-Henri Reuter, tři anonymní recenzenti PE a účastníci konferencí a seminářů (Split, 2009; Mnichov, 2009; Regensburg, 2010; Bordeaux, 2010). Tento výzkum byl podpořen grantem GAČR č. 402/09/1595.

1 Korporátní pyramida je obecně skupina firem, jejíž vlastnická struktura má podobu kontroly ve směru „shora dolů“, kde konečný vlastník je nahoře a uplatňuje kontrolu nad firmami, které jsou v nižších úrovních.

Již Berle a Means (1932) upozornili na existenci velké nesrovnalosti mezi právy konečného vlastníka a právy nad peněžními toky v korporátních pyramidách. Tato vlastnická práva jsou typicky velmi silná a existují díky nástrojům, které jsou popsány výše, kdežto práva na peněžní toky mohou být výrazně nižší, jak ukazují Bebchuk, Kraakman a Triantis (2000). Tradičně se předpokládá, že pyramidy jsou formovány tak, aby dovolily dosáhnout kontrolu nad firmami za použití relativně malého množství peněžních toků. Toto uspořádání může způsobit méně efektivní správu firem a dále problémy z důvodu rozdílných zájmů vlastníků a vedení společnosti (principal-agent problém). Další důvody pro existenci pyramidových skupin jsou omezené závazky formálně oddělených společností, větší prostor pro mobilitu a povyšování vedoucích pracovníků a spojený s jejich lepším monitorováním, či poskytování kapitálu za lepších podmínek firmám v rámci struktury (Morck, Wolfenzon and Yeung, 2005). I přes vysokou četnost pyramidových skupin, žádná formální teorie nevysvětluje jejich existenci (Almeida and Wolfenzon, 2006).

V literatuře se často tvrdí, že pyramidové struktury umožňují zneužívání minoritních akcionářů, které je též známé jako „tunelování“.² To vychází z vlastnických a kontrolních charakteristik pyramid a nedostatečných institucionálních struktur v mnoha zemích. Toto téměř axiomatické spojení korporátní pyramidy se zneužíváním minoritních akcionářů není vždy opodstatněné a Khanna a Yafeh (2007, s. 346) například ukazují, že „neexistuje jednoznačná empirická evidence, která by prokazovala tunelování zisků, náležitých minoritním akcionářům v pyramidových strukturách“.

Jak už jsme zmínili, související literatura se ve většině případů koncentruje na bohaté rodiny, které jsou na vrcholu pyramidy. Autoři obvykle zkoumají dopady pyramidových struktur na výkonnost společností (souhrn výsledků přinášející například Morck, Wolfenzon a Yeung, 2005), avšak pyramidové struktury se státem jako konečným vlastníkem nejsou téměř vůbec zkoumány. Existující studie ukazují značně rozsáhlou přítomnost státu v evropských firmách (La Porta, Lopez-de Silanes ad Shleifer, 1999; Faccio a Lang, 2002). Kontrolní potenciál státu dále narůstá, když je vlastnictví posíleno zlatými akciemi (Bortolotti a Faccio, 2006). Literatura zkoumající rozsah státní kontroly pomocí pyramid v transformačních ekonomikách není velmi rozšířená, ale například Chernykh (2008) dokládá, že stát kontroluje 37–48 % ruských firem. Ma, Yao a Xi (2006) popisují vývoj čínských podnikatelských skupin, v nichž stát, jako největší akcionář, může uplatňovat efektivní kontrolu nad množstvím společností. V obou zemích byly tyto vlastnické struktury podobné pyramidám formovány záměrně s cílem, aby stát mohl uplatňovat rozsáhlou kontrolu v ekonomice.

Identifikace rozsahu integrované státní kontroly je důležitá, protože stát jako konečný vlastník může uplatňovat rozsáhlý politický vliv nad ekonomikou a protože rozsah politické kontroly je přímo úměrný rozsahu kontroly nad majetkem a ne rozsahu vlastněného majetku (Morck, Stangeland, a Yeung, 2000; Morck a Yeung,

2 Pojem „tunelování“ byl poprvé použit jako vyvlastnění minoritních akcionářů během velké privatizace v České republice a začala být široce využívána v literatuře díky Johnson, La Porta, Lopez-de Silanes a Shleifer (2000).

2004). V případě státu jako konečného vlastníka se znásobuje rozsah kontroly pomocí rozsáhlého vějíře aktiv v kombinaci s rozsáhlým politickým vlivem. Vláda formovaná silnou stranou nebo koalici může využít tuto kontrolu pro získání financí a tím mimo jiné i pro znovuzvolení. Tato výhoda může být nebezpečná především v zemích s méně rozvinutými institucemi a právním rámcem, jelikož takové chování vede ke korupci a zneužití aktiv. Možnost státu zasahovat v ekonomice a udělovat regulační a právní výhody specifickým firmám je velmi dobře analyzována pro mnoho tranzitivních ekonomik v práci Hellman, Jones, a Kaufmann (2003).

Identifikace rozsahu kontroly je také důležitá z hlediska potenciálních negativních vlivů způsobených konfliktem politických a ekonomických nákladů (Shleifer a Vishny, 1994; Qian, 1996). Například firmy s kontrolou státu, které sledují jiné než ekonomické cíle, méně často inovují a restrukturalizují svou výrobu (Frydman, Hessel, a Rapaczynski, 2006) nebo tyto firmy záměrně opožďují restrukturalizaci (Bennett, Estrin, a Maw, 2005). Měkká rozpočtová omezení mohou existovat mezi státem ovládanými poskytovateli úvěrů a firmami, protože oba typy subjektů mohou být skryty v nepozorovaných spojeních mezi firmami a finančními institucemi pod státní kontrolou (Hanousek a Kočenda, 2008). Zvýhodnění státem kontrolovaných firem ze strany státem kontrolovaných finančních institucí způsobuje vznik dotací, jejichž efekt na firmy ve Střední Evropě byl prokázán ve studii Frydman, Gray, Hessel, a Rapaczynski (2000).

Význam našeho článku vidíme v tom, že přináší analýzu rozsahu integrované státní kontroly a efektu této kontroly na ekonomické výsledky českých firem. Integrovaná státní kontrola, včetně její formy vlastnické pyramidy, může obecně vzniknout jako výsledek rozsáhlé privatizace, které proběhly v mnoha zemích a které se následně projevovaly na výkonnosti nově privatizovaných firem; toto téma je rozsáhle diskutováno v práci Estrin, Hanousek, Kočenda, a Svejnar (2009). V rámci rozsáhlé privatizace v České republice vznikly z dřívějších státních podniků průmyslové holdingy a následné firemní struktury měly v některých případech 15–30 horizontálně a vertikálně propojených provozních jednotek.³ Tyto společnosti byly privatizovány v kupónové privatizaci a restrukturalizovány pomocí státních podpor. Zbývající podíly byly odkoupeny novými týmy manažerů, případně je odkoupily společnosti často ovládané bankami. Kupónová privatizace tak vedla ke vzniku složitě propojených společností a velkých investičních fondů, často vlastněných a provozovaných bankami (Khanna and Yafeh, 2007). Změna od centrálně-plánované k tržní ekonomice tak poskytuje unikátní příležitost ke studiu chování státu jako konečného vlastníka na vrcholu korporátní pyramidy.

Tento článek je strukturován následujícím způsobem. V sekci 2 popisujeme data a způsob měření integrované vlastnické kontroly. Následně v sekci 3 pokračujeme v naší analýze rozsahu státní kontroly. V sekci 4 prezentujeme empirické výsledky efektu státní kontroly na výkonnost společností. V závěru sumarizujeme naše zjištění a naznačujeme možnosti dalšího výzkumu.

3 Cull, Matesová, a Shirley (2002) popisují vlastnické pyramidy v České republice.

2. Data a kontrola v pyramidových strukturách

Sestavili jsme rozsáhlý datový soubor, který poskytuje informace o rozsahu vlastnictví a výkonnosti ve velkém výběru českých firem během období 1996–2005. Začátek našeho souboru začíná jeden rok po oficiálním ukončení kuponové privatizace (únor 1995).⁴ Konec našeho výběru odpovídá konci Fondu národního majetku (FNM) jako instituce.⁵ Data pocházejí z archivů FNM, bývalého Ministerstva privatizace, Burzy cenných papírů Praha, Centra pro cenné papíry, komerční databáze Aspekt a Registru ekonomických subjektů v České republice. Databázi firemních údajů jsme z výše uvedených zdrojů vytvořili popojením údajů o jednotlivých podnicích na základě jejich identifikačního čísla organizace (IČO). Pro všechny firmy v našem souboru dokážeme identifikovat vlastnickou strukturu a přesný postup konstrukce vlastnické pyramidy a souvisejících výpočtů uvádíme dále v této sekci. Pracujeme s unikátně velkým vzorkem firem, který se téměř blíží celkové populaci středně velkých a velkých podniků v ekonomice. Detailnější informace o velikosti souboru v každém období lze nalézt v sekci 4 spolu s popisnými statistikami a výsledky udávajícími rozsah státní kontroly. Z těchto dat jsme schopni izolovat specifický rozsah vlastnické struktury, reprezentované státní korporátní pyramidou. Dále jsme schopni rozlišit různé prostředky přímé a nepřímé státní kontroly, včetně rozsahu kontrolovaných aktiv. Jsme tedy schopni sledovat vývoj státní kontroly v různých firmách v čase.

Vzájemně propojené vlastnické struktury v rámci státních pyramid jsou ilustrovány na obrázku 1. V nejvyšší vrstvě identifikujeme tři hlavní instituce, pomocí kterých stát uplatňoval svoji kontrolu. Klíčovou institucí je Fond národního majetku (FNM), který byl založen za účelem správy majetku, který zůstal v rukou státu po ukončení privatizace. Města a obce obdržely řadu vlastnických podílů bezplatným převodem a staly se tak spoluvlastníky v řadě společností, zejména v síťových odvětvích a v dopravě. V mnoha případech byly města a obce paralelním vlastníkem spolu s FNM.

-
- 4 Kupónová privatizace byla součástí velké privatizace. Dvě vlny kuponové privatizace se odehrály v letech 1992–93 a 1993–94. Obě vlny byly organizovány stejným způsobem a celkové schéma bylo společné. Během této privatizace se privatizovalo celkově 1664 firem, z toho 988 v první vlně a 676 v druhé vlně. 185 firem bylo privatizováno v obou vlnách s rozdílnými proporcemi jejich aktiv. Vzhledem k tomu, že je proces privatizace v ČR podrobně popsán v literatuře, nezabýváme se v našem článku privatizací.
 - 5 V počátečních fázích byla privatizace řízena Ministerstvem pro privatizaci. Pro spravování státního majetku byl založen Fond národního majetku (FNM), který měl zákonnou moc uplatňovat práva u společností, v kterých stát vlastnil alespoň částečný podíl. Na konci roku 1994 měl FNM pod kontrolou přibližně 25 % majetku ve firmách vstupující do privatizace, nicméně skutečný rozsah byl často velmi různý. FNM byl zrušen na konci roku 2005 a zbývající správní agenda byla převedena na Ministerstvo financí. Hanousek a Kočenda (2008) poskytují další podrobnosti.

Třetím druhem státních subjektů jsou jiné státní agentury jako podílníci ve firmách, kde stát potřeboval hájit své zájmy.⁶

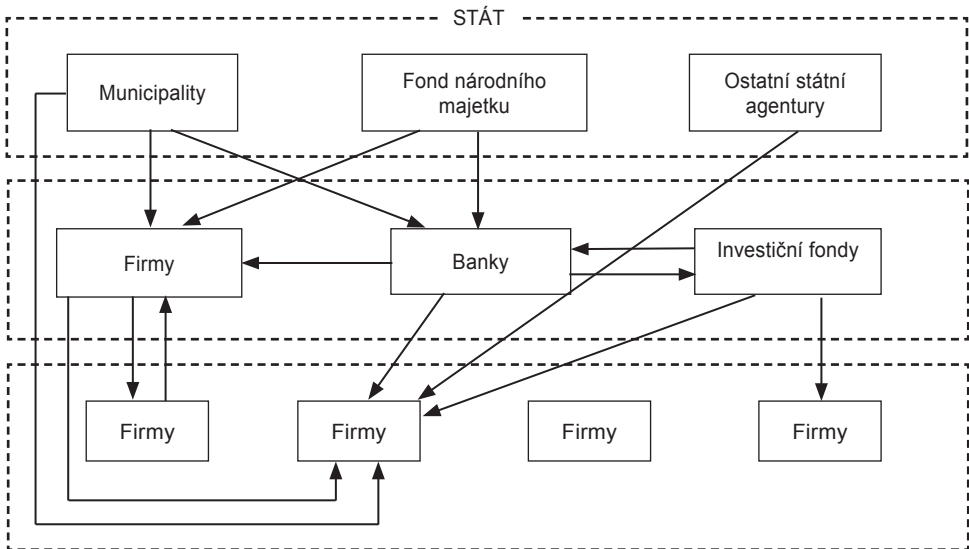
Další vrstva v pyramidové struktuře na obrázku 1 je reprezentována průmyslovými a finančními podniky, ve kterých je stát vlastníkem. To jsou především standardní průmyslové, výrobní nebo obchodní podniky. Dále různé finanční instituce, především banky. Třetí kategorií jsou privatizační investiční fondy, které byly založeny během kuponové privatizace. Vlastnická práva státu vzhledem k podnikům v těchto třech kategoriích jsou označena směrovými šipkami. Obecně vzato, FNM a města a obce držely podíl ve firmách a bankách, ale ne v investičních fondech. Ostatní státní agentury držely podíly především ve firmách.

Třetí, nejnižší, vrstva dovoluje sledovat skutečný rozsah státní pyramidy. V této vrstvě je vidět, jak jsou firmy kontrolovány subjekty z vyšších vrstev. Třetí vrstva je pochopitelně pouze zjednodušením, neboť reprezentuje konečné množství dalších vrstev, v nichž se může uplatňovat kontrola z vrcholu pyramidy; například Khanna a Yafeh (2007) uvažují 9 úrovní. Obecně vzato, jako výsledek post-privatizačních pravidel firmy vlastní podíly v dalších firmách, ale nevlastní podíly v bankách nebo v investičních fondech. I když ve skutečnosti některá taková spojení pozorujeme, nepovažujeme je za podstatná v kontextu institucionálního vývoje. Přesto je však zahrnujeme do výpočtu vlastnických podílů, jak ukazujeme níže. Dalším důležitým důsledkem privatizace byla dominantní přítomnost bank v investičních fondech, protože to byly primárně banky, které zakládaly investiční fondy jako nástroj získání podílu v privatizovaných firmách. Podíly investičních fondů v bankách jsou méně časté a vyvinuly se až později po privatizaci, když investiční fondy měnily svá portfolia. Banky i investiční fondy vlastní podíly ve firmách přímo nebo nepřímo. Přímé spojení banky jako podílníka v investičním fondu je běžnější než nepřímé. Šipky vedoucí od bank a investičních fondů k firmám na různých úrovních označují potenciální křížové vlastnictví: kontrola firmy v třetí vrstvě skrz firmy ve druhé vrstvě.

Popis obrázku 1 formálně odpovídá řetězci vlastnictví prostřednictvím hlasovacích práv podobně, jak je popsaly Chapelle a Szafarz (2005, 2007), které rovněž vyslovily myšlenku, že přímá kontrola jakýmkoliv vlastníkem může být doplňována dodatečnou kontrolou pocházející zevnitř korporátní struktury, právě jako v případě pyramidy. Abychom mohli analyzovat plný rozsah kontrolních mechanismů v pyramidě, musíme zkonstruovat plnou strukturu vlastnických práv. Na rozdíl od Chapelle a Szafarz (2005, 2007), začínáme od horní vrstvy – vrcholu pyramidy – a postupujeme ke spodním úrovním následující způsobem.

6 Přítomnost státu v podnicích je podobná také v Rusku, kde Chernykh (2008) přesvědčivě dokumentuje, že federální i regionální vlády participují v mnoha takzvaných obchodních společnostech. Podobná situace je v Číně, kde stát sám iniciuje vznik firemních skupin, které mají velmi podobný charakter jako klasické korporátní pyramidy. Tyto struktury kontrolují podřízené společnosti a slouží státu jako nástroje při uplatňování vlastnické reformy a hospodářské transformace, jak ukazují Ma a Lu (2005) a Yia, Breton a Lu (2005).

Obr. 1
Struktura státní korporátní pyramidy



1. Označíme podíl na přímých právech na peněžní toky, která vlastní firma i ve firmě j , jako d_{ij} .
2. Zavedeme $n \times n$ matici $D = (d_{ij})$, která reprezentuje *přímá křížová vlastnická práva* ve vzorku o počtu n firem. V mnoha případech nemáme informace o vlastnických propojeních pod jistou hranicí vlastnických práv. Toto omezení, které je často znamením rozptýleného vlastnictví, bereme v potaz a zavádíme omezení horní hranice všech práv spojených s peněžními toky takto:

$$\sum_{i=1}^n d_{ij} \leq 1 \quad \text{pro každé } i = 1, \dots, n. \quad (1)$$

Integrované vlastnictví pomocí struktury, jakou je korporátní pyramida, může být konstruováno jako suma všech přímých a nepřímých vlastnických propojení. Integrované vlastnictví je zásadní pro konsolidaci vlastnické struktury a má významné implikace v otázkách firemní správy (například efektivní kontrola a chování firem). Rozsah integrovaného vlastnictví (a kontroly) může být vytvořen pomocí matice nebo pomocí rekurzivního algoritmu. Matice integrovaného vlastnictví $P = (p_{ij})$ je definována jako:

$$P = \text{diag} \left\{ I - \sum_{i=1}^n d_{ij} \right\} \sum_{s=1}^{\infty} D^s = \text{diag} \left\{ I - \sum_{i=1}^n d_{ij} \right\} (I - D)^{-1} \quad (2)$$

V této rovnici je diagonální matice nutným faktorem udávajícím míru $\sum_{s=1}^{\infty} D^s = (I - D)^{-1}$ za účelem zamezení dvojího započítávání hlasovacích práv.

V reálných individuálních firemních datech můžeme pozorovat jak různé vlastnické cykly, tak různé kombinace přímých a nepřímých vztahů o délce s , které mohou sahat přes několik vlastnických vrstev popsanych výše. Z tohoto důvodu potřebujeme faktor

udávající míru spíše než jednoduchou sumu volebních práv. Tím zabráňujeme vzniku v praxi nemožného rozsahu kontroly nad sto procent.

Uvažujeme měření přímé kontroly nad společnostmi pomocí hranice majority konzervativně určené nad hranicí 50%, stejně jako navrhuji Bebchuk, Kraakman a Triantis (2000). Na základ toho specifikujeme následující vlastnicko-kontrolní matici c_{ij} :

$$c_{ij} = \begin{cases} 1 & \text{jestliže } d_{ij} > 0.5 \\ 0 & \text{jestliže } \exists k \neq i: d_{kj} > 0.5 \\ d_{ij} & \text{v ostatních případech} \end{cases} \quad (3)$$

V této definici specificky uvažujeme existenci majoritního vlastníka k a tím eliminujeme dvojité započítávání kontrolních podílů. Jednoduše řečeno, v případě 50% majoritního vlastníka ostatní podíly nepředstavují reálnou kontrolní moc. Toto pravidlo může být zobecněno také na rozdílné kontrolní hranice dle stupně konzervativnosti přístupu. V maticovém způsobu zápisu definujeme kontrolní rozsah P integrovaného neboli konečného vlastníka v korporátní pyramidě jako:

$$P = \text{diag} \left\{ I - \sum_{i=1}^n c_{ij} \right\} \sum_{s=1}^{\infty} C^S = \text{diag} \left\{ I - \sum_{i=1}^n c_{ij} \right\} (I - C)^{-1} \quad (4)$$

Tento způsob je dostatečně flexibilní, aby dovolil analyzovat skutečný rozsah kontroly jakéhokoliv vlastníka, včetně státní kontroly v ne zcela privatizovaných společnostech.

Empirická aplikace této maticové metodologie je extrémně náročná, jelikož reprezentativní výběr firem převyšuje několik tisíc firem a subjektů. Matice jsou tím příliš velké a jejich matematické invertování vyžaduje značné množství počítačové paměti a času. V empirické části tohoto článku proto implementujeme inverzní matice a výpočet integrovaného vlastnictví pomocí algoritmu SQL.

V praxi považujeme stát za vlastníka na nulové úrovni ve všech společnostech, kde má stát například vlastnický podíl prostřednictvím FNM. Nulová úroveň v případě vlastnictví státu znamená, že neexistuje žádný jiný vlastník, který by vlastnil podíl nad úrovní státu. Společnosti mohou mít též jiného vlastníka na nulové úrovni v případě, kdy stát nevlastní 100% podíl. V tomto případě vlastníci mohou být skutečně soukromé jednotky, jiné státní agentury nebo města a obce, jak je ukázáno na obrázku 1. Dále definujeme vlastníky prvního stupně jako ty, kteří jsou vlastněni vlastníky nultého stupně. Ve většině případů je vlastníkem nultého stupně FNM. Vlastníci druhého stupně jsou analogicky vlastněni vlastníky prvního stupně. Také jsme zjišťovali případy, kdy vlastník druhého stupně má kromě vlastníka prvního stupně ještě vlastníka nultého stupně.

Podobně pokračujeme v analýze na dalších vlastnických úrovních až do poslední úrovně, v níž se ještě projevuje vliv kontroly v korporátní pyramidě. U většiny firem se tento vliv projevuje ještě na úrovních 8 až 12. Efekt pyramidové kontroly na různých úrovních je především možný díky státním vlastnickým podílům v bankách a tím i v různých investičních fondech a společnostech. Stát vlastníci rozhodující vlastnický podíl v bankách je schopen uplatňovat tento podíl i u firem, v kterých banky vlastní

významný podíl. Banky také vlastní investiční společnosti, které zase vlastní podíly v dalších firmách. Tyto kanály vytvářejí základ státní pyramidové kontroly.

V následné analýze měříme rozsah kontroly pomocí hlasovacích práv. Abychom změřili skutečný rozsah státní kontroly, rozlišujeme dvě kategorie koncentrace vlastnictví. V případě rozdělení podílů, které dovolují efektivně kontrolovat společnosti, postupujeme podle práce Hanousek, Kočenda a Svejnar (2007) a používáme nejprve hranici 50%. Tato úroveň dává vlastníkům jednoznačné právo kontroly, neboť nemůže být překonána. Dále odpovídá praxi založené na mezinárodních finančních standardech IFRS a z empirického pohledu vylučuje potenciální mylné započítání dvou majoritních vlastníků. Druhá, méně konzervativní hranice, je 25%, která je v souladu s relativně vysokou koncentrací vlastnictví v českých firmách a též s metodologickým přístupem v důležitém subjektu sběru a analýzy firemních dat Bureau Van Dijk (2007, str. 28). I když používáme hranici 25%, stále jsme ještě konzervativnější než La Porta, Lopez-de-Silanes, a Shleifer (1999), kteří používají hranici 20%. V případě 25% hranice samozřejmě kontrolujeme, že žádný další vlastník nepřesahuje tuto hranici a tím nemůže mít skutečnou většinovou kontrolu.

Kromě přímé kontroly pomocí hlasovacích práv, vyplývajících z počtu akcií, stát může též uplatňovat kontrolu pomocí jiných prostředků. Nejefektivnějším kontrolním prostředkem je tzv. „zlatá akcie“.⁷ Tento instrument, ve formě jediné akcie se speciálním statutem, dovoluje, aby stát mohl bránit důležitým změnám ve společnostech, kde stát tuto akcii vlastní.⁸ Společnosti síťových odvětví jsou typickým příkladem, kde stát uplatňoval tuto zlatou akcii, ale nejsou jediné, neboť zlaté akcie byly rozšířenou součástí vlastnické struktury i v jiných ekonomických odvětvích.

4. Rozsah státní kontroly

Analýzu rozsahu přímé státní kontroly v ČR již dříve provedli Kočenda (2000) ke stavu počátkem roku 1999 a Hanousek a Kočenda (2008) pro období 1994–2005 na základě dat o vlastnictví aktiv a ostatních prostředcích kontroly v českých firmách privatizovaných během kuponové privatizace. Z důvodů omezené dostupnosti dat bylo hodnocení provedeno pouze na první vrstvě vlastnictví, kde měl přímá vlastnická práva FNM. To znamená, že nebyla vzata v úvahu pyramidová struktura kontroly, ani stát v širším slova smyslu, včetně municipalit a jiných státních agentur s vlastnickými právy. I přes tato omezení byla potenciální státní kontrola potvrzena ve značném

7 Zlatá akcie byla zavedena zákonem č. 210/1993, a modifikována zákonem č. 92/1991. Zákon stanovil podmínky pro převod vlastnictví od státu směrem k jiným subjektům s cílem zachovat zájmy státu ve firmách po velké privatizaci. Právo veta spojené se zlatou akcií bylo obvykle navázáno na rozsah a zaměření obchodních aktivit a záleželo na jednotlivých případech. Pokud stát prodal zlatou akcii, vzdával se práv v této společnosti a zlatá akcie přestala existovat. Instrument zlaté akcie, tak jak byl zaveden v České republice, neodpovídá zcela charakteru zlaté akcie v jiných zemích, jelikož je limitován pouze na vykonávání státní kontroly a nemá jiné účely jako například pomoci získat méně nákladné úvěry (Bortolotti and Faccio, 2004).

8 Chernykh (2008) ukazuje, že ruská vláda používá tento cenný kanál, aby uplatňovala kontrolu v řadě společností.

rozsahu. Privatizované firmy byly skutečně privatizovány teprve poté, co zbývající akcie byly prodány, zlaté akcie byly zlikvidovány a tím přímý vliv státu zásadně klesl.

4.1 Státní kontrola nad firmami

V následující části přinášíme výsledky naší analýzy, která zohledňuje pyramidovou kontrolu plynoucí z integrovaného vlastnictví. Kontrolní potenciál státu nad firmami na různých úrovních je prezentován v tabulkách 1 a 2.⁹

Tabulka 1:

Státní kontrola nad firmami (Stát je reprezentován Fondem národního majetku)

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	814	[100%]	102	[13%]	103	[13%]	NA	[NA]
1997	479	[100%]	70	[15%]	70	[15%]	158	[33%]
1998	321	[100%]	54	[17%]	54	[17%]	139	[43%]
1999	269	[100%]	53	[20%]	53	[20%]	134	[50%]
2000	241	[100%]	52	[22%]	52	[22%]	130	[54%]
2001	193	[100%]	41	[21%]	42	[22%]	94	[49%]
2002	159	[100%]	35	[22%]	35	[22%]	73	[46%]
2003	143	[100%]	30	[21%]	31	[22%]	63	[44%]
2004	122	[100%]	26	[21%]	26	[21%]	55	[45%]
2005	104	[100%]	25	[24%]	25	[24%]	54	[52%]

Panel B: Hranice kontroly je minimálně 25%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	814	[100%]	210	[26%]	210	[26%]	NA	[NA]
1997	479	[100%]	145	[30%]	146	[30%]	225	[47%]
1998	321	[100%]	96	[30%]	96	[30%]	168	[52%]
1999	269	[100%]	80	[30%]	80	[30%]	150	[56%]
2000	241	[100%]	76	[32%]	76	[32%]	146	[61%]
2001	193	[100%]	63	[33%]	63	[33%]	107	[55%]
2002	159	[100%]	46	[29%]	46	[29%]	82	[52%]
2003	143	[100%]	37	[26%]	38	[27%]	73	[51%]
2004	122	[100%]	31	[25%]	31	[25%]	62	[51%]
2005	104	[100%]	29	[28%]	29	[28%]	60	[58%]

Poznámka: Celkový počet znamená počet firem, v nichž má stát hlasovací právo. Přímá kontrola je definována 50 a 25 procentní hranicí. Čísla v závorkách znamenají procenta vzhledem k celkovému počtu v daném roce. Pyramida definuje řetězec kontrol, v postupných hlasovacích právech převyšující 50 a 25 procent. Zlatá akcie definuje kontrolu pomocí tohoto instrumentu.

⁹ V tabulkách popisujících úroveň státní kontroly uvádíme údaje pro firmy kontrolované státem, zatímco firmy bez státní kontroly nejsou uvedeny.

Na úvod přinášíme základní čísla a v prvním sloupci tabulky 1, panelu A, ukazujeme počet firem, v nichž má stát hlasovací práva. Stát v tomto případě reprezentuje pouze FNM. Číslo v každém roce představuje základ (100 %) pro relativní srovnání, které je prezentováno v závorkách bezprostředně za absolutními čísly. Jak postupovala transformace celé ekonomiky, tak postupně klesal absolutní počet firem, v nichž byl stát majetkově angažován. V třetím sloupci ukazujeme, že počet firem, které stát kontroloval přímo pomocí minimálně 50% majority, též klesal v čase, avšak relativní podíl rostl. Možnost kontroly prostřednictvím pyramidy (čtvrtý sloupec) je v zásadě stejná jako přímá kontrola a to jak v absolutním tak relativním měřítku. To znamená, že kontrola v rámci pyramidy nepřinesla zásadně vyšší kontrolu, než umožňovala kontrola přímá. Nicméně schopnost kontroly se zdvojnásobuje, když vezmeme v potaz i možnost dodatečné kontroly pomocí zlaté akcie (poslední sloupec). V panelu B tabulky 1 prezentujeme výsledky kontrolního potenciálu, když jako minimální hranici pro kontrolu uvažujeme 25 % hlasovacích práv. Je evidentní, že pokud použijeme tuto méně konzervativní hranici, přímá kontrola FNM se zvyšuje. Zvýšení je významné zejména během druhé poloviny devadesátých let a po roce 2000 je již velmi malé. Pyramidová kontrola není překvapivě ovlivněna nižší hranicí hlasovacích práv. Zlaté akcie, na druhou stranu, vykazují silný efekt a kontrolní potenciál FNM se díky nim prakticky zdvojnásobil oproti přímé kontrole (s výjimkou roku 1996). Jeden z důležitých závěrů plynoucích z tabulky 1 je, že pyramidové struktury, v kterých reprezentuje FNM funkci státu jako finálního vlastníka, nepřinášejí zásadní zvýšení kontrolního potenciálu státu. Na druhé straně zlaté akcie jsou důležitým mechanismem, který ji zvyšuje významně.

Tabulka 2:

Státní kontrola nad firmami (Stát je definován široce: FNM, města a obce a státní agentury)

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	889	[100%]	133	[15%]	136	[15%]	NA	[NA]
1997	570	[100%]	122	[21%]	125	[22%]	213	[37%]
1998	436	[100%]	128	[29%]	131	[30%]	217	[50%]
1999	406	[100%]	143	[35%]	147	[36%]	228	[56%]
2000	413	[100%]	163	[39%]	166	[40%]	244	[59%]
2001	411	[100%]	180	[44%]	184	[45%]	237	[58%]
2002	404	[100%]	194	[48%]	197	[49%]	236	[58%]
2003	417	[100%]	206	[49%]	209	[50%]	241	[58%]
2004	411	[100%]	215	[52%]	218	[53%]	245	[60%]
2005	394	[100%]	221	[56%]	224	[57%]	253	[64%]

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 25%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	889	[100%]	262	[29%]	262	[29%]	NA	[NA]
1997	570	[100%]	213	[37%]	214	[38%]	296	[52%]
1998	436	[100%]	188	[43%]	188	[43%]	262	[60%]
1999	406	[100%]	191	[47%]	191	[47%]	262	[65%]
2000	413	[100%]	214	[52%]	215	[52%]	282	[68%]
2001	411	[100%]	236	[57%]	237	[58%]	279	[68%]
2002	404	[100%]	240	[59%]	242	[60%]	276	[68%]
2003	417	[100%]	251	[60%]	254	[61%]	288	[69%]
2004	411	[100%]	260	[63%]	262	[64%]	291	[71%]
2005	394	[100%]	260	[66%]	263	[67%]	293	[74%]

Poznámka: Celkový počet znamená počet firem, v nichž má stát hlasovací právo. Přímá kontrola je definována 50 a 25 procentní hranicí. Čísla v závorkách znamenají procenta vzhledem k celkovému počtu v daném roce. Pyramida definuje řetězec kontrol, v postupných hlasovacích právech převyšující 50 a 25 procent. Zlatá akcie definuje kontrolu pomocí tohoto instrumentu.

V tabulce 2 prezentujeme údaje o rozsahu kontroly ve stejné struktuře jako v tabulce 1, ale stát je v tomto případě definován velmi široce a zahrnuje nejenom FNM, ale také jiné státní agentury a města a obce. Čísla v tabulce 2, panel A, jsou v přímém kontrastu s těmi v tabulce 1. Rozsah přítomnosti státu je větší a snižuje se v čase mnohem menším tempem. Důležitější však je, že počet firem, které jsou pod přímým vlivem státu, neustále roste a proporce těchto firem dosáhla 56% našeho vzorku v roce 2005. Podobně jako v tabulce 1, kontrola v rámci pyramidy s 50% hlasovacími právy zvyšuje schopnost kontroly pouze marginálně. Zlatá akcie zvyšuje rozsah kontroly více. V panelu B prezentujeme kontrolní potenciál pro hranici 25% hlasovacích práv. Rozsah přímé kontroly je ve srovnání s hranicí 50% v počátečním

období dvojnásobný, ale klesá postupně v čase. Důležitost pyramidové kontroly je během sledovaného období pouze marginální, ale institut zlaté akcie zvyšuje oblast kontroly o zhruba 10 % firem. Tato zjištění o účinku zlatých akcií jsou v souladu se situací v rozvinutých zemích (Bortolotti a Faccio, 2006) i v transformačních ekonomikách (Chernykh, 2008).

4.2 Státní kontrola nad celkovými aktivy firem

Údaje v tabulkách 1 a 2 nezohledňují jednu důležitou skutečnost, jíž je velikost firmy. Velikostí myslíme nejen rozsah výroby, ale také důležitost společnosti ve smyslu její schopnosti generovat daně a dividendy, poskytovat zaměstnání (a tudíž udržovat či zvyšovat daně z příjmu zaměstnanců) nebo schopnost poskytovat příležitosti pro dodavatele, což též znamená více odvedených daní a vyšší zaměstnanost. Abychom mohli zhodnotit rozsah kontroly zohledňující velikost a důležitost firem, spočítali jsme různé stupně státní kontroly ne nad jednotlivými firmami jako v sekci 4.1, ale nad celkovými aktivy firem. Celková aktiva firmy jednotně reprezentují velikost firmy, což nám dovoluje zkoumat kontrolu nejen nad firmami samotnými, ale přeneseně i nad částí ekonomiky, jež tyto firmy představují. Pomocí celkových aktiv můžeme odvodit vnímání ekonomické síly těchto společností a následně rozsah bohatství, které je kontrolováno státem pomocí přímého a také pyramidového vlastnictví. Proto jsme spočítali velikost všech aktiv pro různé stupně státní kontroly.

Nejdříve počítáme souhrn aktiv pod přímou kontrolou státu na základě většiny hlasovacího práva tak, že $V_t^D = \sum_{j=1}^N A_{jt} [\text{Stát} \geq 50\%]$ definuje sumu absolutních hodnot všech aktiv firem (v roce t), v nichž stát drží více než 50% podíl (A_{jt} je účetní hodnota aktiv firmy j , v níž má stát přímý podíl v roce t). Za druhé, $V_t^P = \sum_{j=1}^N A_{jt} [\text{Pyramida} \geq 50\%]$ definuje sumu absolutních hodnot celkových aktiv ve firmách (v roce t), které byly pod přímou kontrolou státu pomocí pyramidové struktury. Nakonec definujeme podobnou hodnotu pro kontrolu, kterou poskytuje kombinace pyramidové struktury a zlaté akcie: $V_t^{PZ} = \sum_{j=1}^N A_{jt} [\text{Pyramida} \geq 50\%] \wedge [\text{Zlatá akcie}]$.

Počet různých stupňů státní kontroly (v našem případě tři) uvažujeme v čase jako konstantní, ale počet firem se mění. Celková hodnota aktiv V v daném roce t je suma absolutních hodnot všech aktiv firem, v nichž má stát určitý podíl, tedy $V_t = \sum_{j=1}^N V_t^j$.

Možnosti státní kontroly nad aktivy podniků uvádíme v tabulkách 3 a 4. V obou tabulkách uvádíme nejprve hodnotu aktiv, tedy celkovou hodnotu aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo. V dalších sloupcích jsou pak uvedeny hodnoty aktiv podniků, která má stát možnost kontrolovat. Hodnota aktiv je uvedena v miliardách Kč. Přímá kontrola je definována 50 a 25 procentní hranicí. Čísla v závorkách znamenají procenta vzhledem k celkové hodnotě aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo, v daném roce. Pyramida definuje řetězec kontrol, v postupných hlasovacích právech převyšující 50 a 25 procent. Zlatá akcie definuje kontrolu pomocí tohoto instrumentu.

Objem aktiv ve firmách, v nichž má stát hlasovací práva prostřednictvím 50% majority, vykazuje klesající trend a je zobrazen v tabulkách 3 a 4, panely A. Tento vývoj je velmi podobný jak u aktiv, nad nimiž má FNM většinová hlasovací práva (tabulka 3), tak i v případě široce definovaného státu, který má i větší rozsah kontroly nad aktivy (tabulka 4).

Tabulka 3:

Státní kontrola nad celkovými aktivy (Stát reprezentován Fondem národního majetku)

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	2310	[75%]	888	[29%]	895	[29%]	NA	[NA]
1997	2230	[74%]	446	[15%]	446	[15%]	830	[28%]
1998	1850	[63%]	455	[16%]	455	[16%]	624	[21%]
1999	1780	[48%]	855	[23%]	855	[23%]	1020	[27%]
2000	1410	[33%]	966	[23%]	966	[23%]	1140	[27%]
2001	837	[18%]	520	[11%]	533	[12%]	676	[15%]
2002	768	[18%]	494	[12%]	494	[12%]	607	[14%]
2003	638	[13%]	438	[9%]	439	[9%]	484	[10%]
2004	552	[10%]	439	[8%]	439	[8%]	469	[9%]
2005	504	[7%]	395	[5%]	395	[5%]	426	[6%]

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	2310	[75%]	1440	[47%]	1460	[47%]	NA	[NA]
1997	2230	[74%]	1910	[63%]	1910	[63%]	1960	[65%]
1998	1850	[63%]	1650	[57%]	1650	[57%]	1710	[59%]
1999	1780	[48%]	1460	[39%]	1460	[39%]	1660	[45%]
2000	1410	[33%]	1090	[26%]	1090	[26%]	1330	[31%]
2001	837	[18%]	721	[16%]	721	[16%]	782	[17%]
2002	768	[18%]	565	[13%]	565	[13%]	670	[16%]
2003	638	[13%]	453	[9%]	454	[9%]	552	[11%]
2004	552	[10%]	440	[8%]	440	[8%]	471	[9%]
2005	504	[7%]	396	[5%]	396	[5%]	427	[6%]

Poznámka: Hodnota aktiv znamená celkovou hodnotu aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo. V dalších sloupcích jsou pak uvedeny hodnoty aktiv podniků, která má stát možnost kontrolovat. Hodnota aktiv je uvedena v miliardách Kč. Přímá kontrola je definována 50 a 25 procentní hranicí. Čísla v závorkách znamenají procenta vzhledem k celkové hodnotě aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo, v daném roce. Pyramida definuje řetězec kontrol, v postupných hlasovacích právech převyšující 50 a 25 procent. Zlatá akcie definuje kontrolu pomocí tohoto instrumentu.

Tabulka 4:

Státní kontrola nad celkovými aktivy (Stát definován široce: FNM, města a obce a státní agentury)

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	2430	[79%]	1000	[32%]	1010	[33%]	NA	[NA]
1997	2350	[78%]	563	[19%]	563	[19%]	946	[31%]
1998	2020	[69%]	618	[21%]	620	[21%]	789	[27%]
1999	1980	[53%]	1040	[28%]	1040	[28%]	1200	[32%]
2000	1680	[40%]	1210	[29%]	1210	[29%]	1380	[33%]
2001	1130	[24%]	778	[17%]	792	[17%]	935	[20%]
2002	1090	[26%]	741	[18%]	743	[18%]	855	[20%]
2003	1020	[20%]	732	[15%]	735	[15%]	777	[16%]
2004	929	[17%]	735	[14%]	737	[14%]	763	[14%]
2005	935	[12%]	784	[10%]	785	[10%]	812	[11%]

Panel A: Hranice kontroly je minimálně 50%								
rok	celkový počet		Rozsah kontroly					
			přímá		pyramidová		pyramida a zlatá akcie	
1996	2430	[79%]	1570	[51%]	1580	[51%]	NA	[NA]
1997	2350	[78%]	2030	[67%]	2030	[67%]	2080	[69%]
1998	2020	[69%]	1820	[62%]	1820	[62%]	1880	[64%]
1999	1980	[53%]	1650	[44%]	1650	[44%]	1850	[50%]
2000	1680	[40%]	1350	[32%]	1350	[32%]	1590	[38%]
2001	1130	[24%]	998	[22%]	998	[22%]	1060	[23%]
2002	1090	[26%]	836	[20%]	836	[20%]	940	[22%]
2003	1020	[20%]	771	[15%]	772	[15%]	869	[17%]
2004	929	[17%]	760	[14%]	760	[14%]	788	[15%]
2005	935	[12%]	802	[11%]	802	[11%]	828	[11%]

Poznámka: Hodnota aktiv znamená celkovou hodnotu aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo. V dalších sloupcích jsou pak uvedeny hodnoty aktiv podniků, která má stát možnost kontrolovat. Hodnota aktiv je uvedena v miliardách Kč. Přímá kontrola je definována 50 a 25 procentní hranicí. Čísla v závorkách znamenají procenta vzhledem k celkové hodnotě aktiv firem, v nichž má stát hlasovací právo, v daném roce. Pyramida definuje řetězec kontrol, v postupných hlasovacích právech převyšující 50 a 25 procent. Zlatá akcie definuje kontrolu pomocí tohoto instrumentu.

Vidíme, že objemy aktiv, které stát může kontrolovat přímo, postupně klesaly z počátečních vysokých hodnot. Tento pokles byl pomalejší, pokud definujeme stát široce (tabulka 4) ve srovnání s užší definicí FNM (tabulka 3). Růst objemu kontrolovaných aktiv je patrný v roce 1996 pro obě definice státu, ale obecně rozsah kontroly zůstává na stejné úrovni s přímou kontrolou. Růst majetku kontrolovaného pomocí pyramidové struktury a zlatých akcií je patrný především v období let 1997–2000. Toto zjištění naznačuje, že stát upřednostňuje vlastnictví v největších a nejdůležitějších podnicích přímým způsobem spíše než prostřednictvím komplikovaných schémat.

Pokud pro kontrolu použijeme 25% hranici (panely B v tabulce 3 a 4), obecné závěry jsou stejné jako v případě 50% hranice. Je však třeba zdůraznit, že objemy aktiv pod státní kontrolou jsou v počáteční fázi transformace vyšší, ale později se snižují na téměř stejnou hodnotu jako v případě 50% hranice. V obou případech je pokles pozvolnější během 90. let a rychlejší po roce 2000.

Naše výsledky mapující angažovanost státu v českých firmách ukazují, že stát primárně využíval přímou kontrolu nad firmami. Podle našich výsledků měla kontrola formou pyramidy pouze podružnou roli a pravá kontrolní pyramida nebyla vytvořena, na rozdíl od některých transformačních ekonomik. Realistické vysvětlení může být to, že stát nebyl optimálně organizován a nebyl schopen využít možnosti kontroly, které pyramidy nabízejí. Proto je dokumentovaný rozsah pyramidy v ČR mnohem menší než v Rusku nebo v Číně. Tyto dvě ekonomiky měly skutečně rigidně centralizované hospodářství, kdežto v České republice rozsah centralizace nebyl tak velký. I to může být dalším důvodem, proč v České republice nalézáme menší rozsah efektivní státní kontroly. Nicméně i tak byl kontrolní potenciál státu velmi vysoký a stát se zbavoval svých pozic velmi pomalu a zdlouhavě.

5. Efekt státní kontroly na výkonnost firem

V této sekci doplňujeme naše předchozí výsledky analýzou, jak různé formy státní kontroly ovlivňují výkonnost kontrolovaných firem. V podobném duchu jako v detailnějších studiích Hanousek, Kočenda a Svejnar (2007), Bortolotti a Faccio (2004) a Grosfeld a Tressel (2002) budeme analyzovat efekty na specifických úrovních státní kontroly a porovnávat je se soukromými vlastníky. Naším cílem je analyzovat dopady státní kontroly na výkonnost firem a přesněji identifikovat, jak daná specifická úroveň státní kontroly ovlivňuje výkonnost sledovaných firem.

Naším cílem je provést podobnou ekonometrickou analýzu jako v článkách Angrist, Imbens, a Rubin (1996) a Angrist a Pischke (2009), jejichž metodologii a postupy používáme. V našem modelu je vysvětlovanou proměnnou firemní výkonnost ($\Delta\pi_{jt}$) a naše specifikace plně využívá panelovou strukturu dat, dovoluje využít fixní efekty a má následující tvar:

$$\Delta\pi_{jt} = \alpha + \beta_j IO_j + \gamma_j \Delta TO_{jt} + \delta F_{jt} + \theta Ind_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (5)$$

Index j označuje v této specifikaci firmu a index t je používán pro časové období. Použité vysvětlující proměnné označují: IO_{jt} – počáteční vlastnická strukturu firmy,

ΔTO_{jt} – následující změny v typu vlastnické struktury, F_{jt} – změny v kapitálové struktuře firmy, Ind – průmyslové odvětví, ve kterém se firma nachází.

Závisle proměnná $\Delta\pi_{jt}$ měří výkonnost firmy j během období 1995–2005. Výkonnost je spočítána jako aritmetický průměr během následujících časových období: 1995–1997, 1998–2000, 2001–2003 a 2004–2005. Využíváme aritmetického průměru přes dané období, podobně jako Kothari, Leone a Wasley (2005), abychom zabránili potenciální variabilitě podnikových dat, způsobené změnami v každoročním účtování. Například časový horizonty bankovních úvěrů a celkových závazků firem mohou výrazněji ovlivnit hodnoty výkonnostních indikátorů. Proto měříme výkonnost jako rozdíl ve firemním průměru v daném období vzhledem k základnímu období (1995–1997). Využíváme dvě hlavní měřítka výkonnosti: operační zisk (operating profit) a výnosy z činnosti podniku (revenues). Oba tyto indikátory jsou vyjádřeny relativně k celkové hodnotě firemních aktiv. Ve shodě s literaturou o korporátních financích používáme operační zisk, ze kterého ještě nejsou odečteny daně. To nám dovoluje lépe porovnávat výkonnost státům kontrolovaných a soukromých firem. Oba typy firem totiž mohou mít naprosto odlišný přístup k daňové optimalizaci: například tím, že v případě státům kontrolovaných firem zaplacené daně stejně nakonec skončí jako příjem státního rozpočtu.

Proměnná IO_{jt} měří počáteční vlastnickou strukturu každé firmy j v základním období po privatizaci a konsolidaci vlastnických vztahů (zakončeno cca počátkem roku 1995). Proměnná ΔTO_{jt} představuje následující změny v typu vlastnické struktury v každé firmě j a období t . Podobně jako dříve rozlišujeme integrovanou kontrolu státu a také několik typů soukromého vlastnictví (individuální vlastník, průmyslová respektive finanční skupina). Proměnná F_{jt} kontroluje pro změny v kapitálové struktuře každé firmy j (celkové závazky a bankovní úvěry, oba ukazatele vztažené k celkovým aktivům), které by nebyly eliminovány průměrováním výkonnosti. Proměnná Ind kontroluje pro průmyslové odvětví, ve kterém se firma j nachází. Na závěr konstanta α zahrnuje zbývající neidentifikované nebo rozptýlené vlastnictví a ε_{it} reprezentuje náhodnou složku. Tato specifikace odhaduje marginální efekty specifických typů vlastnictví a kontrolního potenciálu na výkonnost firem v daném období.

Naše výsledky jsou prezentovány v tabulkách 5–6. Pro úsporu místa budeme používat pro hranici většinového vlastnictví úroveň 25 %, s tím, že uvedeme výsledky pro úroveň 50 %, které lze detailně najít v práci Kočenda a Hanousek (2009). Tabulka 5 zahrnuje výsledky dopadů vlastnictví na výkonnost měřenou růstem ukazatele operačního zisku k celkovým aktivům, zatímco v Tabulce 6 je výkonnost měřena růstem výnosů relativně v poměru k celkovým aktivům. V horní části každé tabulky prezentujeme rozdílné typy počátečního vlastnictví, které charakterizují danou firmu po privatizaci. V prostřední části ukazujeme, jak změny vlastnictví ovlivnily výkonnost podniku v čase. Pro každé období ukazujeme efekt postupně rostoucího rozsahu státní kontroly z přímé kontroly FNM (sloupec C1) až do plně integrované kontroly, jakou je například široce definovaný stát (pyramida) zvyšující svoji kontrolu ještě pomocí zlaté akcie (sloupec C3). V prostředním sloupci (C2) reportujeme efekt přímé kontroly FNM zvýšené o efekt zlaté akcie. Efekty několika typů soukromých vlastníků jsou ukázány pro každé období v prostředním sloupci, jelikož tyto kategorie mají pouze marginální efekt na koefici-

ent spojený s vlivem státní kontroly. V posledních sloupcích každé tabulky prezentujeme celkový počet pozorování a rozdělení počtu pozorování mezi státem kontrolované a soukromé firmy. Výsledky prezentované v obou tabulkách jsou výsledkem odhadů, využívajících pevné firemní efekty, standardní chyby jsou konzistentní i při případné heteroskedasticitě.

Tabulka 5: Výkonnost: Provozní zisk/celková aktiva (25% kontroly)

Proměnná	1998-2000			2001-2003			2004-2005		
	C1	C2	C3	C1	C2	C3	C1	C2	C3
Počáteční poprivatizační vlastnictví									
Stát	-0.002 (0.019)	-0.001 (0.018)	0.043 (0.035)	-0.013 (0.039)	-0.002 (0.031)	0.110 (0.098)	-0.024 (0.018)	0.024* (0.013)	0.075* (0.041)
Finanční podniky		-0.022 (0.021)			-0.031 (0.054)			0.011 (0.017)	
Velké prům. podniky		0.006 (0.015)			0.025** (0.010)			0.033** (0.015)	
Individuální vlastníci		-0.003 (0.028)			0.019 (0.035)			0.016 (0.030)	
Následující změny ve vlastnictví vzhledem k první periodě: 1995-1997									
Stát	0.110* (0.061)	0.132** (0.057)	0.138** (0.057)	0.037* (0.029)	0.015* (0.009)	0.112* (0.069)	-0.056** (0.027)	0.001 (0.026)	0.039* (0.022)
Finanční podniky		-0.027 (0.035)			0.202* (0.116)			-0.011 (0.021)	
Velké prům. podniky		-0.015 (0.014)			0.004* (0.003)			0.023* (0.014)	
Individuální vlastníci		-0.066 (0.061)			0.011 (0.029)			0.019 (0.017)	
Změny v kapitálové struktuře									
Závazky/aktiva		0.145 (0.126)			-0.007 (0.014)			-0.012 (0.011)	
Bankovní úvěry/aktiva		-0.369*** (0.117)		0.118***		0.034*			(0.019)
Konstanta		0.011 (0.018)			-0.020 (0.017)			-0.031** (0.016)	
průmyslové sektory		ano			ano			ano	
Kontrolováno pro chybějící		ano			ano			ano	
R² přizpůsobené počet pozorování		0.116 1646			0.075 773			0.051 1082	
kontrolováno státem	60	131	132	4	13	13	7	36	36
Soukromé podniky	1586	1515	1514	769	760	760	1075	1046	1046

Poznámka: Kategorie pro státní kontrolu je FNM přímá kontrola (C1), FNM přímá plus zlatá akcie (C2), a státní pyramida plus zlatá akcie (C3). Směrodatné chyby jsou v závorkách. ***, **, a * znamená statistickou významnost na 1, 5, a 10%.

Intertemporální změny ve státní kontrole v Tabulce 5 ukazují postupný pokles operačního zisku. Efekt státní kontroly je v některých případech negativní. To je vidět zejména v závěrečném období existence FNM (2004–2005). Dále se ukazuje, že firmy pod přímou kontrolou široce definovaného státu (C3) vykazují lepší výsledky než firmy pod kontrolou úzce definovaného státu (C1 a C2). Z našich dat dále zjišťujeme, že tento výsledek byl způsoben negativními výsledky strojírenských firem.

Změny ve vlastnické struktuře mají mírně se zvyšující efekt, když je vlastníkem daného podniku průmyslová firma nebo skupina. Tento efekt je také pozitivní a větší (opět v porovnání s průměrným efektem státního vlastnictví) pro finanční společnosti, ale pouze během třetího období (2001–2003). Tento dočasný efekt je pravděpodobně spojený s nastartování takzvaného Revitalizačního programu, zavedeného vládou po recesi v letech 1998–1999. Tento program měl pomoci firmám ve finančních problémech (detaily viz Kočenda a Lízal, 2003; pp. 142–144). V případě, že počátečním vlastníkem podniku byla průmyslová firma či skupina, nalézáme rostoucí pozitivní efekt v období 2001–2005. Celkově se tedy dá říci, že pokud je vlastníkem průmyslová firma, nalézáme pozitivní efekty na výkonnost vlastněných podniků a to jak vzhledem k počátečnímu vlastnictví, tak i k jeho případné změně (nárůstu). Tento výsledek poukazuje na pozitivní efekt konsolidace a restrukturalizace, které začaly po provedené privatizaci s určitým zpožděním v druhé polovině 90. let (Hanousek a Kočenda, 2008). Tento výsledek můžeme také brát jako důkaz pozitivního vlivu zahraničních vlastníků, kteří reprezentují 94% průmyslových vlastníků v našem souboru. Časová posloupnost, kterou jsme našli, ukazuje na téměř dokončenou restrukturalizaci.

V tabulce 6 prezentujeme vliv jednotlivých vlastnických struktur na výkonnost měřenou růstem výnosů relativně v poměru k celkovým aktivům. Struktura této tabulky je stejná jako u Tabulky 5. Výsledky ve formě statisticky signifikantních koeficientů jsou častější než v případě operačního zisku. Podle našeho názoru je nejzajímavější negativní efekt státní kontroly na firemní výkonnost na počátku období i v čase. Podobný vývoj vidíme i pro efekty související se změnami státního vlastnictví, což odpovídá tomu, jak postupně stát ztrácel svoji pevnou kontrolu nad podniky. Dalším možným důvodem zhoršující se výkonnosti státem vlastněných podniků je skutečnost, že stát nejdříve prodával nejlepší firmy. Alternativní vysvětlení těchto výsledků je, že firmy v dřívější době po privatizaci měly lepší přístup k různým zakázkám, které byly vypisovány státem, a to zejména v rámci neformálních vztahů, díky nimž získaly lepší podmínky. Tyto praktiky popsali Lízal a Kočenda (2001), dále je kritizoval Mlčoch (1998, str. 952), jenž především zdůrazňoval, že „vláda nemá ovlivňovat mikroekonomické rozhodování firem“. Toto prostředí poskytlo firmám, které kontroloval FNM, možnost ovlivňovat své prodeje v období po privatizaci, zejména díky objednávkám v rámci státních tendrů. Firemní aktivity tím probíhaly bez tlaku na redukci nákladů, což odpovídá předchozím prezentovaným výsledkům týkajících se provozního zisku.

Tabulka 6: Výkonnost: prodeje/celková aktiva (25% kontrola)

Stát	-0.263**	-0.052	-0.45***	-0.286*	-0.22**	-0.695***	-0.335***	-0.110*	-0.69***
	(0.130)	(0.097)	(0.115)	(0.162)	(0.103)	(0.107)	(0.105)	(0.066)	(0.069)
Finanční podniky		-0.503***			-0.414			-0.201	
		(0.132)			(0.296)			(0.275)	
Velké prům. podniky		0.065			0.309**			0.407***	
		(0.124)			(0.126)			(0.091)	
Individuální vlastníci		0.901***			0.788***			0.766***	
		(0.160)			(0.156)			(0.104)	
Následující změny ve vlastnictví vzhledem k první periodě: 1995-1997									
Stát	0.196	-0.770	-0.811	0.040***	0.052	-0.064	-0.017	-0.131	-0.24***
	(0.143)	(0.647)	(0.587)	(0.016)	(0.157)	(0.128)	(0.149)	(0.099)	(0.080)
Finanční podniky		-0.566***			-0.652*			-0.447*	
		(0.162)			(0.333)			(0.264)	
Velké prům. podniky		0.219**			0.136*			0.044	
		(0.089)			(0.077)			(0.083)	
Individuální vlastníci		-0.018			0.205			0.261	
		(0.185)			(0.206)			(0.161)	
Změny v kapitálové struktuře									
Závazky/aktiva		-0.156			0.090			0.024	
		(0.395)			(0.239)			(0.062)	
Bankovní úvěry/aktiva		0.003			-0.043			-0.013	
		(0.337)			(0.108)			(0.028)	
Konstanta		0.065			0.002			-0.005	
		(0.120)			(0.192)			(0.275)	
průmyslové sektory		ano			ano			ano	
Kontrolováno pro chybějící		ano			ano			ano	
R² přizpůsobené počet pozorování		0.092 1646			0.067 773			0.045 1082	
kontrolováno státem	60	131	132	4	13	13	7	36	36
Soukromé podniky	1586	1515	1514	769	760	760	1075	1046	1046

Poznámka: Kategorie pro státní kontrolu je FNM přímá kontrola (C1), FNM přímá plus zlatá akcie (C2), a státní pyramida plus zlatá akcie (C3). Směrodatné chyby jsou v závorkách. ***, **, a * znamená statistickou významnost na 1, 5, a 10%.

V přímém kontrastu s dopadem státního vlastnictví na výkonnost firem je dopad soukromého vlastnictví. Soukromé vlastnictví má pozitivní dopad, který v čase roste pro vlastníka typu průmyslové firmy, ale klesá v případě individuálních vlastníků. Efekty změn v těchto typech vlastnictví jsou mnohem méně časté, ale jsou pozitivní. Výjimkou je negativní efekt počátečního vlastnictví finančními institucemi během období 1998 až 2000, doplněné uniformními negativními efekty změn v tomto typu vlastnictví. Toto zjištění je v souladu s výsledkem, který prezentují Hanousek,

Kočenda, a Svejnar (2007) a dokumentují negativní, v čase se měnící efekt změn na ukazatel výnosů podniků v případě vlastnictví firem investičními fondy a portfoliovými společnostmi, a to již v období 1996 až 1999. Důvodem našich zjištění může také být v nižším zájmu finančních firem na hospodářskou činnost vlastněných firem. Tento přístup kontrastuje s cílem průmyslových firem, které chtějí zvýšit ziskovost snižováním nákladů, integrací aktivit a využívání výnosů z rozsahu.

Naše výsledky můžeme shrnout do závěru, že státní kontrola nepřinášela zvýšenou výkonnost. Dokumentujeme to tím, že různé úrovně státní kontroly ovlivňují veskrze negativně výkonnost podniků. Tyto výsledky jsou první empirickou studií, která ukazuje, že stát na vrcholu korporátní pyramidy není dobrý vlastník. Naše závěry též nepřímo potvrzují závěry článku Hellman a Schankerman (2000), kteří ukázali, že ve většině transformujících ekonomik nevystupuje stát jako dobrý vlastník. Naše závěry jsou v silném kontrastu s empirickými studiemi, které v některých zemích poukazují na efektivní státní vlastnictví. V těchto případech však státem vlastněné korporátní struktury byly obvykle vytvořeny jako pragmatický nástroj státu ke kontrole ekonomiky, která pouze navenek vypadá jako soukromá (viz. Chernykh, 2008; Ma, Yao a Xi, 2006; Bortolotti a Faccio, 2006; Liu a Sun, 2005).

6. Závěrečné poznámky

V tomto článku analyzujeme rozsah různých úrovní státní kontroly privatizovaných českých podniků během období 1995–2005. V tomto období integrovaný kontrolní potenciál získal podobu korporátní pyramidy, což je ve světě běžná struktura. Zjistili jsme, že kontrolní potenciál není příliš velký, pokud se český stát bere do úvahy jako konečný vlastník na vrcholu pyramidy. Stát preferuje přímou kontrolu vyjádřenou větším než 50% podílem a tato kontrola se pochopitelně zvětší, pokud uvažujeme 25% vlastnický podíl jako hranici kontroly v případech, kdy žádný jiný vlastník neměl větší vlastnický podíl. Pyramidová struktura sice nebyla státem příliš využívána, naopak institut zlaté akcie významně zvýšil schopnost kontrolovat podniky, zisky i výnosy.

Státní pyramida v České republice, alespoň co se týče míry její funkčnosti a existence, trpěla pravděpodobně tím, že řada státních institucí na jejím vrcholu nebyla schopna spolu efektivně spolupracovat. To je například v rozporu s institucionálním uspořádáním v Číně, kde podnikatelské skupiny vlastněné státem měly přímá práva kontrolovat zisk, a tak měly větší motivaci a schopnosti monitorovat vedoucí pracovníky podniků (Ma, Yao a Xi, 2006).

V naší studii jsme také analyzovali vliv přímého a integrovaného státního vlastnictví na výkonnost podniků. Zjistili jsme, že státní kontrola způsobuje klesající, nebo dokonce negativní výkonnost ve firmách, v kterých stát byl angažován různými prostředky kontroly. Ukázali jsme, že ve smyslu firemní výkonnosti byla státní integrovaná kontrola horším způsobem vlastnictví než vlastnictví soukromé.

Údaje z naší rozsáhlé databáze poskytují průkaznou evidenci, že stát zůstal významným vlastníkem v českých firmách během velmi dlouhého období. Neochota

státu opustit pozici vlastníka je v kontrastu s nedostatkem kapacity tato vlastnická práva vykonávat, a tím zvyšovat daňové příjmy. Nedostatek kooperace různých státních agentur a neefektivnost státního aparátu jsou zřejmě nejpřirozenější důvody našich výsledků.

Literatura

- ALMEIDA, H. V.; WOLFENZON, D. 2006. Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *Journal of Finance*. 2006, Vol. 61, No. 6, pp. 2637–2680.
- ANGRIST, J. D.; IMBENS, G. W.; RUBIN, D. B. 1996. Identification of Causal Effects Using Instrumental Variables. *Journal of the American Statistical Association*. No. 91 (434), pp. 444–455.
- ANGRIST, J. D.; PISCHKE, J.-S. 2009. *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*. Princeton University Press, 2009.
- BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. G. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. In MORCK, R. K. (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*. NBER Conference Report series. Chicago and London: University of Chicago Press, pp. 295–315.
- BENNETT, J.; ESTRIN, S.; MAW, J. 2005. Why did transition economies choose mass privatization? *Journal of European Economic Association*. 2005, No. 3(2-3), pp. 567–75.
- BERLE, A.; MEANS, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.
- BORTOLOTTI, B.; FACCIO, M. 2004. Government Control of Privatized Firms. ECGI Working Paper No. 40/2004. ssrn.com/abstract=536683.
- BORTOLOTTI, B.; FACCIO, M. 2006. Reluctant privatization. Center for Economic Institutions Working paper series, No. 2006-5.
- BUREAU VAN DIJK, 2007. Bureau Van Dijk Electronic Publishing: Ownership Database. Available at www.bvdep.com (přístup 5. 3. 2009).
- CHAPELLE, A.; SZAFARZ, A. 2005. Controlling firms through the majority voting rule. *Physica A*. 2005, No. 355, pp. 509–529.
- CHAPELLE, A.; SZAFARZ, A. 2007. Control consolidation with a threshold: An algorithm. *IMA Journal of Management Mathematics*. 2007, No. 18(3), pp. 235–243.
- CHERNYKH, L. 2008. Ultimate ownership and control in Russia. *Journal of Financial Economics*. 2008, No. 88(1), pp. 169–192.
- CULL, R.; MATESOVA, J.; SHIRLEY, M. 2002. Ownership and the Temptation to Loot: Evidence from Privatized Firms in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*. 2002, No. 30(1), pp. 1–24.
- ESTRIN, S.; HANOUSEK, J.; KOČENDA, E.; SVEJNAR, J. 2009. Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies. *Journal of Economic Literature*. 2009, No. 47(3), pp. 699–728.
- FACCIO, M. L.; LANG, H. P. 2002. The ultimate ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*. 2002, No. 65, pp. 365–395.
- FRYDMAN, R.; GRAY, C.; HESSEL, M.; RAPACZYNSKI, A. 2000. The limits of discipline: ownership and hard budget constraints in the transition economies. *Economics of Transition*. 2000, No. 8(3), pp. 577–601.
- FRYDMAN, R.; HESSEL, M.; RAPACZYNSKI, A. 2006. Why ownership matters? Entrepreneurship and the restructuring of enterprises in central Europe. In FOX, M.; HELLER, M. (eds.) *Corporate governance lessons from transition economies*. Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2006.

- GROSFELD, I.; TRESSEL, T. 2002. Competition and Ownership Structure: Substitutes or Complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Economics of Transition*. 2002, No. 10 (3), pp. 525–551.
- HANOUSEK, J.; KOČENDA, E. 2008. Kontrolní potenciál státu nad zprivatizovanými podniky. *Politická ekonomie*. 2008, Vol. 56, No. 4, pp. 467–483.
- HANOUSEK, J.; KOČENDA, E.; SVEJNAR, J. 2007. Origin and Concentration: Corporate Ownership, Control and Performance in Firms after Privatization. *Economics of Transition*. 2007, No. 15, Vol. 1, pp. 1–31.
- HELLMAN, J.; JONES, G.; KAUFMANN, D. 2003. Seize the state, seize the day: state capture and influence in transition economies. *Journal of Comparative Economics*. 2003, No. 31, pp. 751–773.
- HELLMAN, J.; SCHANKERMAN, M. 2000. Intervention, corruption and capture: The nexus between enterprises and the state. *Economics of Transition*. 2000, No. 8(3), pp. 545–576.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. 2000. Tunneling. *American Economic Review*. 2000, No. 90(2), pp. 22–27.
- KHANNA, T.; YAFEH, Y. 2007. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature*. 2007, No. 45, pp. 331–372.
- KOČENDA, E. 2000. Zbytkový státní majetek a vlastnická práva. *Politická ekonomie*. 2000, Vol. 48, No. 3, pp. 393–400.
- KOČENDA, E.; HANOUSEK, J. 2009. State Ownership and Control in the Czech Republic. CESifo Working Paper No. 2801.
- KOČENDA, E.; LÍZAL, L. 2003. *Český podnik v české transformaci: 1990–2000*. Praha: Academia, 2003.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*. 2005, No. 39(1), pp. 163–197.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. 1999, No. 54, pp. 471–517.
- LÍZAL, L., KOČENDA, E. 2001. State of Corruption in Transition: The Case of the Czech Republic. *Emerging Markets Review*. 2001, No. 2(2), pp. 138–160.
- LIU, G. S.; PUN, P. 2005. The Class of Shareholdings and its Impacts on Corporate Performance: A Case of State Shareholding Composition in Chinese Public Corporations. *Corporate Governance: An International Review*. 2005, No. 13(1), pp. 46–59.
- MA, X.; LU, J. 2005. The critical role of business groups in China. *Ivey Business Journal*. 2005, No. 69(5), pp. 1–12.
- MA, X.; YAO, X.; XI, Y. 2006. Business group affiliation and firm performance in a transition economy: A focus on ownership voids. *Asia Pacific Journal of Management*. 2006, No. 23(4), pp. 467–483.
- MLČOCH, L. 1998. Czech Privatization: A Criticism of Misunderstood Liberalism (Keynote Address). *Journal of Business Ethics*. 1998, No. 17(9-10), pp. 951–959.
- MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment and growth. *Journal of Economic Literature*. 2005, No. 43, pp. 657–722.
- MORCK, R.; STANGELAND, D.; YEUNG, B. 2000. Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease. In MORCK, R. (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, pp. 319–369.
- MORCK, R., YEUNG, B. 2004. Family Control and the Rent-Seeking Society. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. 2004, No. 28(4), s. 391–409.
- QIAN, Y. 1996. Enterprise reform in China: Agency problems and political control. *Economics of Transition*. 1996, No. 4(2), pp. 422–447.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. 1994. Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1994, No. 109(4), s. 995–1025.
- YIU, D.; BRUTON, G.; LU, Y. 2005. Understanding business group performance in an emerging economy: Acquiring resources and capabilities in order to prosper. *Journal of Management Studies*. 2005, No. 42(1), pp. 183–296.

EXTENT OF THE INTEGRATED STATE OWNERSHIP AND EFFECT OF THE STATE CONTROL ON PERFORMANCE OF CZECH FIRMS

Jan Hanousek, CERGE-EI, Charles University and the Academy of Sciences, Prague, Czech Republic; The William Davidson Institute, Michigan; a CEPR, London. (jan.hanousek@cerge-ei.cz); **Evžen Kočenda**, CERGE-EI, Charles University and the Academy of Sciences, Prague, Czech Republic; The William Davidson Institute, Michigan; CEPR, London; CESifo, Munich; OEI, Regensburg. (evzen.kocenda@cerge-ei.cz).

Abstract

We analyze the extent of the integrated state control over the privatized companies in the Czech Republic during the decade of 1995-2005. During this period, the integrated potential of the state to control companies had a pyramid-like form. Even though the pyramid control was not fully utilized, the state owned the golden shares that significantly improved state ability to control companies. Our findings suggest that state control in the period under research is correlated with decreasing, or even negative performance of companies. The efficiency of the state-owned companies was much lower than that of the privately owned. The inability of state agencies to cooperate and inefficient state administration are the most probable explanations behind our findings.

Keywords

corporate pyramid, state ownership, privatization, corporate performance, voting rights, golden share

JEL Classification

C51, D23, D24, L23, P26