

## Vlastnická struktura a výkonnost firem vzešlých z české kuponové privatizace

Evžen KOČENDA – CERGE-EI – společné pracoviště Univerzity Karlovy a Akademie věd ČR  
(evzen.kocenda@cerge-ei.cz)

Léta 1991–1995 byla poznamenána probíhajícím procesem kuponové privatizace. Výsledná vlastnická struktura, která se vytvořila po skončení obou vln kuponové privatizace, byla více či méně logickým výsledkem procedury, kterou byl samotný kuponový proces řízen. Změny ve struktuře vlastnictví v roce 1995 odrážely mimo jiné právní požadavky na omezení podílů držených privatizačními fondy. Ekonomicky smysluplnější vlastnické struktury se začaly objevovat v českých firmách až v roce 1996.

Změny ve vlastnické struktuře mezi roky 1996 a 1999 v kuponově privatizovaných firmách jsou analyzovány podle různých koncentračních úrovní. Identifikovali jsme významné pohyby mezi třemi intervaly vlastnické koncentrace definované podle velikosti vlastnického podílu největšího samostatného vlastníka. Jsou to pásma, v nichž tento vlastník držel 0–35%, 35–63% a více než 63procentní podíl ve firmě. Během zkoumaného období jsme zaznamenali největší pohyby v té části datového souboru, v níž největší samostatný vlastník držel podíl o velikosti 15–35 %.

Celkový pohled na období 1996–1999 ukazuje, že z první kategorie v roce 1996 zůstalo v této kategorii do roku 1999 pouze 40 % firem. Na druhé straně z druhého shluku s koncentrací vlastnictví 35–63 % zůstalo v tomto shluku do roku 1999 59 % firem. Pro třetí shluk byl podíl firem, jejichž pozice se z námi definovaného hlediska koncentrace nezměnila, dokonce 79 %.

Změny ve vlastnické struktuře jsme analyzovali na základě šesti typů vlastníků: nefinanční společnost, banka, investiční fond, individuální vlastník, portfoliový investor a stát. Všeobecně byl mezi lety 1996 a 1999 nejvyšší nárůst průměrné koncentrace zaznamenán u investičních fondů (50procentní nárůst) a portfoliových investorů (40procentní nárůst) jako největších samostatných vlastníků. Jediný pokles koncentrace byl pozorován v případě bank (10procentní pokles).

Detailnější popis změn v typu největšího samostatného vlastníka mezi roky 1996–1999 poskytují následující pozorování. Nefinanční podniky následované individuálními vlastníky jsou nejstabilnějšími největšími samostatnými vlastníky. Nejméně stabilním typem vlastníka je portfoliová společnost. Z celkového počtu firem, v nichž byla v roce 1996 největším samostatným vlastníkem portfoliová společnost, pouze v 5 % tento stav zůstal zachován do roku 1999. Nefinanční společnost je také typem vlastníka, který zaznamenal ve sledovaném období největší přírůstky vlastnictví.

Jako další krok jsme provedli ekonometrickou analýzu vlivu vlastnické struktury na výkonnost firmy. Definovali jsme soubor finančních ukazatelů tak, abychom byli schopni rozlišit různé aspekty výkonnosti firmy. Soubor proměnných byl vybrán tak, aby zachytil ziskovost firmy, sílu a velikost firmy, finanční situaci a rozsah obchodních aktivit. Abychom zjistili vliv typu vlastníka na firemní výkonnost, zahrnuli jsme do našeho modelu dva typy indikátorových proměnných pro pět různých kategorií vlastníků. První typ indikátorů označuje typ největšího samostatného vlastníka a druhý typ celkový podíl jednotlivého druhu vlastníka ve firmě. Podle předběžných regresí a testů jsme použili model s náhodnými koeficienty.

Na základě našich výsledků můžeme říci, že koncentrace vlastnictví nevysvětluje změny ve výkonnosti firmy. Vliv na výkonnost firmy nemá ani žádné průmyslové odvětví. Pomocí modelu s náhodnými koeficienty jsme nenašli ani žádný důkaz toho, že by na výkonnost firmy měl vliv typ vlastníka obecně. Nicméně existují jasné a přesvědčivé důkazy o vlivu určitého typu vlastníka nebo jeho kumulativního podílu na určité firemní charakteristice. Výsledky rovněž ukazují na patrný, i když omezený vliv zahraničních vlastníků. Veškeré výsledky pocházejí z analýzy panelového datového souboru, který zahrnuje více než 40 % českých firem privatizovaných kuponovou metodou.

## LITERATURA

- CLAESSENS, S. – DJANKOV, S. (1999): Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, vol. 27, 1999, pp. 498–513.
- COASE, R. (1988): Theory of the Firm? In: Coase, R. (Ed.): *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago/London, University of Chicago Press, 1988.
- DEMSETZ, H. – LEHN, K. (1985): The Structure of Corporate-Ownership – Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, vol. 6, pp. 1155–1177.
- D'SOUZA, J. – MEGGINSON, W. L. (1999): The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s. *Journal of Finance*, vol. 54, August 1999, no. 4, pp. 1397–1438.
- FRYDMAN, R. – GRAY, Ch. W. – HESSEL, M. – RAPACZYNSKI, A. (1999): When Does Privatization Work? The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economies. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, November 1999, no. 4, pp. 1153–91.
- SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W. (1997): A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, vol. 52, June 1997, no. 2, pp. 737–783.

## SUMMARY

JEL Classification: C23, D21, G32, L2

Keywords: ownership structure – firm's performance – voucher privatization – type of owner – panel data

## Ownership Structure and Corporate Performance: Czech Firms from Voucher Scheme

Evžen KOČENDA – CERGE-EI, joint place of the Charles University and the Academy of Science, Prague (evzen.kocenda@cerge-ei.cz)

The author works with a broad 1996–1999 data sample of firms privatized earlier in the 1990s in the Czech Republic's pioneering „voucher“ privatization of state firms. He analyzes the post-privatization development of such firms' ownership structure and consequently its effect on corporate performance and firms' characteristics. In 1996, the ownership concentration at these firms was already quite high and only increased, thus giving decisive power to the largest owners. The author argues that excessive ownership concentration has little correlation with corporate performance. In the study, the changes in ownership structure had no conclusive effect on corporate performance. Certain types of domestic owners do not affect firm performance though they do affect firm characteristics, while the effect of foreign owners is limited. Thus, no clear or unambiguous effect of changes in ownership structure on corporate performance emerged.