

Metode de privatizare și efecte ale productivității în companiile industriale românești

John S. Earle

Universitatea Central-Europeană

Álmos Telegdy

Universitatea Central-Europeană

Datele de tip panel referitoare la contractele de privatizare și cele privind productivitatea muncii în companiile industriale românești au fost folosite pentru a descrie structura proprietății rezultată în urma procesului de privatizare și pentru a estima efectele diverselor politici de privatizare asupra performanței companiilor.¹ Rezultatele econometrice indică o creștere pozitivă lineară și semnificativă a efectelor proprietății private asupra productivității muncii; estimarea indică o creștere de la 1,0 la 1,7 procente pentru fiecare creștere cu 10 procente a proprietății private dintr-o societate pe acțiuni. Efectul cel mai puternic îl întâlnim la vânzările către persoane din afara firmei; efectele transferurilor interne și ale privatizării în masă asupra performanțelor firmei sunt estimate a fi foarte mici, chiar dacă ele rămân încă pozitive.

Introducere

Impactul privatizării asupra performanțelor companiilor a constituit o problemă analitică deosebit de importantă, cu implicații asupra politicilor de transformare a fostelor economii socialiste, fapt care a dus la acumularea unei vaste literaturi de specialitate.² Prin acest studiu vom cuprinde, în agenda cercetărilor privind performanțele privatizării și România, una din cele mai mari țări din estul Europei, cuprinsă însă într-un număr relativ mic de analize sistematice. Studiile anterioare despre privatizarea din România s-au concentrat îndeosebi asupra descrierii politicilor în sine, fără să fi oferit informații privind structura de proprietate rezultată sau efectele acesteia asupra performanțelor companiilor.³ Cercetările de până acum despre comportamentul firmelor din România s-au bazat în general pe eșantioane mici de firme, axându-se în special pe alte probleme decât privatizarea.⁴

Importanța studiului nostru constă nu doar în adăugarea unei noi țări la lista celor despre care s-a făcut deja o analiză a proprietății și a performanței companiilor în perioada post-privatizare, dar și în învățămintele pe care le putem trage din experiența românească în privința efectelor pe care le-au avut politicile alternative de privatizare și structurile de proprietate asupra comportamentului companiilor. Procesul de privatizare din România a fost unul destul de eterogen, incluzând toate metodele mai importante folosite în economiile aflate în tranziție: MEBO, privatizarea în masă și vânzarea de acțiuni către investitori din afara firmei. Metoda MEBO și privatizarea în masă au dus la o proprietate internă și externă dispersată, în timp ce vânzările au presupus aproape în fiecare caz pachete mari de acțiuni. În același timp, procesul a fost unul incomplet, lăsând multe companii integral sau parțial în mâna statului, în ciuda repetatelor declarații de intenție ale guver-

nului de a „accelera” procesul. Astfel, structura de proprietate post-privatizare conține componente semnificative, atât din interiorul cât și din afara companiei, sau aparținând statului, dar și cazuri de proprietate concentrată sau dispersată în cadrul firmelor cu acționari privați externi.

Chiar dacă în construirea ei am folosit mai multe surse, baza de date de care dispunem ne poate ajuta să măsurăm toate contractele de privatizare, cu diferitele tipuri de proprietari, ale companiilor de stat transformate în societăți pe acțiuni în perioada 1992–1999. Spre deosebire de studiile efectuate până acum referitor la impactul privatizării în cele mai multe dintre țări suntem în măsură să oferim estimări bazându-ne pe un eșantion larg, care include aproape întreaga populație a societăților pe acțiuni eligibile pentru privatizare în România (aproximativ 90 la sută din „populația” de firme în 1999), plus o analiză longitudinală de la perioada pre- la cea post- privatizare.

Strategia noastră empirică a urmat recomandările literaturii de specialitate în ceea ce privește alegerea variabilei dependente și a covariabilelor de control. De asemenea, am folosit o serie de tehnici econometrice alternative pentru a putea controla potențialele *bias*-uri de selecție și erori de măsurare. Constrânși de datele avute la dispoziție – bogate în ceea ce privește structura proprietății în perioada post-privatizare, dar limitate în ceea ce privește informațiile financiare și de exploatare – în determinarea variabilelor proprietății am luat în considerare posibilele probleme de endogenitate. Am luat, de asemenea, în considerare și specificări alternative ale formei funcționale prin care proprietatea influențează performanța firmelor, estimând ecuații lineare plecând atât de la modele în care variabila de proprietate este exprimată sub formă de proporție, cât și de la modele în care există un prag al majorității privatizate și al celui mai mare tip de proprietar, variantă adoptată frecvent și în literatura de specia-

litate. În ultima specificație folosim efecte de grup constante în timp pentru a controla diferențele pre-privatizare în performanța companiilor și pentru a permite evaluarea magnitudinii acestor diferențe.

Secțiunea a doua a lucrării descrie modul în care a fost construită baza de date, procesul de privatizare din România și structura proprietății în perioada post-privatizare. Secțiunea a treia prezintă diferențele specificații econometrice, Secțiunea a patra descrie rezultatele estimării, iar Secțiunea a cincea cuprinde concluziile și constatările noastre.

Date, politicile de privatizare și structura proprietății rezultate

Construcția bazei de date. Analiza noastră privind structura proprietății în perioada post-privatizare se bazează pe informații nepublicate, culese din mai multe surse și grupate într-o singură bază de date.⁵ Informațiile despre structura proprietății societăților pe acțiuni aflate inițial în proprietatea statului sunt compilate din șapte baze de date: Baza de Date a Tranzacțiilor Fondului Proprietății de Stat (FPS), Baza de Date a Portofoliului FPS și câte o bază de date de la fiecare din cele cinci Fonduri ale Proprietății Private (FPP-uri).⁶ Din aceste surse am construit o evoluție aproape completă a structurii proprietății post-privatizare până la sfârșitul anului 1998. Procedura este valabilă pentru toate întreprinderile din portofoliul FPS aflate inițial în proprietatea statului. Eșantionul nostru include astfel toate societățile pe acțiuni („comerciale”) care au supraviețuit privatizării, dar am exclus magazinele sau alte bunuri separate din companiile-mamă, precum și regiile autonome, care vor fi discutate separat în această secțiune. Construirea eșantionului final pentru structura proprietății s-a făcut prin selecția tuturor firmelor industriale, rezultând astfel 2354 de cazuri, reprezentând aproximativ 95 la sută din numărul total de firme industriale care au supraviețuit din portofoliul FPS.⁷

Pentru a studia performanța firmelor am detaliat informațiile privitoare la angajați și vânzări pentru fiecare an în parte, din 1992 până în 1999, corespunzător Registrului Român al Întreprinderilor.⁸ Registrele cuprind informații quasi-complete despre toate firmele înregistrate cu cel puțin cinci angajați. În fiecare an, însă, din 1993 până în 1999, un procent între 8 la sută și 11 la sută din companii au valori lipsă. De asemenea, 18 la sută din valori lipsesc pentru anul 1992. Tabelul nr. 1 prezintă numărul de observații anuale din eșantionul final. Pe scurt, datele ne ajută să măsurăm structura proprietății rezultată în urma privatizării în aproape toate societățile pe acțiuni industriale din populația de firme din portofoliul FPS care au supraviețuit, dar și să estimăm relația dintre metodele de privatizare folosite și performanță în cazul a 90 la sută din companii.

Corporatizarea și proprietatea de stat reziduală. Asemeni celor mai multe din economiile aflate în tranziție, procesul de reformă a întreprinderilor mari și mijlocii din România a început prin corporatizarea companiilor de stat pentru a face posibilă astfel transferarea lor spre proprietari multipli. În România, conversia legală a avut loc relativ rapid și s-a încheiat în 1991 când întreprinderile de stat au fost împărțite în două grupuri: regii autonome și societăți comerciale. Așa-numitele companii „strategice” au fost incluse în primul grup și, chiar dacă numărul lor a fost relativ mic (aproximativ 400), ele au însumat 47 la sută din totalul de bunuri ale întreprinderilor de stat (Agenția Română de Dezvoltare, 1997).⁹ Al doilea grup de firme – format din aproape toate cele care au fost restructurate în societăți pe acțiuni – constituie tema principală a acestui studiu.

Acțiunile acestor unități de stat au fost plasate în nou creatul Fond al Proprietății de Stat (FPS) și într-unul din cele cinci Fonduri ale Proprietății Private (FPP-uri), într-un

raport de 70:30 procente. Organizarea și conducerea FPS au fost foarte asemănătoare celor ale Ministerelor Privatizării și Fondurilor Proprietății de Stat din celelalte economii aflate în tranziție. Totuși, FPP-urile au constituit o formă mai puțin obișnuită. Independent de denumirea lor, acestea au fost administrate și mai departe de către stat, consiliile directorate fiind numite tot de guvern și aprobate de parlament, în timp ce proprietarii lor nominali, aproximativ 18 milioane de cetățeni români, nu dețineau nici un mijloc efectiv de control. Astfel, în analiza noastră empirică FPP-urile sunt abordate ca o categorie aparte, neconsiderate a fi nici private, nici de stat.¹⁰

După cum arată și Tabelul 2, baza noastră de date conține 2354 de firme aflate în proprietatea FPS la începutul procesului de privatizare (1992). Cele mai multe dintre acestea, mai exact 1 822 de companii, echivalentul a 77 la sută din total, mai aveau încă la sfârșitul anului 1998 o anumită parte a proprietății în mâinile statului. FPS deținea, la sfârșitul anului 1998, 46,9 la sută în medie și 50,9 la sută în valoare mediană din capitalul firmelor în care statul încă mai deținea ceva. Media deținerii FPS, necondiționată de prezența statului în structura proprietății, scade însă de la 70 la sută, la sfârșitul anului 1991, la 36,3 la sută la sfârșitul anului 1998, evoluție prezentată mai pe larg în Tabelul 3. Procentajul firmelor în care statul deține cota cea mai mare din proprietate scade de la 100 la 47,6 procente în perioada 1992 – 1998, după cum indică și Tabelul 4. În ceea ce privește FPP, 941 de firme erau la sfârșitul anului 1998 parțial în proprietatea FPP, cu o medie a proprietății deținute de 20,1 la sută. În aproape toate cazurile FPP a reprezentat un proprietar minoritar, doar 32 din toate aceste firme având FPP ca proprietar majoritar. Plecând de la cele 30 de procente acordate FPP în 1991, s-a ajuns ca la sfârșitul anului 1998 FPP să dețină în medie 8,0 procente (vezi Tabelul nr. 3); FPP n-au constituit însă un

proprietar majoritar decât într-un număr foarte mic de cazuri (vezi Tabelul 4).¹¹

Legea Privatizării (1991) și reglementările aferente cereau FPS să privatizeze toate acțiunile din portofoliul său într-o perioadă de șapte ani. Cu toate acestea, legea oferea prea puține date privitoare la modul în care poate fi atins acest obiectiv, singura precizare în acest sens fiind o listă foarte generală de metode care puteau fi utilizate. În practică, însă, privatizarea din România a fost dominată de trei metode destul de specifice: MEBO, Programul de Privatizare în Masă (PPM) și vânzarea pachetelor de acțiuni unor investitori din afara firmei. Vânzările au fost concepute de la bun început ca metodă principală, deși metoda MEBO avea deja o anumită susținere juridică prin anexele Legii Privatizării, care stipulau tratamente preferențiale pentru cadrele de conducere și angajați. Aceste prevederi includeau dreptul la un prim refuz și la plăți în rate cu dobânzi foarte scăzute, facilități care au fost extinse apoi în legislația ulterioară.¹² PPM a fost adoptat mai târziu, în 1995, ca o încercare de „accelerare” a ratei transferului de proprietate.

Metoda MEBO. Transferul acțiunilor către salariați, prin acordarea gratuită sau vânzarea la prețuri mici a constituit o metodă uzuală pentru economiile aflate în tranziție, mai ales datorită relativei ușurințe de implementare administrativă și politică. Metoda este însă controversată și considerată frecvent ca fiind neadecvată nevoilor de restructurare ale unei economii aflată în tranziție.¹³ Pe de o parte, privatizarea internă poate duce la creșterea motivației muncii, a loialității față de firmă și a suportului pentru restructurare. Dacă proprietatea este dispersată între angajați ea poate facilita, de asemenea, cumpărarea de acțiuni de către persoane din afara firmei.¹⁴ Pe de altă parte însă, salariaților pot să le lipsească aptitudinile, capitalul, accesul pe piață sau tehnologiile necesare pentru a face ca o companie să fie competitivă. Condu-

cerea prin angajați poate ajunge în impas atunci când firma trebuie să opteze pentru o restructurare majoră ce ar avea impacte diferite și dispersate în interiorul firmei.¹⁵

În timp ce argumentele standard pot avea o anumită relevanță pentru orice formă de proprietate a angajaților din economiile aflate în tranziție, MEBO-urile românești au câteva particularități instituționale semnificative. Ele derivă din reglementările legale prin care angajații sunt obligați să formeze o asociație pentru a deține acțiuni și pentru a-și putea exercita cea mai mare parte a drepturilor de proprietate pe o perioadă de rambursare cuprinsă între 3 și 5 ani.¹⁶ De-a lungul perioadei de rambursare, acțiunile neplătite nu pot fi revândute; această constrângere limitează posibilitatea unor concentrări sau preluări ce ar putea îmbunătăți managementul companiei. Mai mult, contractele de privatizare românești includ adeseori restricții cu privire la schimbările din cadrul firmei la nivel de angajați, dar și cu privire la profilul acesteia, restricții care au fost, de asemenea, aplicate de-a lungul perioadei de rambursare. Complicatele aranjamente și limitări ale procesului de restructurare pot duce la blocarea efectelor pozitive ale privatizării în performanța companiilor.

Pe lângă aceste particularități instituționale, privatizarea internă din România constituie un aspect neobișnuit pentru cota acțiunilor interne ale companiilor afectate. Tabelul 2 arată că 858 de întreprinderi industriale (mai mult de o treime din totalul celor aflate în portofoliul FPS) au avut cel puțin un contract MEBO până la sfârșitul anului 1998, cu o medie a pachetului de acțiuni deținut de angajați de 64,9 la sută și o valoare mediană de 70,6 la sută. Diferind de majoritatea transferurilor de acțiuni de acest gen din Ungaria și Polonia și în special din Rusia, tranzacțiile MEBO din România au avut ca efect deținerea de către salariați a unui procent impresionant de acțiuni. De regulă în cadrul MEBO, întregul pachet de 70 de procente al FPS a fost transferat către

angajați, deși au existat și unele cazuri de participare minoritară a salariaților, combinată uneori cu alte metode de privatizare.¹⁷

Tabelul 3 prezintă evoluția proprietății din 1992 până în 1998. MEBO a fost cea mai frecvent folosită metodă în anii 1994 și 1995, deși angajații au continuat să cumpere companiile în care lucrau până în 1998, ultimul an care figurează în datele noastre despre proprietate. Pe a doua poziție după FPS, participanții la privatizarea MEBO au constituit cea mai mare categorie de proprietari în 24,5 la sută din companii la sfârșitul anului 1998, după cum se poate vedea și în Tabelul 4. Măsurată fie ca medie a acțiunilor privatizate, fie ca cea mai mare categorie de proprietari, MEBO a reprezentat singura metodă de privatizare importantă din România. Prin urmare, această metodă a oferit o posibilitate interesantă, aceea de a testa efectul deținerii unei majorități a proprietății de către angajați într-un număr mare de companii privatizate.

Programul de Privatizare în Masă (PPM). A doua metodă ca importanță a fost cea a privatizării în masă sau prin cupoane. Ca și în restul Europei de Est, motivul pentru care s-a optat pentru această metodă în România a fost acela de a accelera privatizarea prin rezolvarea problemelor cererii insuficiente datorate economiilor autohtone reduse și reținerii investitorilor străini (Earle, Frydman și Rapaczynski, 1993; Boycko, Shleifer și Vishny, 1994). Aceste programe și-au propus să creeze o piață internă de capital prin lansarea rapidă de acțiuni pe piață, dar în același timp au prezentat și riscul creării unei structuri a proprietății foarte dispersată. Problema dispersiei mari a proprietății a fost rezolvată în mod curent prin crearea de intermediari, fie de către stat, ca participant la program (cazul Poloniei), fie de către părți private aflate în competiție pentru cupoanele individuale (cazul Cehoslovaciei). Cu toate că există puține evidențe empirice privind efectele acestor programe, o serie de autori

s-au arătat foarte critici la adresa funcționalității acestora (Stiglitz, 1999; Black, Kraackman și Tarrasova, 2000; Kornai, 2000; Roland, 2001).

Programul de Privatizare în Masă (PPM) din România, derulat în 1995-1996, a oferit oportunitatea de a analiza o formă mai curând extremă de privatizare prin cupoane, care a asigurat o dispersie maximală a proprietății prin interzicerea tranzacționării cupoanelor și a formării de intermediari. Potențialele beneficii ale programului au fost, de asemenea, reduse prin deținerea unui pachet mare de acțiuni de către stat: în majoritatea companiilor incluse în program numai 60 la sută din totalul acțiunilor au fost puse la vânzare, iar în cazul companiilor considerate strategice, firme relativ mari, procentul pus în vânzare a fost de numai 49. Chiar și aceste procente au fost atinse în doar câteva companii, datorită asimetriei particulare în abordarea surplusului de cerere și ofertă în procedura de alocare. Astfel, surplusul de subscrieri a fost tratat printr-o alocare *pro rata*, în timp ce subscrierile sub nivelul așteptat au avut ca rezultat acțiuni netransferate.¹⁸ După cum indică Tabelul 2, în acest program au fost incluse în total 1727 de întreprinderi industriale, cu o medie a procentului de acțiuni privatizate de 24,5 la sută și o valoare mediană de 18,4 la sută; doar o șesime din firmele incluse în program au fost privatizate majoritar.

Inevitabil, PPM a dus la apariția unei structuri a proprietății puternic dominată de stat, acesta deținând în cele mai multe din cazuri pachetul majoritar, pe lângă un grup foarte dispersat de proprietari privați. Șansele unui impact pozitiv asupra performanțelor firmelor în cazul acestui program ar fi putut crește prin câteva mecanisme indirecte, și anume, fie prin vânzări secundare care să conducă la creșterea concentrării proprietății private, fie prin creșterea transparenței informațiilor asupra performanțelor firmelor prin tranzacționarea acțiunilor, care ar conduce la o creștere a motivației manage-

riale,¹⁹ fie prin complementaritate cu alți proprietari deținători ai unor pachete de acțiuni din vânzări directe. În toate aceste situații PPM ar fi putut avea un efect pozitiv, indiferent de modul în care ar fi fost conceput programul.

Acțiunile alocate prin PPM au fost luate atât din portofoliul FPS, cât și din cele cinci portofolii ale FPP. FPP-urile puteau însă reprimi unele din aceste acțiuni în cazul în care cetățenii participanți la PPM optau pentru plasarea certificatelor de acționar la FPP. În ansamblu, FPP-urile au fost perdantele acestui procedeu de privatizare, îndeosebi prin maniera în care a fost conceput programul. După cum se poate observa și în Tabelul 3, media acțiunilor deținute de FPP a scăzut de la 23,8 la sută la sfârșitul anului 1995 la 9,2 la sută un an mai târziu. Atât înainte cât și după PPM, FPP-urile au vândut acțiuni din portofoliul lor, pachetele de acțiuni ale acestora reducându-se pâna la doar 8,1 la sută la sfârșitul anului 1998. Deseori aceste vânzări au fost organizate în conjuncție cu vânzările de privatizare ale FPS.

Privatizarea prin vânzări către persoane din afara întreprinderii. A treia metodă importantă de privatizare utilizată în România a presupus vânzarea, de la caz la caz, a unor pachete mari de acțiuni către investitori din afara firmei. Cea mai importantă metodă a fost licitația în plic închis, în care, la selectarea cumpărătorului, FPS a luat în considerare nu doar oferta de preț, dar și planul de afaceri, promisiunile de investiții și de angajări și alte aspecte. Aceste considerații au fost reflectate frecvent în prevederile contractului de privatizare, având ca efect limitarea comportamentului post-privatizare, după cum s-a întâmplat și în cazul privatizării MEBO (Negrescu, 2000). Chiar dacă cei care au elaborat politicile de privatizare în România s-ar fi putut simți supuși constrângerilor politice de a asigura continuitatea activității firmelor și de a păstra un anumit nivel al personalului

angajat, rezultatul restricțiilor impuse de contractele de privatizare a fost acela al unei restructurări reduse în companiile privatizate prin această metodă, scăzând astfel beneficiile potențiale ale privatizării.²⁰

Mai mult, metoda vânzărilor creează probleme intrinseci, care tind să confere programului un caracter mai lent și incert. Oferta pe mai multe criterii implică în mod natural mai puțină transparență în derularea programului deoarece ponderile diferitelor aspecte ale ofertei în luarea deciziei de către FPS nu sunt predeterminate sau anunțate în prealabil, iar potențialii participanți sunt lasați să ghicească aceste ponderi. Mai mult decât atât, ofertele plasate de participanți nu sunt facute publice după anunțarea programului de vânzare, îngreunând astfel monitorizarea deciziilor FPS. Datorită lipsei unui criteriu obiectiv și a transparenței procesului, decizia de selectare poate fi foarte ușor manipulată, creând aparența, dacă nu chiar evidența existenței corupției. Chiar și un proces perfect curat, organizat de funcționari onești, bine-intenționați poate fi susceptibil de corupție atâta timp cât nu există o replică la acuzațiile de favoritism. Partidele din opoziție se grăbesc să exploateze situația, în timp ce funcționarii guvernamentali, temându-se de acuzațiile de corupție și fiind slabi motivați pentru a privatiza agresiv, tind să acționeze cu multă precauție. Bineînțeles, problemele se accentuează atunci când funcționarii sunt mai puțin decât onești și acționează ca niște percepatori, luând mită și colaborând cu directorii companiilor pentru a le goli patrimoniul de active înainte de privatizare. Luptele politice pot izbucni și cu privire la îndeplinirea atribuțiilor contractuale, putând duce la rezilierea contractelor și renaționalizarea firmelor.²¹ Toate acestea au ca efect reducerea și mai mare a cererii și derularea tot mai greoaie a vânzărilor pe măsură ce potențialii investitori externi devin tot mai precauți în participarea într-un mediu de afaceri nesigur.

Aceste dificultăți se reflectă în ritmul lent al privatizării prin vânzări din România,

similar, de altfel, experienței celor mai multe din economiile aflate în tranziție.²² Cu toate acestea datele conțin un număr suficient de mare de observații privind vânzările pentru a permite o evaluare a impactului asupra performanței companiilor. După cum se poate observa și în Tabelul 2, un număr 473 de companii au vândut, până la sfârșitul anului 1998, pachete mari de acțiuni. Majoritatea acestor pachete au fost chiar destul de mari, având o medie de 53,8 la sută și o valoare mediană de 50,9 la sută. Dintre aceste companii, 246 au avut un proprietar majoritar extern. În 12,6 la sută din cazuri acționarii din afara firmei au constituit cel mai mare tip de proprietar, nu neapărat însă și proprietarul majoritar (Tabelul 4).²³

Rezumatul structurii proprietății post-privatizare și conducerea corporativă.

Analiza structurii proprietății arată că acțiunile deținute de stat în companiile industriale au scăzut în medie la 36,6 la sută până la sfârșitul lui 1998. Cele mai multe din firmele cu proprietari privați au devenit majoritar private. Cele mai relevante tipuri de proprietari au fost angajații (în medie cu 23,6 la sută) și participanții la Programul de Privatizare în Masă (18,2 la sută). Investitori externi puternici au fost prezenți în 473 de companii, adică în 20 la sută cazuri din eșantionul nostru, iar în medie, pachetul de acțiuni deținut de aceștia a constituit o majoritate. În mai mult de trei-pătrimi din totalul de firme, FPS a păstrat o parte din acțiuni; în cadrul acestui grup, media acțiunilor aparținând statului a fost relativ ridicată, 46,9 la sută. Eterogenitatea metodelor de privatizare românești a produs astfel un câmp de testare interesant în ceea ce privește impactul structurilor alternative de proprietate asupra performanței firmelor.

Analiza noastră a prezentat motivele pentru care privatizarea din România ar fi putut avea un efect foarte mic sau nul sau beneficii mai mici decât în cazul în care programele de privatizare ar fi fost concepute

într-o manieră optimă. Fiecare metodă de privatizare a creat probleme de conducere corporativă, cum ar fi controlul intern, dispersia deținerilor de acțiuni și constrângerile contractuale, care ar fi putut bloca sau reduce motivația noilor proprietari în restructurarea companiilor și în creșterea productivității. Un factor colateral care ar fi putut slăbi impactul oricărei forme de privatizare îl constituie mediul general de afaceri. Dacă drepturile de proprietate nu sunt respectate, iar legile contractuale și regulile de conducere corporativă nu pot fi impuse, noii proprietari se pot aștepta la o compensare redusă a investițiilor și a eforturilor lor de restructurare.²⁴ Mediul de afaceri din România a fost deseori criticat; astfel, în raportul de evaluare a „performanței instituționale” în economiile de tranziție, BERD (2000, 21) acordă României un punctaj ceva mai bun decât cel al Rusiei dar cu mult sub cel al Ungarici, Poloniei și Republicii Cehe. Nici una din aceste economii nu a atins „standardul care să nu le elimine dintr-o economie de piață industrială” (p. 16). Privatizarea în astfel de condiții, chiar și cu vânzarea unor pachete mari investitorilor externi, ar putea să nu aducă beneficii substanțiale. Răspunsul la această întrebare poate fi aflat doar printr-o analiză empirică.

Cadrul de estimare

Strategia noastră empirică urmează bogata literatură de specialitate, estimând prin ecuații în forme reduse performanța firmelor ca funcție de proprietate, luând în același timp în considerare potențialele probleme legate de eterogenitate, atât cele observabile cât și cele neobservabile, precum și cele legate de *bias*-ul de simultaneitate. Folosind un model pentru date tip panel în care i indică firmele și t indică anii, au fost estimate următoarele ecuații:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 X_{it} + u_{it} \quad (1)$$

unde P_{it} reprezintă măsura performanței

firmelor, OWN_{it} cuprinde structura proprietății, uneori ca un vector de variabile, X_{it} este un vector de covariabile, iar u_{it} reprezintă variabila reziduală.

Măsura performanței firmelor în acest studiu îl constituie creșterea anuală a productivității muncii, raportul dintre vânzările reale și media angajaților.²⁵ Chiar dacă poate părea mai dezirabilă folosirea altor indicatori de performanță, cum ar fi profitabilitatea, indicatorul Tobin (*Tobin's Q*) sau productivitatea totală, datele avute la dispoziție nu ne-au permis să măsurăm aceste variabile. Fără o măsură a stocului de capital sau a altor intrări nu putem estima productivitatea totală a factorilor de producție, nici dacă avem valoarea profiturilor, a amortizării bunurilor sau valoarea de piață a acțiunilor. Acești indicatori prezintă serioase probleme de măsurare în contextul economiilor de tranziție datorită evaluării arbitrare a stocului de capital acumulat de-a lungul perioadei socialiste, ascunderii repetate a profiturilor și subdezvoltării pieței de capital. Mai mult, rata de creștere a productivității muncii are avantajul de a reflecta schimbările în stocul de capital datorită investițiilor, putând ea însăși demonstra o performanță superioară în cadrul disfuncționalității piețelor de capital din Europa de Est. Specificarea variabilei dependente ca o rată de creștere servește la diferențierea oricăror caracteristici fixe specifice firmelor, cum ar fi o tehnologie superioară sau un stoc de capital inițial mai mare, care afectează la rândul lor nivelul productivității muncii. De asemenea, putem controla și ramura industrială, mărimea întreprinderii și nivelul cu un an în urmă al productivității muncii pentru a explica alte diferențe ce există între firme, cum ar fi de exemplu raportul dintre capital și producție. În câteva specificații am inclus și efecte fixe ale firmei (*firm fixed-effects*) și efecte de grup (*group-effects*) în funcție de tipurile de proprietate.

Tabelul 5 prezintă date statistice primare pentru nivelul mediu al numărului de

salariați, valoarea reală a vânzărilor (în mii lei cu baza 1992) și productivitatea muncii. Conform acestor date, media forței de muncă în companiile industriale a scăzut în fiecare an cu 8 până la 17 procente, exceptând anul 1996, când această scădere a fost de aproximativ 4 la sută. Pe întreaga perioadă scăderea cumulativă a fost în medie de 55,7 la sută. Valoarea reală a vânzărilor și a productivității muncii a prezentat modele mult mai volatile, crescând în unii ani și scăzând în alții.

În continuare ne vom referi la variabila structură de proprietate, OWN_{it} . Analiza programelor de privatizare din România, din secțiunea anterioară, sugerează câteva căi alternative în specificarea variabilelor de proprietate. O primă abordare se bazează pe proporția acțiunilor în proprietate privată.²⁶ În această specificare lineară, coeficientul B_1 estimat se referă la impactul mediu al unei creșteri a proporției proprietății private asupra performanței firmei. O specificare alternativă implică un prag sau un nivel critic al proprietății private, sub sau peste care o creștere a acțiunilor private are un impact marginal zero. Un candidat natural pentru acest prag îl reprezintă proprietatea majoritară privată. În aceste definiții deținerile de acțiuni ale FPP-urilor nu sunt considerate ca fiind private, ci sunt combinate cu proprietatea FPS din rațiunile prezentate în secțiunea anterioară.²⁷

În alte specificații ale structurii proprietății facem distincție între diferitele tipuri de noi proprietari privați: angajați, participanți la privatizarea în masă și investitori care acumulează pachete de acțiuni. Abordăm proprietatea FPP ca pe un grup separat, în timp ce o altă categorie reprezintă proprietari neidentificabili, care însă dețin în medie o foarte mică parte din acțiunile firmelor. În unele specificații aceste variabile sunt exprimate ca procent de acțiuni deținut de categoria respectivă de proprietari, în timp ce în alte specificații este luat în considerare un prag al deținerii de acțiuni, definit aici ca

fiind tipul de proprietar cu cel mai mare pachet de acțiuni.²⁸

Revenind la variabilele de control, X_{it} , suntem interesați în a explica eterogenitatea în performanță, P_{it} , care poate fi, de asemenea, corelată cu variabila noastră de interes, OWN_{it} . Prima problemă implică erori de măsurare a productivității muncii datorită faptului că firmele diferă sistematic prin funcțiile de producție, prin nivelurile de investiții și prin raportul capital-muncă. Acest lucru sugerează de fapt că efectele de ramură și mărirea companiei nu pot fi neglijate, astfel încât am specificat 14 categorii industriale și o variabilă de mărime măsurată prin numărul de angajați din anul anterior, pentru a evita problemele de endogenitate. Firmele pot, de asemenea, să difere prin costurile de pornire și prin calitatea echipamentului și a tehnologiei. Este foarte probabil ca aceste caracteristici să fie corelate cu ramura și mărirea firmei, noi incluzând și productivitatea muncii la nivelul anului anterior în X_{it} , precum și efecte fixe specifice firmei în unele dintre specificații.²⁹

O a doua problemă implică condițiile inițiale și magnitudinea șocului suferit de firmă la nivelul cererii pe măsură ce statul reduce în mod drastic cererea, iar legăturile cu clienții și furnizorii se rup (Blanchard și Kremer, 1997). Firmele cu condiții inițiale mai bune ar putea fi ferite de impactul competiției, în timp ce firmele confruntate cu șocuri mai mari pot avea dificultăți proporțional mai mari în ajustarea și menținerea productivității datorită costurilor de concediere a muncitorilor și de dezactivare a echipamentului. Aceste șocuri pot fi corelate cu ramura și regiunea și, foarte posibil, pot să varieze de-a lungul anilor; în această ipoteză, estimările noastre includ efecte de an, ramură economică și regiune. Se susține frecvent că în cazul firmelor mari ajustările sunt mai dificile, astfel că introducerea în specificații a numărului de angajați din anul anterior este utilă. Efectele regionale pot reflecta, de asemenea, condițiile de piață în mediul intern al firmei. Îndeosebi

în cazul firmelor aflate în declin, menținerea nivelului de productivitate se poate realiza mai ușor atunci când ramura și regiunea se dezvoltă, deoarece în acest caz se facilitează transferul muncitorilor și a capitalului la alte firme. În fine, efectele regiunii pot explica diferențele în prețurile intrărilor, care pot duce la rândul lor la o alocare diferită a factorilor de producție în cadrul companiei.³⁰

Cu aceste specificări ale variabilei dependente, ale structurii proprietății post-privatizare și ale setului variabilelor de control, principala ecuație de estimare referitoare la deținerile private de acțiuni este următoarea:

$$\begin{aligned} \text{Log}(S_{it}/E_{it}) - \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) = & \beta_0 + \\ & \beta_1 \text{PrivateShare}_{it} + \beta_2 \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) + \beta_3 \text{Log}E_{it-1} \\ & + \sum_j \beta_j \text{YEAR}_{it} + \sum_j \beta_j \text{IND}_{ij} + \sum_k \beta_k \text{REG}_{ik} + u_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

unde S_{it} sunt vânzările firmei i în anul t , E_{it} reprezintă numărul corespunzător de angajați, YEAR_{it} reprezintă efectele anuale ($t = 1993, \dots, 1999$), IND_{ij} sunt efectele de ramură ($j = 1, \dots, 14$), REG_{ik} sunt efectele de regiune ($k = 1, \dots, 6$), β este un vector al parametrilor care trebuie estimați, iar u_{it} reflectă factori nemăsurați.

Când structura proprietății este dezagregată pe tipuri de proprietari, ecuația de estimare devine:

$$\begin{aligned} \text{Log}(S_{it}/E_{it}) - \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) = & \beta_0 + \\ & \beta_{11} \text{OutsideShare}_{it} + \beta_{12} \text{InsideShare}_{it} + \\ & \beta_{13} \text{MassShare}_{it} + \beta_{14} \text{OtherShare}_{it} + \\ & \beta_{15} \text{POFShare}_{it} + \beta_2 \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) + \beta_3 \text{Log}E_{it-1} \\ & + \sum_j \beta_j \text{YEAR}_{it} + \sum_j \beta_j \text{IND}_{ij} + \sum_k \beta_k \text{REG}_{ik} + u_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

unde suma variabilelor de acțiuni plus variabila omisă pentru societățile pe acțiuni de stat este egală cu unu.

Deși putem vorbi de aceste variabile de control este posibil să existe încă o anumită eterogenitate nemăsurată, corelată atât cu proprietatea, cât și cu performanța. Pentru a lua în calcul și acest aspect, am estimat și ecuațiile 2 și 3 incluzând efecte fixe pentru firme. În aceste modele, estimările vectorilor β_j și β_{1j} până la β_{15} , reflectă efectele variației proprietății în interiorul firmei, prin libertatea

fiecărei firme de a avea o constantă proprie în ecuația de regresie. Astfel, nici o variație sistematică din cadrul firmelor în rata de creștere a productivității muncii nu va influența parametrii estimați. Efectele fixe ale firmei contribuie de asemenea la controlul posibilei endogenității a proprietății, pe care o putem pune pe seama tendinței firmelor cu o creștere ridicată a productivității muncii de a fi privatizate. Atât timp cât componenta neobservată a creșterii productivității, asociată cu tendința de privatizare, este fixată în timp, includerea efectelor firmei va controla pentru *bias*-ul de selecție.

Am estimat, de asemenea ecuații, analoge cu variabile dummy reprezentând proprietari privați majoritari (*PrivateDummy*, definit ca = 1 dacă *PrivateShare* > 5) sau reprezentând cel mai mare tip de proprietar privat (*OutsideDummy*, *InsideDummy*, *Mass-Dummy*, *OtherDummy* și *POFDummy*). În aceste modele am inclus efectele de grup în ecuații. De exemplu, variabila *PrivateEver* arată dacă firma a devenit vreodată în majoritate privată pe parcursul perioadei-eșantion. Astfel, ecuația de estimare este:

$$\begin{aligned} \text{Log}(S_{it}/E_{it}) - \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) = & \gamma_0 + \gamma_{00} \text{PrivateEver}_i + \gamma_{10} \text{PrivateDummy}_i \\ & + \gamma_2 \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) + \gamma_3 \text{Log}E_{it-1} + \sum \gamma_i \text{YEAR}_i \\ & + \sum \gamma_j \text{IND}_{ij} + \sum \gamma_k \text{REG}_{ik} + v_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

unde γ este un vector al parametrilor care urmează a fi estimați și v_{it} reprezintă reziduurile asociate cu această specificație a proprietății. De notat că *PrivateDummy_{it}* este inclus în *PrivateEver_i*, astfel încât coeficientul estimat al variabilei *PrivateDummy_{it}* reflectă impactul devenirii majoritar private relativ la performanțele pre-privatizare.

Ecuația analogă pentru cazul dezagregat cu variabile dummy pentru cel mai mare tip de proprietar este:

$$\begin{aligned} \text{Log}(S_{it}/E_{it}) - \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) = & \gamma_0 + \gamma_{01} \text{OutsideEver}_i + \gamma_{02} \text{InsideEver}_i \\ & + \gamma_{03} \text{MassEver}_i + \gamma_{04} \text{OtherEver}_i + \gamma_{05} \text{POFEver}_i + \gamma_{11} \text{OutsideDummy}_i \\ & + \gamma_{12} \text{InsideDummy}_i \end{aligned}$$

$$+ \gamma_{13} \text{MassDummy}_i + \gamma_{14} \text{OtherDummy}_i + \gamma_{15} \text{POFDummy}_i$$

$$+ \gamma_2 \text{Log}(S_{it-1}/E_{it-1}) + \gamma_3 \text{Log}E_{it-1} + \sum \gamma_i \text{YEAR}_i + \sum \gamma_j \text{IND}_{ij} + \sum \gamma_k \text{REG}_{ik} + v_{it} \quad (5)$$

unde efectele de grup (*OutsideEver_i*, etc.) sunt constante în timp, analog variabilei *PrivateEver_i*. Această metodă impune o restricție mai puternică decât specificația cu efecte fixe, dar are și avantajul de a permite anumite inferențe referitoare la performanțele pre-privatizare ale firmelor care urmează a fi privatizate. De exemplu, în ecuația (4), γ_{00} reprezintă diferența dintre creșterea productivității muncii în companiile care încă nu au fost, dar vor fi privatizate în viitor și în cele care nu au fost niciodată privatizate în perioada de eșantionare. Dacă tendința este ca firmele mai performante să fie privatizate, γ_{00} trebuie să fie pozitiv. Pe de altă parte, γ_{10} reprezintă schimbarea post-privatizare în creșterea productivității muncii față de rata de creștere pre-privatizare în cazul firmelor care sunt la un moment dat privatizate. Dacă privatizarea înseamnă pură selecție, γ_{10} trebuie să fie zero. În ecuația (5), parametrii ($\gamma_{01}, \dots, \gamma_{05}$) reprezintă performanța în productivitate a firmelor anterior achiziționării lor de către tipul de proprietar dat față de performanța firmelor rămase în proprietatea statului. Efectele de grup pot fi interpretate ca estimări ale *bias*-ului de selecție în cazul fiecărei categorii de proprietate, în timp ce coeficienții variabilelor dummy pentru cel mai mare tip de proprietar ($\gamma_{11}, \dots, \gamma_{15}$) reflectă schimbarea în performanță asociată cu schimbarea tipului de proprietate.

În ciuda eforturilor noastre de a controla *bias*-ul de selecție, alternativa ar fi aceea de a exista un mecanism dinamic de selecție prin care firmele cu posibilități mai mari de creștere a productivității să aibă șanse mai mari sau mai mici de a deveni privatizate și de a fi achiziționate de diferite tipuri de proprietari privați. Un astfel de mecanism de selecție ar putea avea ca rezultat estimări subiective dacă există o anumită caracteristică a firmelor, de exemplu calitatea, care să

fie observabilă pentru cumpărători sau pentru FPS, dar nu și pentru cercetător. Această caracteristică nu poate avea însă legătură nici cu nivelul și nici cu rata de creștere a productivității muncii, deoarece un astfel de efect ar fi anulat într-o ecuație de creștere de către efectele fixe ale firmei. Mai curând, această caracteristică trebuie să accelereze productivitatea și să fie independentă de toate variabilele noastre de control, dacă e să creeze *bias* de selecție. Un astfel de mecanism de selecție poate părea neplauzibil, dar este de dorit a fi verificat, dacă datele sunt accesibile pentru a instrumenta schimbările în structura de proprietate. Instrumentele ar trebui corelate cu schimbarea structurii proprietății, dar nu și cu creșterea productivității muncii, lucru greu de realizat. Din păcate, chiar dacă analiza noastră folosește toate variabilele din baza de date, nu avem la îndemână toate instrumentele necesare pentru o astfel de investigație. Toate studiile despre privatizare și performanța firmelor, inclusiv cele care tratează *bias*-ul de selecție prin efecte fixe, se lovesc de această problemă. Posibilitatea unui astfel de mecanism dinamic de selecție ar trebui luat în considerație la interpretarea rezultatelor.³¹

O ultimă problemă se referă la eroarea de măsurare. Deși am construit și am verificat cu grijă datele, au mai rămas, totuși, câțiva *outlieri* semnificativi. Nu putem ști dacă acestea reprezintă diferențe reale în cadrul firmelor sau sunt simple zgomote asociate cu bazele de date la nivel de companii mari. În plus, procedura de estimare cu efecte fixe pe care am utilizat-o în unele specificații este sensibilă în special la erori de măsurare, deoarece coeficienții estimați în cadrul firmei pot exacerba raportul zgomot – semnal. Din aceste motive și pentru a stabili robustețea rezultatelor noastre am estimat toate ecuațiile folosind atât metoda celor mai mici pătrate (OLS) cât și metoda celor mai mici deviații absolute (LAD) sau regresia mediană. Această din urmă procedură acordă o importanță egală tuturor observațiilor

neținând seama de distanța dintre valoarea reală și linia de regresie; din acest motiv *outlierii* mari nu influențează estimările atât de mult ca în cazul OLS.

Rezultatele empirice

Mai întâi examinăm legătura dintre proprietate și creșterea productivității începând cu simple statistici descriptive și teste de diferență ale mediilor între categoriile de proprietate. În Tabelul 6 datele sunt comasate de-a lungul anilor și fiecare an al companiei este tratat ca observație independentă; este prezentată media ratei de creștere a productivității pe tipuri de proprietar dominant. Statul și Proprietarul Privat se referă la proprietate majoritară în posesia respectivului tip de proprietar, în timp ce grupurile private dezagregate, cum ar fi Extern, Intern și PPM sunt clasificate conform celui mai mare tip de proprietar. Observațiile anuale ale firmelor în care statul a fost proprietar majoritar tind să aibă un declin al mediei productivității de $-0,024$. Firmele privatizate tind să aibă o creștere a productivității de $0,012$ în medie. Această diferență este semnificativă din punct de vedere statistic la nivel de 1 procent. Referitor la categoriile private dezagregate, atât firmele cu proprietate internă, cât și cele privatizate prin PPM prezintă o scădere a productivității de $0,007$, respectiv $0,014$, dar diferențele dintre acestea și firmele aflate în proprietatea statului sunt ne semnificative statistic. Totuși, observațiile anuale pentru firmele în care proprietarul dominant a fost unul din afara firmei prezintă o creștere a productivității muncii cu o medie anuală de aproximativ 13 procente, iar diferența față de proprietatea de stat este foarte semnificativă.

Aceste statistici descriptive nu iau în considerare posibilele variabile omise și *bias* de selecție în estimarea relației performanță-proprietate. Înainte de a trece la regresii estimate în care sunt incluși și alți factori, de control, vom urmări evidența *bias*-ului de

selecție. De exemplu, acesta poate apărea dacă firmele mai eficiente sunt privatizate mai ușor și prezintă o probabilitate mai ridicată de obținere a unor proprietari activi, cum ar fi o concentrare de investitori externi. Un prim test de depistare a posibilului *bias* de selecție este raportat în Tabelul 7, unde prezentăm ratele de creștere ale productivității din perioada pre-privatizare pentru firmele care au fost privatizate ulterior și comparăm aceste rate cu rata de creștere pentru firmele care nu au fost niciodată privatizate în perioada analizată. Prima coloană a tabelului conține media creșterilor anuale ale productivității pentru firme care nu au devenit niciodată majoritar private, în timp ce celelalte coloane se referă la observațiile anuale ale firmelor înainte ca ele să fi devenit majoritar private sau înainte să fi devenit dominate de un anumit tip de proprietar, folosind aceleași categorii și definiții ca în Tabelul nr. 6. Ratele de creștere medii se află toate într-o bandă îngustă, între 0,032 și 0,008, iar testul-t al diferenței între medii, relativ la categoria celor „niciodată majoritar private” nu este în nici unul din cazuri semnificativ. Diferențele mici dintre medii în cazul firmelor care au ajuns ulterior în proprietatea unui investitor extern reprezintă în particular un rezultat uimitor în comparație cu diferențele dintre performanțele post-privatizare prezentate în Tabelul nr. 6. Acest test de bază nu relevă nici o evidență a *bias*-ului de selecție în procesul de privatizare.

În regresiiile rezultate am controlat pentru factori de ordinul al treilea care ar putea influența atât performanța, cât și proprietatea firmelor. Tabelul 8 examinează efectul deținerilor private de acțiuni asupra creșterii productivității, pe baza ecuației de estimare (2) folosind OLS, LAD și estimarea cu efecte fixe. Deținerea privată de acțiuni este estimată să aibă un efect pozitiv și semnificativ din punct de vedere statistic asupra creșterii productivității în fiecare ecuație. Coeficientul estimat variază între

0,102 și 0,167, în funcție de metoda de estimare folosită.³²

Aceste rezultate se referă la efectul mediu al privatizării unui procent în plus al capitalului firmelor, fără a face distincție între tipurile de noi proprietari privați. Tabelul 9 conține coeficienții estimați ai ecuației (3), care împarte proprietatea privată în câteva subcategorii. Fiecare tip de proprietar privat este estimat a avea efecte pozitive semnificative din punct de vedere statistic la nivelul de unu la sută. Coeficienții variabilelor de privatizare internă și PPM variază de la 0,108 la 0,190 de-a lungul specificațiilor, dar diferența dintre efectele estimate ale acestor două tipuri de proprietate nu este nici mare, nici semnificativă statistic. În plus, nivelul lor relativ variază de-a lungul specificațiilor: în modelele OLS și fixed-effects coeficientul variabilei *MassShare* este mare, în timp ce în LAD variabila *InsideShare* are un coeficient mai mare. Totuși, variabila proprietarilor importanți externi firmei are de departe cel mai mare coeficient în fiecare ecuație, variind de la 0,274 la 0,392. Diferențele dintre efectele estimate ale variabilei *OutsideShare* și ale celorlalte tipuri de proprietate privată sunt mari în fiecare ecuație și sunt în fiecare caz semnificative din punct de vedere statistic la nivelul de semnificație de un procent.

Tabelele 10 și 11 prezintă rezultatele modelelor în care proprietatea este specificată ca o variabilă categorică și în care, de asemenea, am inclus efecte de grup. Estimările ecuației (4) din Tabelul 10, care conține o variabilă dummy pentru proprietatea majoritar privată (*PrivateDummy*) și pentru efectele de grup (*PrivateEver*) arată un efect pozitiv, semnificativ statistic al privatizărilor majoritare. Coeficienții estimați implică o rată de creștere a productivității cu 8,4 la sută mai mare pentru OLS și cu 6,6 la sută mai mare în cazul regresiei LAD pentru firmele majoritar privatizate față de performanța din perioada de pre-privatizare. Coeficientul estimat al variabilei *PrivateEver* este, de

asemenea, pozitiv și semnificativ în ambele specificații, indicând o rată de creștere pre-privatizare mai mare la firmele ulterior majoritar privatizate, față de cele care n-au fost niciodată majoritar privatizate. Totuși, coeficienții estimați au valori cuprinse între o treime și o jumătate din cei ai variabilei *PrivateDummy*, sugerând că efectele de selecție au un impact mult mai mic decât privatizarea.³³

Estimările ecuației (5), care includ variabile dummy și efecte de grup pentru cel mai mare tip de proprietar, sunt prezentate în Tabelul 11. În ambele modele, OLS și LAD, efectele de grup pentru privatizarea internă indică faptul că este mai probabil ca firmele cu rate de creștere ale productivității mai mari, în perioada pre-privatizare, să fie privatizate prin metoda MEBO: *InsideEver* are coeficienți estimați pozitivi și semnificativi în ambele modele de regresie. Totuși, numai modelul OLS evidențiază rate de creștere a productivității pre-privatizare mai mari în *OutsideEver*. În ciuda prezenței acestor efecte de grup, rezultatele sunt absolut consistente cu cele pentru deținerile de acțiuni. Acționarii externi sunt estimați să aibă cel mai mare impact asupra creșterii productivității față de performanța pre-privatizare, în timp ce efectele participanților interni și al celor din privatizarea în masă sunt mai mici, dar tot pozitive.³⁴ Între tipurile de proprietate identificate, *OutsideDummy* are coeficienții cei mai mari, iar coeficienții *InsideDummy* și *MassDummies* sunt mai mici, toți fiind foarte semnificativi din punct de vedere statistic.³⁵ Toate formele de privatizare par să domine forma de proprietate de stat. Așa cum am indicat, aceste rezultate sunt valide și în cazul schimbărilor din specificarea modelului.

Concluzii

Dezbaterile privind efectele privatizării asupra performanței companiilor, metoda de privatizare care funcționează cel mai bine sau tipul de proprietate care este cel mai potrivit restructurării au fost lungi și aprinse. Până acum au apărut remarcabil de puține studii care analizează relația privatizare-performanță folosind date panel dintr-un eșantion mare de firme conținând informații din perioada de dinainte și de după privatizare. Chiar dacă aceste politici de privatizare sunt foarte cunoscute și controversate, cunoaștem, totuși, foarte puțin despre rezultatele lor în economiile de tranziție. Între aceste economii, România oferă un câmp de experimentare foarte interesant din două motive. În primul rând, am putut construi un set de date conținând informații de bună calitate și aproape complete despre procesul de privatizare pentru întreprinderile industriale de stat. În al doilea rând, sunt reprezentate variante ale celor mai importante tipuri de politici de privatizare, care au condus la o structură de proprietate cu pachete semnificative deținute fie de angajați, fie de investitori externi dispersați sau concentrați, fie de stat.

Analiza noastră în privința efectelor politicilor de privatizare din România asupra întreprinderilor industriale a avut trei elemente: structura proprietății rezultată din privatizare, caracteristicile conducerii corporative a firmelor privatizate și asocierea structurii de proprietate cu performanța în productivitate a întreprinderilor. Descrierea structurii de proprietate reprezintă primul tablou complet al impactului privatizării în sectorul industrial românesc. Am aflat, de asemenea că statul și-a păstrat un rol dominant în multe dintre firmele românești.

ANEXA

Tabelul 1. Numărul de firme cu date complete privind proprietatea, numărul de salariați și vânzările

Anul	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Numărul de firme	1931	2074	2115	2134	2179	2183	2202	2168
Procentul de firme	82,0	88,1	89,8	90,7	92,6	92,7	93,5	92,1

Numărul total de firme: 2 354.

Tabelul 2. Structura proprietății post-privatizare la sfârșitul anului 1998 (procentajul de proprietate condiționat de dețineri strict pozitive în firmă)

Metoda de privatizare (tip de proprietar)	Media proprietății (%)	Valoarea mediană a proprietății	Numărul de firme cu tip de proprietar	Numărul de firme cu tip de proprietar majoritar
Vânzări (externe)	53,8	50,9	473	246
MEBO (interne)	64,9	70,6	858	519
De Masă	24,5	18,4	1,747	296
Altele	10,4	1,2	693	18
FPP	20,1	18,6	941	32
Stat	46,9	50,9	1,822	935

Numărul total de firme: 2 354.

Notă: Vânzările (externe) se referă la investitori din afara firmei care au obținut acțiunile prin vânzări de pachete, MEBO (intern) se referă la angajații care au obținut acțiuni prin asociațiile conducere-angajați, De Masă se referă la persoane care au obținut acțiuni în cadrul Programului de Privatizare în Masă, Altele se referă la proprietari care nu pot fi clasificați pe baza informațiilor pe care le deținem, FPP se referă la Fondul Proprietății Private, iar Stat se referă la Fondul Proprietății de Stat (FPS).

Tabelul 3. Evoluția structurii proprietății (procent mediu la sfârșitul anului)

Metoda de privatizare/ Tipul de proprietar	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Vânzări (externe)	0,2	0,2	0,6	0,9	2,6	4,9	10,8
MEBO (interne)	0,2	3,0	9,6	17,5	21,3	22,1	23,6
De Masă	0,0	0,0	0,0	0,0	18,2	18,2	18,2
Altele	0,0	0,4	0,8	1,2	1,3	2,1	3,1
Total privat	0,4	3,6	11,0	19,6	43,4	47,3	55,7
FPP	29,8	28,7	26,4	23,9	9,1	8,7	8,0
Stat	69,7	67,7	62,6	56,5	47,5	44,0	36,3
N.B. Procentul de firme majoritar private ^a	0,4	3,3	10,3	18,4	38,7	43,8	53,8

Numărul total de firme: 2 354.

Notă: Vânzările (externe) se referă la investitori externi care au obținut acțiuni prin vânzări de pachete, MEBO (intern) se referă la angajații care au obținut acțiuni prin asociațiile conducere-angajați, De Masă se referă la persoane care au obținut acțiuni în cadrul Programului de Privatizare în Masă, Altele se referă la proprietari care nu pot fi clasificați pe baza informațiilor pe care le deținem, FPP se referă la Fondul Proprietății Private, iar Stat se referă la Fondul Proprietății de Stat (FPS). Calcularea totalului privat exclude FPP-ul și statul.

^a Procentajul firmelor cu mai mult de 50 la sută din acțiuni aflate în proprietate privată.

Tabelul 4. Distribuția firmelor după tipurile de proprietari cei mai mari (procent al firmelor la sfârșitul anului)

Metoda de privatizare	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Vânzări (externe)	0,3	0,3	0,6	1,1	2,4	5,0	12,6
MEBO (interne)	0,2	3,0	9,7	17,4	21,5	22,3	24,5
De Masă	0,0	0,0	0,0	0,0	13,5	14,0	14,2
Altele	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	1,0
FPP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Stat	99,6	96,7	89,7	81,6	62,3	58,0	47,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Numărul total de firme: 2354.

Notă: Vânzările (externe) se referă la investitori externi care au obținut acțiunile lor prin vânzări de pachete, MEBO (intern) se referă la angajații care au obținut acțiuni prin asociațiile conducere-angajați, De Masă se referă la persoane care au obținut acțiuni în cadrul Programului de Privatizare în Masă, Altele se referă la proprietari care nu pot fi clasificați pe baza informațiilor pe care le deținem, FPP se referă la Fondul Proprietății Private, iar Stat se referă la Fondul Proprietății de Stat (FPS).

Tabelul 5. Statistici referitoare la numărul de salariați, vânzări reale și productivitatea muncii

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Angajați	Media	1154,3	1045,5	898,9	836,1	788,9	733,8	622,2	514,4
	Dezv. Std.	1778,0	1707,1	1587,2	1558,8	1908,7	1451,6	1266,8	1083,8
Vânzări reale	Media	2072,1	2328,0	1864,1	1962,2	1908,7	1750,6	1477,2	1256,8
	Dezv. Std.	5188,2	7931,6	7980,2	9096,5	8481,6	9132,1	8413,3	6310,0
Productivitatea muncii	Media	2,07	2,01	1,69	1,87	1,89	1,73	1,71	1,86
	Dezv. Std.	2,87	2,75	2,38	2,47	2,39	2,32	2,69	2,49
Creșterea productivității	Media	NA	0,43	-0,90	0,28	0,39	-0,03	0,06	0,24
	Dezv. Std.	NA	4,22	0,62	2,30	12,75	0,48	0,99	1,16
Număr de firme		1931	1924	2048	2050	2108	2129	2134	2139

Notă: Valoarea reală a vânzărilor este măsurată în mii lei (baza – anul 1992). Creșterea productivității este exprimată ca o proporție. NA se referă la date care nu sunt disponibile.

Tabelul 6. Creșterea productivității după cel mai mare tip de proprietar

	Stat	Privat	Extern	Intern	De Masă
Mean	-0,024	0,012	0,133	-0,007	-0,014
(t-stat)		(4,03)**	(5,43)**	(1,75)	(0,64)
N	10857	3670	466	13028	11752

Notă: N se referă la numărul de observații anuale pe firmă. Creșterea productivității este măsurată ca logaritmul raportului dintre productivitatea muncii pentru anul t supra aceia pentru anul t-1. Stat și Privat se referă la proprietatea majoritară, în timp ce categoriile de proprietate privată dezagregate se referă la cele mai mari societăți pe acțiuni; Extern este format din toate pachetele de acțiuni importante, Intern se referă la toate acțiunile obținute de angajați prin privatizarea MEBO, iar De Masă constă în toate acțiunile distribuite prin PPM. Proprietatea este măsurată la sfârșitul anului t-1. Valoarea absolută a lui t-statistic din paranteze testează diferența mediilor pentru fiecare tip de proprietar privat față de cazurile în care proprietarul majoritar este statul. ** indică semnificația la nivel de 1 procent.

Tabelul 7. Creșterea productivității pre-privatizare după tipul de proprietar viitor

	Niciodată majoritar privat	Privat după anul t	Extern după anul t	Intern după anul t	De Masă după anul t
Media	-0,032	-0,012	-0,007	0,000	-0,033
(t-stat)		(1,75)	(1,53)	(1,91)	(0,06)
N	4526	3207	1132	966	929

Notă: Observațiile anuale pe firmă sunt incluse doar dacă statul este cel mai important proprietar în anul respectiv. Creșterea productivității este măsurată ca logaritm al raportului dintre productivitatea muncii pentru anul t și anul t-1. Valoarea absolută a lui t-statistic din paranteze testează diferența mediilor pentru fiecare cel mai mare tip de proprietar viitor față de cele niciodată majoritar private.

Tabelul 8. Impactul estimat al deținerilor private de acțiuni

	Metoda de estimare					
	OLS		LAD		Efecte fixate	
	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE
PrivateShare	0,149**	0,015	0,102**	0,008	0,167**	0,016
1994	-0,282**	0,015	-0,285**	0,010	-0,242**	0,013
1995	-0,009	0,015	-0,018	0,010	-0,054**	0,013
1996	-0,078**	0,014	-0,094**	0,010	-0,079**	0,014
1997	-0,243**	0,015	-0,218**	0,010	-0,231**	0,016
1998	-0,224**	0,017	-0,212**	0,011	-0,259**	0,016
1999	-0,113**	0,019	-0,083**	0,011	-0,169**	0,018
Log($S_{i,t}/E_{i,t}$)	-0,175**	0,010	-0,102**	0,003	-0,594**	0,008
Log($E_{i,t}$)	0,048**	0,004	0,028**	0,002	0,114**	0,011
R ²	0,147	0,078	0,346			

Numărul de observații: 14532.

Notă: Variabila dependentă este creșterea productivității muncii. PrivateShare reprezintă proporția de acțiuni aflate în proprietate privată de la începutul anului. Regresiile OLS și LAD includ control pentru regiune (6 categorii) și ramură/iindustrie (14 categories). SE se referă la erorile standard estimate. Erorile standard OLS sunt ajustate pentru gruparea pe firme. R² se referă la R² pentru OLS, pseudo-R² pentru LAD și R²-within pentru efecte fixe. ** indică semnificația la nivelul de 1 procent.

Tabelul 9. Impactul estimat al tipurilor de proprietari

	Metoda de estimare					
	OLS		LAD		Efecte fixe	
	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE
OutsideShare	0,344**	0,050	0,274**	0,024	0,392**	0,036
InsideShare	0,161**	0,018	0,114**	0,012	0,178**	0,021
MassShare	0,172**	0,035	0,108**	0,023	0,190**	0,036
OtherShare	0,264**	0,074	0,179**	0,054	0,299**	0,106
POFShare	0,166**	0,042	0,113**	0,031	0,264**	0,047
R ²	0,150		0,079		0,350	

Numărul de observații: 14532.

Notă: Variabila dependentă este creșterea productivității muncii. Variabilele de proprietate sunt exprimate ca proporții. Toate regresiile includ efecte de an, nivelul productivității muncii din anul anterior și mărirea firmei ca număr de salariați din anul anterior. Regresiile OLS și LAD includ, de asemenea, control pentru regiune (6 categorii) și ramură/industrie (14 categorii). SE se referă la eroarea standard estimată. Erorile standard OLS sunt ajustate pentru gruparea pe firme. R² se referă la R² pentru OLS, pseudo-R² pentru LAD și R²-*within* pentru efecte fixe. ** indică semnificația la nivelul de 1 procent.

Tabelul 10. Impactul estimat al privatizării majoritare prin controlul efectului de grup PrivateEver

	Metoda de estimare			
	OLS		LAD	
	Coef.	SE	Coef.	SE
PrivateEver	0,042**	0,010	0,022**	0,007
PrivateDummy	0,084**	0,012	0,066**	0,090
R ²	0,146		0,077	

Numărul de observații: 14 532.

Notă: Variabila dependentă este creșterea productivității muncii. PrivateEver este o variabilă dummy egală cu unu dacă firma devine majoritar privatizată în orice an de-a lungul perioadei eșantionate (din 1992 până în 1999), iar PrivateDummy este egal cu unu dacă firma devine majoritar privatizată înainte de anul curent al observației anuale a firmei. Toate regresiile includ nivelul productivității muncii din anul anterior, numărul de angajați din anul anterior, efecte de an (din 1994 în 1999), regionale (6 categorii) și de ramură/industrie (14 categorii) ca variabile de control. SE se referă la erori standard estimate. Erorile standard OLS sunt ajustate pentru gruparea pe firme. R² se referă la R² pentru OLS, pseudo-R² pentru LAD și R²-*within* pentru efecte fixate. ** indică semnificația la nivelul de 1 procent.

Tabelul 11. Impactul estimat al tipului de proprietar privat cel mai mare prin controlarea efectelor de grup ale proprietății

	Metoda de estimare			
	OLS		LAD	
	Coef.	SE	Coef.	SE
Efecte de grup ale proprietății				
OutsideEver	0,046**	0,014	0,013	0,011
InsideEver	0,062**	0,014	0,035**	0,011
MassEver	0,000	0,014	0,002	0,012
OtherEver	0,033	0,052	0,074*	0,035
POFEver	0,011	0,059	0,056	0,065
Current Ownership Effects				
OutsideDummy	0,165**	0,032	0,150**	0,020
InsideDummy	0,055**	0,016	0,044**	0,013
MassDummy	0,083**	0,019	0,056**	0,017
OtherDummy	0,266**	0,104	0,104	0,069
POFDummy	0,262	0,146	0,056	0,091
R ²	0,148		0,078	

Numărul observațiilor: 14 532.

Notă: Variabila dependentă este creșterea productivității muncii. Efectele de grup sunt variabile dummy egale cu unu dacă tipul de proprietar privat indicat este vreodată cel mai mare de-a lungul perioadei eșantion. Toate regresiile includ nivelul productivității muncii din anul anterior, numărul de salariați din anul anterior, efecte de an (din 1994 în 1999), regionale (6 categorii) și de ramură/industrie (14 categorii) ca variabile de control. SE se referă la erori standard estimate. Erorile standard OLS sunt ajustate pentru gruparea pe firme. R² se referă la R² pentru OLS, pseudo-R² pentru LAD și R²-*within* pentru efecte fixe. ** indică semnificația la nivelul de 1 procent.

Bibliografie

- Anderson, James H., Lee, Young și Murell, Peter. (2000). Competition and Privatization Amidst Weak Institutions: Evidence from Mongolia. *Economic Inquiry*, 38, 4, 527-549.
- Black, Bernard, Kraakman, Reiner și Tarrasova, Anna. (2000). Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law Review*, 52, 6, 1731-1808.
- Blanchard, Olivier și Kremer, Michael. (1997). Disorganization. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 4, 1091-1126.
- Bonin, John P., Jones, Derek C. și Putterman, Luis. (1993). Theoretical and Empirical Studies of Producer Cooperatives: Will Ever the Twain Meet? *Journal of Economic Literature*, 31, 3, 1290-1320.
- Boubakri, Narjess și Cosset, Jean-Claude. (1998). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *Journal of Finance*, 53, 3, 1081-110.
- Boycko, Maxim, Shleifer, Andrei și Vishny, Robert W. (1994). Voucher Privatization. *Journal of Financial Economics*, 35, 2, 249-266.

- Carlin, Wendy, Estrin, Saul și Schaffer, Mark E. (2000). Measuring Progress in Transition and Towards EU Accession. A Comparison of Manufacturing Firms in Poland, Romania and Spain. *Journal of Common Market Studies*, 38, 5, 699-728.
- Carlin, Wendy, Fries, Steven, Schaffer, Mark E. și Seabright, Paul. (2001). Competition and Enterprise Performance in Transition Economies: Evidence from a Cross-Country Survey. *Discussion Paper*, No. 2840. Londra: CEPR.
- Claessens, Stijn și Djankov, Simeon. (1999a). Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic. *European Economic Review*, 43, 4-6, 1115-1124.
- Claessens, Stijn și Djankov, Simeon. (1999b). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27, 3, 498-513.
- Claessens, Stijn, Djankov, Simeon și Pohl, Gerhard. (1997). Determinants of Performance of Manufacturing Firms in Seven European Transition Economies. *Working Paper*, No. 74. Ann Arbor: Davidson Institute.
- Djankov, Simeon. (1999a.). The Enterprise Isolation Program in Romania. *Journal of Comparative Economics*, 27, 2, 281-293.
- Djankov, Simeon. (1999b). Restructuring of Insider-Dominated Firms. *Economics of Transition*, 7, 2, 467-479.
- Djankov, Simeon. (1999c). Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. *Comparative Economic Studies*, 41, 1, 75-95.
- Djankov, Simeon și Murrell, Peter. (2000). Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Working paper*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=238716.
- D'Souza, Julietnd și Megginson, William L. (1999). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s. *Journal of Finance*, 54, 4, 1397-1438.
- Earle, John S. (1998). Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises. *Working Paper*, No. 127, Stockholm: SITE.
- Earle, John S. și Estrin, Saul. (1996). Employee Ownership in Transition. În Roman Frydman, Cheryl W. Graysși Andrzej Rapaczynski (eds). *Corporate Governance in Central Europe and Russia. Insiders and the State* (1-61). Budapesta: World Bank and CEU Press.
- Earle, John S. și Estrin, Saul. (1997). After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry. *Discussion Paper*, No. 1736, Londra: Centre for Economic Policy Research.
- Earle, John S., Frydman, Roman și Rapaczynski, Andrzej. (1993). Notes on Voucher Privatization Programs in Eastern Europe. În Donald E. Fair și Robert J. Raymond (eds). *The New Europe: Evolving Economic and Financial Systems in East and West* (15-40). Londra: Kluwer Academic Press.
- Earle John S. și Săpătoru, Dana, „Privatization in a Hypercentralized Economy: The Case of Romania. (1993). În John S. Earle, Roman Frydman și Andrzej Rapaczynski (eds). *Privatization in the Transition to a Market Economy: Studies of Preconditions and Policies in Eastern Europe* (147-170). Londra: Pinter Publishers și New York: St. Martin's Press.
- Earle John S. și Săpătoru, Dana. (1994). Incentive Contracts, Corporate Governance, and Privatization Funds in Romania. *Atlantic Economic Journal*, 22, 2, 61-79.
- Earle, John S. și Telegdy, Álmos. (1998). The Results of „Mass Privatization” in Romania: A First Empirical Study. *Economics of Transition*, 6, 2, 313-332.
- Earle, John S. și Telegdy, Álmos. (2002). Privatization Methods and Productivity Effects in Romanian Industrial Enterprises. *Working Paper*. Budapesta: CEU Labor Project.
- Earle, John S. și Telegdy, Álmos. (2001). Privatization and Productivity in Romanian Industry:

- Evidence from a Comprehensive Enterprise Panel. *IZA Discussion Paper*, No. 326. Bonn: Institute for the Study of Labor.
- Ellerman, David. (1993). Management and Employee Buy-Outs in Central and Eastern Europe: Introduction. În David Ellerman (ed.). *Management and Employee Buy-Outs as a Technique of Privatization* (13-30). Ljubljana: Central and Eastern European Privatization Network.
- Estrin, Saul, Jones, Derek C. și Svejnar, Jan, (1987). The Productivity Effects of Worker Participation: Producer Cooperatives in Western Economies. *Journal of Comparative Economics*, 11, 1, 40-61.
- European Bank for Reconstruction and Development. (2000). *Transition Report 2000: Employment, Skills and Transition*. Londra: European Bank for Reconstruction and Development.
- Frydman, Roman, Gray, Cheryl W., Hessel, Marek și Rapaczynski, Andrzej. (1999). When Does Privatization Work? The Impact of Private Ownership on Corporate Performance in the Transition Economies. *Quarterly Journal of Economics*, 114, 4, 1153-1192.
- Frydman, Roman și Rapaczynski, Andrzej. (1994). *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?* Budapesta: Central European University Press.
- Hansmann, Henry. (1990). When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy. *Yale Law Journal*, 99, 8, 1749-1816.
- Konings, Jozef. (1997). Competition and Firm Performance in Transition Economies: Evidence from Firm Level Surveys in Slovenia, Hungary and Romania. *Discussion Paper*, No. 1770. Londra: Centre for Economic Policy Research.
- Konings, Jozef și Repkin, Alexander. (1998). How Efficient are Firms in Transition Countries? Firm-Level Evidence from Bulgaria and Romania. *Discussion Paper*, No. 1839. Londra: Centre for Economic Policy Research.
- Kornai, János. (2000). Ten Years after 'The Road to a Free Economy:' The Author's Self-Evaluation. *Economic Systems*, 24, 4, 353-359.
- Lipton, David și Sachs, Jeffrey D. (1990). Privatization in Eastern Europe: The Case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 293-333.
- Meggison, William L., Nash, Robert și van Randenborgh, Matthias. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 49, 2, 403-452.
- Meggison, William L. și Netter, Jeffrey M. (2001). From State to Market: a Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, 2, 321-389.
- Munteanu, Costea. (1997). Employee Share-Ownership in Romania: The Main Path to Privatization. În Milica Uvalic și Daniel Vaughan-Whitehead (eds). *Privatization Surprises in Transition Economies: Employee-Ownership in Central and Eastern Europe* (182-203). Cheltenham, U.K./Lyme, N.H.: Elgar.
- Negrescu, Dragoș. (2000). A Decade of Privatization in Romania. În Christof Ruhl și Daniel Dăianu (eds). *The Economic Transition in Romania: Past, Present, and Future* (375-442). București: World Bank and Romanian Center for Economic Policies.
- Piesse, Jenifer și Thirtle, Colin. (2000). A Stochastic Frontier Approach to Firm Level Efficiency, Technological Change and Productivity during the Early Transition in Hungary. *Journal of Comparative Economics*, 28, 3, 473-501.
- Pohl, Gerhard, Anderson, Robert E., Claessens, Stijn și Djankov, Simeon. (1997). Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options. *Technical Paper*, No. 368. Washington, DC: World Bank.

- Roland, Gerard. (2001). Corporate Governance and Transition Economies: Lessons from Transition. În Boris Pleskovic și Nicholas Stern (eds). *Annual World Bank Conference on Development Economics 2000* (331-352). Washington, DC: World Bank.
- Romanian Development Agency. (1996). *Law Digest for Foreign Investors*. București: Romanian Development Agency.
- Romanian Development Agency. (1997). *Romania, Yes! An Investment Guide 1997*. București: Romanian Development Agency.
- Smith, Stephen C., Cin, Beom-Cheol și Vodopivec, Milan. (1997). Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia. *Journal of Comparative Economics*, 25, 2, 158-179.
- Stiglitz, Joseph. (1999). Whither Reform? Ten Years of the Transition. *Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics*, http://www.worldbank.org/research/abcde/washington_11/stiglitz.html. Washington, D.C.: World Bank.
- Telegdy, Almos, Earle, John S., Kaznovsky, Victor și Kucsera, Csaba. (2003). Corporate Control of Listed Firms: The Bucharest Stock Exchange. *Eastern European Economics* (în curs de apariție).
- Weiss, Andrew și Nikitin, Georgiy. (1998). Effects of Ownership by Investment Funds on the Performance of Czech Firms. *Working paper*. Boston: Boston University.
- Weitzman, Martin. (1993). How Not to Privatize. În: Mario Baldassarri, Luigi Paganetto și Edmund Phelps (eds). *Privatization Processes in Eastern Europe* (249-269). New York: St. Martin's Press.

Note

1. Cercetări anterioare, precum și obținerea datelor necesare pentru acest studiu au fost suportate parțial de Banca Mondială. Lucrările cele mai recente și strângerea de date au fost finanțate prin Programul PHARE ACE 1998 al Comisiei Europene. Responsabilitatea pentru conținutul acestei lucrări aparține exclusiv autorilor, lucrarea nereprezentând în nici un fel punctul de vedere al Comisiei sau al unui serviciu al acesteia. Autorii sunt, de asemenea, recunoscători lui John Bonin și altor doi referenți pentru comenziile utile.
2. Djankov și Murell (2000) și Megginson și Netter (2001) oferă o trecere în revistă a cercetărilor despre restructurarea întreprinderilor în economiile aflate în tranziție, respectiv despre privatizare și performanța companiilor.
3. Earle și Săpătoru (1993) descriu cadrul inițial al politicilor de privatizare din România; Earle și Săpătoru (1994) analizează rolul Fondului Proprietății Private; Munteanu (1997) discută cadrul legislativ al MEBO; Earle și Telegdy (1998) studiază Programul de privatizare în masă; Negrescu (2000) face o trecere în revistă a politicilor și a câtorva studii de caz; iar Telegdy și alți (în curs de apariție) oferă informații despre privatizarea prin Bursă.
4. Singura excepție o constituie studiul realizat de Claessens, Djankov și Pohl (1997) cu privire la impactul privatizării asupra factorilor generali de creștere a productivității în șapte țări, inclusiv România. Utilitatea rezultatelor cu privire la România ale acestui studiu este limitată de datele folosite, în sensul că seriile de date se termină la anul 1995, moment în care procesul de privatizare se derulase doar într-o mică parte a sa. În plus, singura măsură a proprietății folosită a fost o variabilă test a privatizării, nefiind oferite informații și despre metodele de privatizare sau tipurile de proprietari privați și deținerile lor în societățile pe acțiuni. Alte studii referitoare la companiile din România sunt: Konings (1997) despre impactul

concurenței; Konings și Repkin (1998) despre relația dintre eficiența tehnică și profitabilitate; Carlin, Estrin și Schaffer (2000) despre accesul la Uniunea Europeană; și Djankov (1999a) despre programul de izolare a firmelor care lucrează în pierdere.

5. Anexa realizată de Earle și Telegdy (2002) descrie modul de construcție a bazei de date.
6. Crearea și funcționarea acestor organizații sunt discutate detaliat în partea a doua a acestei secțiuni.

7. Informațiile incomplete au dus la pierderea a cinci procente din totalul observațiilor.

8. Vânzările sunt deflate cu indicii prețurilor de producție, de obicei la nivelul ramurilor de 4 unități.

9. Media angajaților în cele 357 de regii incluse în Registrul Român al Întreprinderilor a fost de 2988 de persoane în 1992.

10. Earle și Săpătoru (1993, 1994) descriu baza legală și cupoanele FPS și FPP de-a lungul primilor ani ai existenței lor. Din 1996 până în 1997 FPP-urile au fost transformate în fonduri de investiții, dar conducerea lor a rămas nontransparentă, fiecare din ele având milioane de mici acționari și reguli explicite pentru a preveni concentrarea proprietății. Pentru simplitate le vom numi FPP-uri. Pentru mai multe discuții privind FPP/SIF-urile, vezi Negrescu (2000).

11. Tabelele prezintă și acțiunile aflate în proprietatea unui grup denumit „alții”, care nu pot fi indentificați pe baza surselor FPS. Din cele 18 firme în care alții au fost proprietari majoritari, am putut obține date despre proprietarii de mai târziu în 7 dintre companiile aflate pe listele Bursei sau RASDAQ. În patru dintre aceste 7 firme acționarul majoritar este extern, iar în celelalte 3 e reprezentat de asociația salariaților.

12. MEBO-urile au apărut la începutul anului 1993, însă o lege care să reglementeze funcționarea lor a fost adoptată abia în 1994; pentru detalii, vezi Munteanu (1997). După 1996, vânzarea de acțiuni către angajați nu s-au mai numit în mod explicit MEBO, dar aranjamentele instituționale au rămas aceleași.

13. Frydman și Rapaczynski (1994) și Lipton și Sachs (1990) sunt împotriva privatizării către salariați, pe când Ellerman (1993), Stiglitz (1999) și Wietzman (1993) sunt în favoarea acestei politici. Estrin, Jones și Svejnar (1987) analizează efectele asociațiilor de producători asupra performanței în economiile occidentale, iar Earle și Estrin (1996) discută avantajele și dezavantajele proprietății muncitorilor și managerilor în economiile aflate în tranziție.

14. Pentru o trecere în revistă a evidenței efectelor proprietății muncitorilor asupra productivității în Occident, vezi Bonin, Jones și Puterman (1993).

15. Hansmann (1990) folosește un argument similar când vorbește de pattern-urile proprietății muncitorilor în economiile occidentale.

16. Există anecdote care sugerează că votarea în asociațiile de salariați funcționează de fapt după regula: omul și votul, nu după procentul de acțiuni cu drept de vot deținute. Aceasta indică și faptul că firmele MEBO constituie organizații hibride, în parte companii publice, în parte cooperative de producție.

17. *Vezi* Earle și Estrin (1996) pentru o discuție comparată. Proportia obținută de proprietarii interni în cazul MEBO în România a fost în mod frecvent de 100 la sută, prin vânzarea deseori simultană a acțiunilor FPP și FPS.

18. Earle și Telegdy (1998) analizează detaliile procedurii PPM. Legea corespunzătoare, Legea nr. 55/1995, face referire atât în titlu cât și în text la „accelerarea procesului de privatizare”. Întregul text al legii poate fi găsit la Agenția Română pentru Dezvoltare (1996).

19. În urma aplicării PPM, cele mai multe companii au fost listate fie la Bursa de Valori din București, fie la RASDAQ, piața OTC din România.

20. Din păcate, baza noastră de date nu permite să măsurăm aceste restricții pentru fiecare companie în parte.

21. Baza noastră de date arată că anularea contractelor este mult mai frecventă în cazul vânzărilor decât în cazul MEBO-urilor, iar în cazul transferurilor din PPM nu avem astfel de cazuri.

22. Germania de Est, Ungaria și Estonia, toate țări care au avut avantaje clare în vânzarea întreprinderilor către investitori externi, sunt excepții parțiale de la rata scăzută de privatizare prin vânzări întâlnită în economiile de tranziție. Totuși, ritmul de privatizare a fost criticat și în aceste țări.

23. Cumpărătorii au fost atât interni cât și externi. Investitorii autohtoni au cumpărat acțiuni în 378 de companii, iar cei străini în 98 dintre ele, deținând în medie 52,7, respectiv 56,6 de procente. Studiul lui Earle și Telegdy (2001) prezintă mai multe detalii referitoare la proprietatea autohtonă și străină..

24. Pentru argumentarea referitoare la cazul Mongoliei, vezi Anderson, Lee și Murrell (1999). Black, Kraakman și Tarrasova (2000) susțin că privatizarea, într-un mediu instituțional sărac, duce la creșterea cazurilor de priverare a firmelor de propriile active și înrăutățește performanța firmelor (cazul Rusiei).

25. Nivelul sau rata de creștere a productivității muncii sunt deseori utilizate în studierea performanței firmelor; vezi, de exemplu, Anderson, Lee și Murrell (2000), Boubakri și Cosset (1998), Carlin și ații (2001), Claessens și Djankov (1999a,b), Djankov (1999b,c), D'Souza și Megginson (1999), Earle (1998), Earle și Estrin (1997), Frydman și ații (1999), Megginson, Nash, și van Randenborgh (1994), Pohl și ații (1997) și Weiss și Nikitin (1998). Ecuatii ale productivității totale a factorilor de producție, care includ valori ale stocului de capital, sunt estimate de Anderson, Lee și Murrell (2000), Claessens, Djankov și Pohl (1997), Piesse și Thirtle (2000) și Smith, Cin și Vodopivec (1997).

26. Toate firmele din portofoliul FPS și, prin urmare, din baza noastră de date sunt societăți pe acțiuni.

27. Variabilele de proprietate iau în considerare orice contract de privatizare care a apărut pe parcursul anului anterior; astfel, OWN it se referă la structura de proprietate de la 1 ianuarie a anului t . Această dată cade exact la mijlocul perioadei de creștere măsurată de variabila dependentă (creșterea productivității muncii), deoarece aceasta din urmă este calculată folosindu-se totalul vânzărilor și media angajaților în anul t relativ la anul $t-1$.

28. Această specificație este similară celei estimate de Frydman și ații (1999) și diferă de abordarea proprietății dominante a lui Earle și Estrin (1997) și alții, care presupune ca pachetul de acțiuni dominant să depășească un prag minim, de exemplu, 40 la sută.

29. Nivelul productivității din anul anterior este frecvent inclus în ecuațiile de productivitate și de creștere a productivității, de exemplu, Anderson, Lee și Murrell (2000); Earle (1998); Frydman și ații. (1999). Un alt argument pentru includerea acestuia îl reprezintă posibilitatea de a fi mai dificil să crești productivitatea, restul variabilelor rămânând egale, dacă aceasta este deja la un nivel înalt.

30. Pentru a evalua necesitatea includerii acestor caracteristici ale firmelor în ecuația performanței, am regresat variabilele deținerilor de acțiuni pe grupuri de variabile dummy pentru ramuri, regiuni, categorii de mărime și ani. Fiecare grup variabile dummy a fost semnificativ în fiecare ecuație, aproape totdeauna la nivelul de semnificație de 1 procent, sugerând astfel importanța includerii lor ca variabile de control. Referitor la semnificația ramurii industriale, datele ne arată o rată înaltă de privatizare în industria alimentară, editarea și tipărirea publicațiilor, producția de mobilă, încălțăminte, textile și alte sectoare ale industriei ușoare. Rate mai scăzute ale privatizării au fost relevate în industria grea, cum ar fi cea minieră, a prelucrării lemnului, industria chimică, metalurgică și a construcțiilor de mașini.

31. Smith, Cin și Vodopivec (1997) folosesc indicatori financiari curenți, mai exact, exporturi,

vânzări, profituri, bonusuri salariale și datorii ca instrumente pentru proprietatea internă și externă în regresii ale productivității totale. Anderson, Lee și Murrell (2000) folosesc detaliile procesului de privatizare ca instrument al proprietății în Mongolia, iar Earle (1998) instrumentează proprietatea folosind metoda de privatizare și alte variabile în cazul Rusiei. Nici unul dintre aceste studii nu folosește efecte fixe sau de grup.

32. Ne-am concentrat atenția asupra rezultatelor referitoare la variabilele noastre de interes, deoarece celelalte sunt doar variabile de control și nu constituie o prioritate a acestui studiu. Totuși, ar trebui să subliniem faptul că rezultatele sunt robuste la schimbări ale specificației. Pentru a vedea dacă rezultatele sunt sensibile la erori de măsurare care crează corelații false între variabila dependentă și productivitatea anului anterior sau forța de muncă din anul anterior, am încercat să includem lag-uri de două perioade în loc de una și să eliminăm una sau ambele variabile din regresie. Nici una din aceste specificări alternative nu au condus la rezultate calitativ diferite în ce privește efectele proprietății față de cele prezentate.

33. Am estimat și ecuația (6) înlocuind efectul de grup cu efecte fixe ale firmei, rezultând un coeficient estimat (eroare standard) de 0,121 (0,012) pentru PrivateDummy.

34. Am re-estimată și ecuațiile (4) și (5) cu un eșantion care exclude firmele privatizate în 1998, fiind astfel incluse doar firmele cu cel puțin doi ani de observare post-privatizare. Acest exercițiu a condus la rezultate foarte asemănătoare celor prezentate în Tabelele nr. 10 și 11.

35. Estimând ecuația (5) cu efecte fixe ale firmei au rezultat coeficienți ai variabilelor dummy inside și outside oarecum ridicați, 0,191, respectiv 0,101 și numai diferențe minore ale coeficienților mass și POF față de Tabelul nr. 11. OtherDummy a avut impactul estimat cel mai mare în estimările OLS, dar nu și în estimările LAD, probabil datorită proprietății investitorilor din afara firmei, aspect discutat în Secțiunea 2.

36. Măsurarea proprietății am făcut-o doar prin rezultatele din contractele de privatizare, neurmărind vânzările secundare ulterioare de acțiuni. Probabil că angajații și alți indivizi care au achiziționat pachete mici de acțiuni prin aceste programe le-au vândut rapid unor proprietari concentrați care au apărut ulterior.

Abstract

We have used panel data on privatization contracts, as well labor productivity data on Romanian industrial companies in order to describe the ownership structure produced after the privatization process and to estimate the effects of various privatization policies over the overall results of the companies. The econometric results indicate a significant linear positive growth of the effects of private property over labor productivity. The estimation indicates a growth from 1 to 1.7% for each 10% growth of the private property from a shareholding company. The strongest effect has been noticed for selling shares outside the firm; the effects of internal transfers and of mass privatization over the performance of the firm are estimated to be very limited, even if they remain positive.

Predat la redacție: iulie 2003