ROZDĚLENÍ, PRIVATIZACE PODNIKŮ A JEJICH VÝKONNOST

Jan Hanousek, Evžen Kočenda, CERGE, Univerzita Karlova, Praha; Národohospodářský ústav AV ČR, Praha, **Jan Švejnar,** University of Michigan, Ann Arbor*

Úvod

Dělení firem hraje důležitou úlohu v rozvinutých tržních ekonomikách a bylo v literatuře obsáhle zkoumáno. Například Hausman, Tardiff a Belinfante (1993) ukazují na příkladu z USA, že rozdělení národního telefonního operátora do několika částí vytvořilo potenciál ke zlepšení ekonomické efektivity. Existují také doklady o tom, že u mateřských společností dochází k abnormálním pozitivním kumulativním nadstandardním výnosům v okamžiku, kdy je oznámeno rozdělení společnosti (např. Hite, Owers, 1983, Miles, Rosenfeld, 1983, Schipper, Smith, 1983), a že jak oddělené jednotky, tak mateřské firmy vykazují v období po rozdělení abnormální pozitivní výnosy a procházejí výrazně více převzetími než firmy, u nichž k rozdělení nedošlo (Cusatis, Miles, Woolridge, 1993).[1] Woo, Willard, Daelenbach (1992) a Daley, Mehrotra, Sivakumar (1997) ukazují, že po rozdělení se zlepšuje provozní výkonnost, zatímco Ahn, Denis (2004) obhajují, že v období po rozdělení dochází ke zlepšení investiční efektivity, a Dittmar, Shivdasani (2003) zjiš•ují, že po rozdělení zlepšují mateřské firmy interní alokaci kapitálu a zvyšují svou míru investic. V podobném duchu komentují Gertner, Powers, Scharfstein (2002), že rozdělení firmy vede ke zvýšení efektivity v alokaci kapitálu, zatímco Hite, Owers (1983), Rosenfeld (1984) a Desai, Jain (1999) poznamenávají, že rozdělení zlepšují efektivitu řízení díky redukci možnosti nevhodné alokace kapitálu, odstranění křížového subvencování a umožnění vhodnějších investičních rozhodnutí. Krishnaswami, Subramanian (1999) analyzují rozdělení z pohledu informační asymetrie[2] a předkládají myšlenku, že mnoho případů rozdělení je motivováno přáním zmírnit problém informační asymetrie. Maxwell, Rao (2003) na druhou stranu ukazují, že rozdělení jsou vnímána negativně na dluhopisovém trhu a že celkový přínos spojený s rozdělením je de facto přesunem bohatství od držitelů dluhopisů k akcionářům. Literatura

* Rádi bychom poděkovali Jakubu Jeřábkovi a Jaroslavu Borovičkovi za technickou pomoc při přípravě tohoto článku. Článek vznikl za podpory GAČR (402/06/1293).

1 McConnell, Ozbilgin a Wahal (2001) zkoumají, zda strategie nákupu oddělených firem poté, co bylo započato s jejich obchodováním jako se samostatnými akciemi, poskytuje možnost k dosažení nadměrných výnosů, a docházejí k negativnímu závěru.

2 Informační asymetrie na trhu je chápána v kontextu ziskovosti a efektivity různých divizí firmy. Bylo zjištěno, že firmy, ve kterých dochází k rozdělení, vykazují vyšší stupeň informační asymetrie ohledně své hodnoty než jejich protějšky z odpovídajícího odvětví a s podobnou velikostí.

všeobecně tvrdí, že v rozvinutých ekonomikách zvyšují rozdělení podniků hodnotu, avšak zároveň mají významné redistribuční efekty.[3]

Z metodologického hlediska vykazuje literatura významné omezení v tom, že studie implicitně považují rozdělení podniků za exogenní místo toho, aby používaly například instrumentální proměnné pro kontrolu jejich endogenity. V mnoha studiích data rovněž neumožňují výzkumníkům porovnat výkonnost oddělených jednotek před a po rozdělení. Další skutečností je, že ačkoliv Cusatis, Miles, Woolridge (1993) podávají důkazy o tom, že změny ve vlastnické struktuře po rozdělení pozitivně ovlivňují výnosovou míru firmy, ostatní literatura nebere v úvahu změny ve vlastnické struktuře, ke kterým v souvislosti s rozdělením dochází. Problémy související s endogenitou a opomenutými proměnnými tak mohou vést k vychýleným odhadům efektů rozdělení. Těmito tématy se zabýváme v této studii.

Rozdělení jsou rovněž důležitá v tranzitivních a rozvíjejících se ekonomikách. Často k nim dochází v souvislosti s privatizací a tyto dva fenomény představují klíčovou formu podnikové restrukturalizace tím, jak se firmy rozdělují do dvou nebo více jednotek. V tomto kontextu je možné stanovit hypotézu, že rozdělení a privatizace zvyšují podnikovou výkonnost, protože nové firmy usilují o získání reputace a zavádějí kvalitnější řízení. Kvůli nízkému stupni rozvinutosti právního prostředí v mnoha rozvíjejících se ekonomikách však rozdělení a privatizace mohou představovat mechanismus pro vlastní obohacení manažerů prostřednictvím tunelování. Ze stejného důvodu, v souvislosti se zlepšováním institucionálního a právního rámce, mohou rozdělení a některé formy vlastnictví zlepšovat výkonnost, protože mohou přispívat ke zvýšení ukázněnosti managementu. V tomto rámci je relevantní teoretický model, který vyvinuli Chemmanur a Yan (2004), a který ukazuje, jak mohou rozdělení zvyšovat pravděpodobnost převzetí managementem usilujícím o zvyšování hodnoty, jež zlepšuje provozní výkonnost po rozdělení. Podobně důkazy o pozitivním vlivu rozdělení podniku na výnosovou míru firmy, které předkládají Cusatis, Miles a Woolridge (1993) v kontextu rozvinuté ekonomiky, naznačují, že výzva spočívá v určení efektů rozdělení a změn vlastnické struktury při vyhodnocování výkonnosti po rozdělení podniku.

Ačkoliv jsou rozdělení a rozpady podniků významnými fenomény v tranzitivních a rozvíjejících se ekonomikách, nedostatek adekvátních dat zabraňoval vědcům v jejich analýze. Výjimkou je článek Lízal, Singer, Švejnar (2001), kde autoři používají data pro Českou republiku od začátku transformace a ukazují, že malá a středně velká rozdělení mají pozitivní dopad na výrobní efektivitu a ziskovost jak mateřské společnosti, tak oddělených jednotek v roce, kdy dochází k rozdělení. Uvedený článek ovšem poskytuje pouze velmi omezenou analýzu problematiky, protože autoři neznají identitu firem a musejí používat nepřímé metody pro identifikaci rozdělení a nalezení spojitosti mezi oddělenými jednotkami a mateřskou firmou. Data jim navíc umožňují sledovat firmy pouze v roce rozdělení (1991) a v následujícím roce (1992). To znemožňuje vyhodnotit střednědobé efekty rozdělení a určit tak dopady privatizace. Podobně jako v případě literatury týkající se rozvinutých tržních ekonomik nemají Lízal, Singer, Švejnar (2001) ani data potřebná k analýze rozdílů ve výkonnosti před rozdělením a po něm.

---

3 Existuje rovněž významná literatura týkající se fenoménu opačného k dělení a rozpadům firem, totiž fúzí. Jak naznačují Focarelli a Panetta (2003), zatímco krátkodobé efekty fúzí z hlediska celkového prospěchu se zdají být negativní, dlouhodobé efekty mohou být pozitivní.

Literatura zabývající se efekty privatizace v tranzitivních a rozvíjejících se tržních ekonomikách je rozsáhlá (pro přehled viz např. Megginson, Netter, 2001 a Djankov, Murrell, 2002). Většina studií se nicméně adekvátně nezabývá skutečností, že není pravděpodobné, že by firmy byly k privatizaci určovány náhodně, a tak mohou být odhadnuté efekty vychýlené (viz Gupta, Ham, Švejnar, 1999). Konkrétně Djankov, Murrell (2002) zdůrazňují, že 47 % studií zkoumaných v jejich článku vůbec nebere v úvahu endogenitu výběru firem, zatímco Gupta, Ham, Švejnar (1999) ukazují, že dokonce i studie, které používají přístup metodou fixních efektů (*fixed effects*) nebo rozdílů v rozdílech (*difference in differences*, DID), mohou poskytovat vychýlené odhady, pokud není použito vhodných instrumentálních proměnných. Konečně DeWenter, Malatesta (2001) ukazují, že ziskovost se zlepšuje těsně před privatizací, avšak doklady o následném zlepšení v období, kdy je podnik v soukromém vlastnictví, jsou smíšené. Celkově byla raná literatura poměrně optimistická ohledně pozitivních efektů privatizace na výkonnost, zatímco nedávné studie navrhují, že by bylo vhodné analyticky rigorózní nové zhodnocení.

V tomto článku používáme nová česká data na firemní úrovni k odhadu příslušných dopadů rozdělení a privatizace na podnikovou výkonnost; Česká republika zde slouží jako modelový příklad tranzitivní ekonomiky. Sada dat je jedinečná v tom, že známe identitu firem a můžeme sledovat hodnoty indikátorů podnikové výkonnosti pro oddělené jednotky (reprezentující všechny části mateřské společnosti) jak před rozpadem, tak po rozpadu mateřské firmy. Rovněž máme k dispozici odpovídající údaje za firmy, u kterých nedošlo k rozdělení. To nám umožňuje provést analýzu, která doposud nemohla být pro rozdělení podniků provedena ani v kontextu rozvinutých tržních ekonomik, ani v kontextu rozvíjejících se ekonomik. Navíc díky tomu, že máme data pro proměnné z období před transformací, kdy centrální plánovači exogenně stanovovali hodnoty mnoha proměnných na firemní úrovni, můžeme zkonstruovat věrohodné instrumentální proměnné pro kontrolu možné endogenity jak u rozdělení, tak u změn ve vlastnické struktuře. Metodologicky rovněž přispíváme k pokroku v literatuře tím, že pro část naší analýzy používáme metodu odhadu DID, která představuje atraktivní přístup pro hodnocení výsledků před specifickou úpravou a po ní. Metoda DID dosud nebyla v literatuře použita pro rozdělení podniků, protože nebyla k dispozici data pro výkonnost oddělených jednotek za období před rozdělením.

Strukturální a institucionální charakteristiky pozorované obecně v rozvíjejících se tržních ekonomikách, a v České republice obzvláště, nás vedou k testování dvou protikladných hypotéz týkajících se rozdělení podniků a privatizace:

1. Rozdělení a privatizace mají pozitivní efekt na výkonnost vzniklých jednotek díky eliminaci předchozích neefektivit, jako například nákladů z rozsahu velkých státních konglomerátů, slabých manažerských pobídek, informační asymetrie a nedostatečné koncentrace na hlavní činnost (tzv. *core competence*).[4]

2. Efekty rozdělení a privatizace jsou negativní v důsledku tunelování manažery nebo (spolu)vlastníky při slábnoucí státní kontrole, nejasných vlastnických právech a slabém právním rámci v tranzitivní ekonomice.

4 Viz Prahalad a Hamel (1990).

Co se týče privatizace, rovněž zkoumáme, zda a do jaké míry povaha dopadů závisí na typu nové vlastnické struktury. Data o jednotlivých podnicích nám umožňují rozlišit, do jaké míry je každá firma ovládána průmyslovou firmou, finanční skupinou, individuálním vlastníkem nebo státem, a můžeme určit efekty rozdílných vlastnických struktur na podnikovou výkonnost.[5]

Zjiš•ujeme, že rozdělení a privatizace mají celou řadu významných, ale i některé nevýznamné efekty na podnikovou výkonnost. Průměrné rozdělení zvyšuje ziskovost a obrat firmy, zatímco efekt privatizace ve velké míře závisí na typu výsledné vlastnické struktury. Celkové důkazy pro rozdělení podniků jsou konzistentní s naší první hypotézou, totiž že rozdělení mají pozitivní dopad na výkonnost. Snižování míry státního vlastnictví je pozitivní pro některé ukazatele výkonnosti, avšak nevýznamné či dokonce negativní pro jiné. Průmyslové firmy coby vlastníci zlepšují nebo neomezují výkonnost a v tomto smyslu se chovají konzistentně s naší první hypotézou. Finanční skupiny a jednotlivci coby vlastníci jsou nejčastěji spojeni s nulovým zlepšením a v některých případech významným zhoršením výkonnosti, čímž poskytují doklady, které jsou konzistentní s tunelováním manažery a/nebo vlastníky. Efekty privatizace jsou tedy mnohem méně pozitivní a jednoznačné, než bylo navrhováno mnoha předchozími studiemi. Z metodologického hlediska naše studie ukazuje, že kontrola změn ve vlastnické struktuře je důležitým faktorem při analýze efektů rozdělení a že při analýze vlivů rozdělení a privatizace je třeba brát v úvahu endogenitu, výběr a neúplnost dat.

Článek má následující strukturu. Ve druhé části prezentujeme institucionální rámec, který je základem naší analýzy, zatímco ve třetí části diskutujeme naše data, proměnné a metodu pro identifikaci rozdělení podniku. Čtvrtá část popisuje strukturu pro sestavení odhadu a v páté části prezentujeme naše empirické výsledky. Šestá část obsahuje shrnutí a uzavírá tuto studii.

1. Institucionální rámec

V této části stručně představíme hlavní charakteristiky institucionálního rámce, který je základem pro zkoumání rozdělení podniků a privatizace v České republice. Vzhledem k tomu, že privatizační proces byl již důkladně popsán a analyzován (viz např. Kotrba, 1995; Coffee, 1996; Kočenda, 1999; Filer, Hanousek, 2000 a další), omezíme se jen na velmi stručný popis časového a institucionálního rámce, který má vazbu na rozdělení a následnou privatizaci velkých podniků. Tento popis má pouze informativní charakter a slouží jako podpůrná informace k volbě vhodných instrumentálních proměnných, které budou použity v našem modelu. V žádném případě není cílem této části jakýmkoliv způsobem hodnotit privatizaci velkých firem či její dílčí nebo celkové efekty na ekonomiku jako celek. V tomto článku je dominantním úhlem pohledu změna výkonnosti jednotlivých firem v závislosti na jejich rozdělení a privatizaci.

K rozdělení podniků docházelo většinou v průběhu privatizačního programu, který byl realizován v průběhu první poloviny 90.let minulého století, a to pomocí tří různých mechanismů: restitucí, malé privatizace a velké privatizace. První dva mechanismy

5 Hanousek, Kočenda a Švejnar (2005) poskytují přehled literatury týkající se vlastnické struktury a výkonnosti a navrhují hypotézy ohledně dopadů konkrétních typů vlastníků na podnikovou výkonnost.

byly spuštěny v roce 1990 a byly nejdůležitější v počátečních letech transformace. Velká privatizace, která byla celkově zdaleka nejdůležitějším mechanismem, započala v roce 1991 a byla dokončena v roce 1995. Program velké privatizace umožňoval rozličné privatizační metody. Malé firmy byly obvykle draženy, nebo prodány ve veřejné soutěži. Mnoho středně velkých podniků bylo prodáno ve výběrových řízeních, nebo určeným kupcům v přímém prodeji. Většina velkých a řada středně velkých firem byla transformována do akciových společností a jejich akcie byly rozděleny v rámci kupónové privatizace (téměř polovina z celkového počtu akcií všech akciových společností byla privatizována prostřednictvím kupónové privatizace), prodány ve veřejných aukcích či strategickým partnerům, nebo převedeny na obce. Kupónová privatizace byla součástí procesu velké privatizace a proběhla ve dvou vlnách v letech 1992-93 a 1993-94.[6]

Raná postprivatizační vlastnická struktura vznikla po rozdělení akcií z první a druhé vlny kupónové privatizace v letech 1993 a 1995. Po dokončení privatizace rovněž došlo k významnému obchodování akciemi mezi velkými akcionáři, při němž byly často vyměňovány velké bloky akcií mimo oficiální akciový trh.

Privatizace každého podniku byla založena na oficiálně přijatém privatizačním projektu. Management každého podniku byl ze zákona povinen podat návrh privatizačního projektu, avšak každá domácí nebo zahraniční firma, instituce nebo jednotlivec mohli předložit konkurenční privatizační projekt. Ve skutečnosti byl pro řadu podniků podán více než jeden návrh privatizačního projektu. Všechny návrhy měly být spravedlivě posuzovány privatizačními orgány, které spolupracovaly s investory, aby bylo zajištěno, že konečné předložené návrhy budou alespoň zčásti odrážet vládní záměry z hlediska vlastnické struktury a jiných charakteristik. Každý návrh privatizačního projektu musel obsahovat aktuální ekonomické a finanční informace o podniku a popisovat navrhovanou metodu privatizace i navrhovanou organizační strukturu privatizovaného podniku.[7]

Rozhodnutí týkající se rozdělení podniků byla prováděna příslušnými ministerstvy ve spolupráci se státními privatizačními orgány. Rozhodnutí pro každou firmu bylo založeno na vítězném privatizačním projektu, který popisoval navrhované schéma pro rozdělení. Tabulky 1 a 2 shrnují informace o privatizačních projektech.[8] Ukazují, že zájem na privatizaci pocházel jak od managementu, tak od dalších subjektů, protože bylo v průměru podáno téměř pět privatizačních projektů na jednu firmu. V průměru byly schváleny dva projekty na každou firmu, což odráží jak rozdělení podniků, tak vládní záměry. Protože management byl vždy povinen podat návrh privatizačního projektu, není překvapivé, že 25 % všech projektů pochází z tohoto zdroje. Nezávislí zájemci,

6 Analýzu firem z hlediska vlastnické struktury, řízení a výkonnosti po dokončení velké privatizace provádějí Hanousek, Kočenda a Švejnar (2005).

7 Více detailů viz Kotrba a Švejnar (1994), kteří popisují privatizační projekty.

8 Privatizace každé státem vlastněné firmy byla založena na oficiálně přijatém privatizačním projektu. Podle zákona byly všechny státem vlastněné firmy vybrány buď pro první, nebo pro druhou vlnu privatizace, nebo byly dočasně vyloučeny. Každá vybraná firma musela podat oficiální návrh privatizačního projektu, který byl obvykle sestaven managementem za silného vlivu (a odpovědnosti) ministerstva řídícího příslušný sektor. Každá domácí či zahraniční firma nebo jednotlivec mohli podat konkurenční projekt, který byl posuzován rovnocenně spolu s oficiálním projektem.

kteří chtěli uskutečnit privatizaci odkupem (části) firmy, podali dvě pětiny (39 %) všech návrhů. Všechny ostatní kategorie navrhovatelů projektů jsou výrazně menší.

2. Data, identifikace rozdělení a definice proměnných

Autoři sestavili data z komerční databáze Aspekt a z archivů Ministerstva privatizace a Fondu národního majetku České republiky. Data nám umožňují jednoznačnou identifikaci mateřských společností a všech jednotek vzniklých rozdělením, které se vztahují k vlně rozdělení z let 1991-1992.[9] Na rozdíl od Lízala, Singera, Švejnara (2001) proto můžeme přímo pozorovat rozdělení podniků a rovněž máme k dispozici větší vzorek firem. Naše sada dat obsahuje 131 oddělených jednotek, odpovídajících 44 mateřským společnostem, a 780 firem, u kterých nedošlo k žádnému rozdělení (kontrolní skupina). Oddělené jednotky jsou důsledkem rozpadu mateřských firem, přičemž všechny tyto oddělené jednotky získaly nová daňová identifikační čísla a mají stejná práva k užití značky a/nebo obchodního jména původní společné firmy. Na základě identifikace vlastnické struktury provedené z našich dat přiřazujeme vlastnictví firmy do jedné z následujících kategorií vlastníků: stát, průmyslový podnik, individuální vlastník, finanční skupina.[10]

Sada dat je rovněž jedinečná v tom, že máme k dispozici údaje z období před rozdělením, a to jak pro mateřskou firmu, tak pro oddělené jednotky. To znamená, že máme data o výkonnosti a charakteristiky oddělených jednotek nejen po rozdělení, ale i z doby, kdy byly součástí původní mateřské společnosti. Tyto informace používáme ke konstrukci proměnných měřících rozměr rozdělení a v naší analýze metodou rozdílů v rozdílech.

Firmy v naší sadě dat byly vládou určeny k privatizaci v první vlně kupónové privatizace. Pro každou firmu máme k dispozici detailní informace získané ze všech navrhnutých privatizačních projektů, které byly vládě podány před privatizací. Tyto informace zahrnují relevantní údaje o rozdělení, vazby mezi mateřskou společností a oddělenými jednotkami, privatizační schéma a informace o aktivech, pasivech, zisku, obratu a počtu zaměstnanců v roce 1990. Už samotný počet podaných návrhů privatizačních projektů pro každou firmu je *per se* důležitým faktorem naší analýzy, protože na mnoho státních podniků bylo podáno více privatizačních projektů, přičemž každý projekt odrážel strukturu firmy, manažerské zájmy, stupeň zájmu investorů a očekávanou budoucí výkonnost firmy. U mnoha firem však byla podána řada návrhů na privatizaci určité menší části majetku, která nesouvisela s výrobní činností firmy (např. podnikové rekreační zařízení). Abychom zamezili směšování těchto privatizačních projektů s projekty, které pokrývaly hlavní výrobní aktivity firmy, posuzujeme pouze projekty cílené na privatizaci nejméně 5 % firemních aktiv. Tabulka 3 popisuje dostupné ekonomické indikátory za rok 1990, tedy před provedením rozdělení, pro oddělené jednotky, mateřské firmy a pro firmy v kontrolní skupině.

Rovněž máme k dispozici údaje o spoluvlastnické struktuře mezi jednotlivými domácími a zahraničními subjekty, kterou navrhovaly vítězné privatizační projekty. Pro-

9 K většině rozdělení došlo v roce 1991.

10 Kategorie finanční skupina zahrnuje vlastnictví bankami, privatizačními investičními fondy a finančními zprostředkovateli/makléři.

měnné popisující spoluvlastnickou strukturu zahrnují podíl, který si vláda zamýšlela ponechat v krátkém, resp. v dlouhém období. Krátkodobé státní vlastnictví zahrnuje očekávání, že vláda bude schopna prodat svůj zhodnocený podíl krátce po provedení privatizace, zatímco dlouhodobé státní vlastnictví indikuje očekávání o pomalejším zvyšování hodnoty privatizované firmy a/nebo její strategický charakter v ekonomice. Část podílů, které si stát ponechal, byla rovněž určena pro restituce nebo pozdější prodeje přes prostředníky (tabulka 4 uvádí data týkající se alokace podílů pro jiné účely než kupónovou privatizaci).[11]

Charakteristiky geografického a odvětvového rozložení firem jsou shrnuty v tabulce 5. Frekvence firem v jednotlivých regionech naznačuje, že firmy byly rozděleny relativně rovnoměrně po celé zemi. Jedinou výjimkou byl méně rozvinutý Jihočeský kraj, kde se vyskytuje méně firem. Tabulka 5 rovněž indikuje, že průmysl je silně soustředěn do hlavního města Prahy, které leží uprostřed Středočeského kraje, jehož relativně nízký podíl firem odráží skutečnost, že řada z nich je situována v Praze. Většina firem náleží do sektoru těžkého strojírenství – tento podíl je v souladu s dřívější strukturou české ekonomiky v době centrálně plánovaného hospodářství. Je samozřejmé, že firmy z tohoto sektoru byly nejsilněji zasaženy potřebou restrukturalizace, přičemž rozpad velkých konglomerátů stál na počátku tohoto procesu. Ze vzorku analyzovaných podniků jsme vyřadili firmy z lesnického sektoru, protože představují spíše atypické příklady rozdělení podniků a jejich privatizace.[12]

Při analýze podnikové výkonnosti po uskutečnění vlny rozdělení a privatizace používáme ekonomické a finanční indikátory z období let 1995-96. Rozdělení, která zkoumáme, proběhla v letech 1991-92, související privatizace v letech 1992-93 a distribuce akcií privatizovaných firem a podstatné poprivatizační přesuny podílů v letech 1993-94. Protože u některých firem byl přesun vlastnických práv dokončen v roce 1994 nebo na počátku roku 1995, bereme rok 1995 jako první rok po skončení rozdělení a privatizace, který skutečně odráží novou firemní a vlastnickou strukturu. Navíc se od roku 1995 začíná kvalita uváděných účetních a ekonomických dat přibližovat mezinárodním standardům. Použití dat jak z roku 1995, tak z roku 1996 nám konečně umožňuje testovat i časově proměnné efekty rozdělení podniků a jejich privatizace. Proto v naší analýze používáme data popisující ranou podnikovou výkonnost z roku 1990, rozdělení firem z let 1991-92 a období po rozdělení a privatizaci z let 1995-96.

Naše data nám umožňují použít v hlavním modelu tři indikátory podnikové výkonnosti: jednotkové náklady na práci měřené poměrem nákladů na práci a obratu (náklady na práci/obrat), poměr provozního zisku a nákladů na práci (zisk/náklady na práci) a provozní zisk na akcii (zisk/vlastní jmění). Naše hlavní analýza je tedy založena na míře nákladové efektivity (pracovních nákladech) a dvou veličinách přímo měřících ziskovost. V DID analýze jsme navíc schopni využít obratu jako míry rozsahu produkce podniku.

---

11 Průměrný podíl akcií celkově alokovaný různým vlastníkům jiným způsobem než prostřednictvím kupónové privatizace je 15,7 % pro oddělené jednotky a 15,5 % pro firmy v kontrolní skupině.

12 Relativně malé lesní plochy byly vráceny v restitucích. Mnoho privatizačních projektů a rozhodnutí týkajících se lesů bylo předmětem odkladů a politického nátlaku kvůli rozličným restitučním nárokům. Některé z nich nebyly doposud uskutečněny.

3. Konstrukce odhadu

Před prezentací našeho formálního modelu nastíníme jeho stylizovanou podobu na obrázku 1. Jak je z tohoto obrázku patrné, následná podniková výkonnost může být ovlivněna počátečními podmínkami před rozdělením, povahou rozpadu mateřské firmy a změnou ve vlastnické struktuře. Navíc mohou podmínky před rozdělením a privatizací pravděpodobně ovlivnit povahu rozdělení a formu privatizace. Proto při analýze efektů privatizace využíváme skutečnosti, že jsme schopni identifikovat mateřskou společnost stejně jako oddělené jednotky a že máme přijatelné instrumentální proměnné, jejichž pomocí můžeme kontrolovat, zda je rozdělení systematicky závislé na nepozorovaných firemních charakteristikách nebo prováděné náhodně.

Klíčovým indikátorem rozměru rozdělení je pro nás podíl kapitálu a práce z období před rozdělením, které každá oddělená jednotka získává z mateřské firmy v okamžiku rozdělení. Sledovanými kritérii jsou poměr kapitálu oddělené jednotky k celkovému kapitálu původního mateřského podniku dK_i a poměr počtu zaměstnanců oddělené jednotky k celkovému počtu zaměstnanců původního mateřského podniku dL_i (všechny údaje z roku 1990). Tato kritéria slouží jako vysvětlující proměnné zachycující rozměr rozdělení v rovnicích pro výkonnost podniků. Oba podíly jsou z velké části dány organizační strukturou mateřské firmy před rozdělením. Jak je patrné z obrázku 2, většina rozdělení znamenala odliv zaměstnanců i kapitálu z mateřské firmy, přičemž největší koncentrace pozorování je v segmentu, ve kterém oddělené jednotky získávají do 40 % kapitálu a zaměstnanců z původní mateřské firmy. Z obrázku 2 je však rovněž patrné, že významná část rozdělení byla poměrně pracovně nebo kapitálově náročná. Konečně ekonomická situace v mateřské firmě před rozdělením obsahuje rovněž dostatek informací, které bereme v úvahu v naší analýze.

Po formální stránce odhadujeme následující model podnikové výkonnosti:

$$_{i} \quad _{0}X_{i} \quad _{l}S_{i} \quad OWN\ s_{i} \quad OWN\ ns_{i} \quad dL_{i} \quad dK_{i} \quad _{i} \qquad (1)$$

kde index i identifikuje firmy, $_{i}$ je míra podnikové výkonnosti firmy i po provedení rozdělení a privatizaci (z let 1995-96), X_{i} zachycuje ekonomickou situaci mateřské firmy před provedením rozdělení a privatizací (z roku 1990), měřenou aktivy, pasivy, obratem, ziskem a počtem zaměstnanců, a S_i je pomocná proměnná nabývající hodnoty 1, pokud je firma oddělenou jednotkou, a hodnoty 0, pokud se jedná o firmu, která neprošla rozdělením. Proměnné $OWN\ s_{i}$ a $OWN\ ns_{i}$ měří vlastnickou strukturu v období po privatizaci (1995-96) v podnicích, ve kterých došlo, resp. nedošlo k rozdělení, zatímco a jsou příslušné koeficienty. Konečně $_{i}$ je chybový člen.

Endogenita rozdělení a vlastnictví

Jak jsme již rozebírali, pravděpodobnost rozdělení firmy a výskyt změny ve vlastnické struktuře mohou být závislé na nepozorovatelných vlastnostech podniků. Proto bereme rozdělení podniku a vlastnickou strukturu jako endogenní proměnné a používáme odhad metodou instrumentálních proměnných (IV). Výhoda metody IV oproti statisticky vydatnější metodě maximální věrohodnosti (MLE) spočívá v tom, že IV je robustnější a nevyžaduje numerickou integraci za přítomnosti pomocných a podílových

proměnných pro rozdělení a vlastnickou strukturu. Konkrétně používáme následující logitový model pro odhad pravděpodobnosti, že se firma rozdělí:

$$s_i \quad f(NP_i, \sum_{j=1}^{3} (DE_i)^j, POWN_i, REG_i, \sum_{j=1}^{2} (PP_i)^j, \sum_{j=1}^{3} (PTNS_i)^j) \quad v_i \qquad (2)$$

S_i je rovno 1, když je společnost *i* částí rozdělené firmy, a 0 jinak, NP_i označuje počet privatizačních projektů podaných pro danou firmu v roce 1991, DE_i zachycuje odchylku velikosti dané firmy od standardu v tržních ekonomikách (bude vysvětleno později), $POWN_i$ identifikuje vlastnickou strukturu navrženou vítězným privatizačním projektem (vyjádřenou v procentech určených pro jednotlivé typy vlastnictví podle tabulky 4), REG_i reprezentuje pomocné regionální proměnné, PP_i měří výnosnost (mateřské) firmy v roce 1990 a $PTNS_i$ reprezentuje celkový počet akcií mateřské firmy v roce 1990. Vliv proměnných jako odchylka firmy od velikosti běžné v zemích OECD, výnosnost a celkový počet podílů může být nelineární, proto použijeme rozvoj Taylorovou řadou druhého a třetího řádu, abychom získali specifikaci modelu, která může vzít v potaz možné nelinearity (řád rozvoje je v rovnici (2) označen jako *j*).

Proměnná DE_i je určena jako rozdíl počtu zaměstnanců ve firmě v roce 1990 a počtu zaměstnanců v průměrné firmě (vážený průměr) v daném průmyslovém odvětví v ekonomikách zemí OECD v roce 1990 (viz Kumar, Rajan, Zingales, 1999). [13]

Průměrnou velikost firmy ve státech OECD bereme jako měřítko z toho důvodu, že tranzitivní země se chtěly stát standardními tržními ekonomikami a mnoho z nich, včetně ČR, se stalo členy OECD brzy po začátku transformace. Jedním z rozhodujících faktorů pro rozdělení podniku proto pravděpodobně bude vztah velikosti firmy vzniklé v centrálně plánované ekonomice k velikosti firem ve fungujících tržních (OECD) ekonomikách. Protože plánovači zjevně upřednostňovali velké podniky, je hodnota DE_i převážně, ale ne vždy, kladná.

Vlastnickou strukturu v roce 1995 a 1996 vyjádříme pomocí následující regrese:

$$OWN_i \quad f(NP_i, POWN_i, REG_i, IND_i, \sum_{j=1}^{3} (PTNS_i)^j, \sum_{j=1}^{3} (AP_i)^j, \sum_{j=1}^{3} (PIFh_i, IIh_i)^j) \quad _i \qquad (3)$$

IND_i jsou jednomístné odvětvové pomocné proměnné, $PTNS_i$ je celkový počet akcií (akcie v každém podniku měly na počátku privatizace stejnou nominální hodnotu), AP_i je průměrná cena akcie *i*-tého podniku v kupónové privatizaci. $PIFh_i$ a IIh_i jsou majetkové podíly *i*-tého podniku, které ve velké privatizaci v roce 1992 získaly investiční fondy, resp. individuální investoři. Vliv celkového počtu akcií a vlastnických poměrů může být v regresi nelineární, proto použijeme Taylorův rozvoj třetího řádu, abychom vzali v úvahu případné nelinearity.

Vychýlení odhadu kvůli neúplnosti dat

Odhad rovnice (1) může být vychýlený, protože asi 24 % podniků pozorovaných v roce 1990 neposkytlo data v letech 1995-1996. Vychýlení může vzniknout přesto, že

13 Použili jsme jak průměr, tak medián a výsledky byly podobné. Průměr a medián počtu zaměstnanců podle průmyslových odvětví v zemích OECD lze nalézt v tabulce 2 v Kumar et al. (1999).

„odpad“ nastával stejnou měrou ve skupině podniků, které se rozdělily, i u těch, které nepodstoupily rozdělení. Použijeme proto Heckmanovu (1979) proceduru, abychom toto zkreslení korigovali odhadem rovnice pro pravděpodobnost chybějících dat v letech 1995-96 a vložením získaného inverzního Millsova poměru do rovnice (1).

Probitová rovnice pro odhad pravděpodobnosti, že data za roky 1995 a 1996 budou chybět, je následující:[14]

$$M_i \quad g(AP_i, \sum_{j=1}^{3} (PTNS_i)^j, PIFh_i, V_i, IND_i) \quad {}_i \tag{4}$$

kde M_i se rovná 0, když pro i-tou společnost nejsou k dispozici data za roky 1995-1996, V_i ukazuje procentuální majetkový podíl prodaný v kupónové privatizaci, IND_i je soubor jednomístných odvětvových proměnných a ostatní proměnné jsme zavedli výše. Odhadnuté koeficienty z pomocné probitové regrese jsou k dispozici na vyžádání.[15]

Odhady pomocí metody „rozdíly v rozdílech“ (Difference-in-Differences – *DID)*

Porovnali jsme výsledky z let 1990 a 1995-96 pro jeden ze základních ukazatelů výkonnosti – tržby, a to jak pro oddělené jednotky uvnitř mateřské firmy, tak pro firmy, které se nerozdělily.[16] Pro tržby (jako měřítko restrukturalizace navázané na objem výroby) můžeme použít metodu DID jako alternativu k rovnici (1), když použijeme rozdělení a privatizaci jako proměnné *ošetření*, které může změnit výkonnost podniků.[17]

Odhad metodou DID může být rovněž motivován vzorem v datech, který je vidět na obrázku 3. Graf ukazuje vztah dK_i a dL_i ke změně v tržbách mezi lety 1990 a 1995-96 pro každou rozdělenou firmu, kladné změny jsou označeny trojúhelníčkem, záporné pomocí znaménka minus. Plná a přerušovaná čára znázorňují trendy v pozici kladných, respektive záporných změn ve výkonnosti. Firmy se zlepšujícími se výkony vykazují vyšší počáteční podíl kapitálu a práce než firmy, jejichž výkonnost se v průběhu času

---

14 Logitová specifikace rovnice (2) pochází z klasické Heckmanovy korekční procedury. Ve specifikaci (3) můžeme použít buď probit nebo logit. Preferujeme logit, protože je méně náchylný ke skutečné distribuci náhodného členu. Pro ověření konzistence jsme použili obě metody a získané výsledky byly podobné.

15 Korigovaný koeficient determinace v korekční rovnici (4) dosahuje 0,09 až 0,1. Uvědomme si, že korigovaný koeficient determinace v tomto případě nemá žádnou vypovídací schopnost, protože rovnice (3) je korekční rovnice. V tomto případě může být nízký koeficient determinace interpretován jako fakt, že chybějící pozorování v rovnici (1) jsou vybrána náhodně.

16 Problém, kterému čelíme při použití jiných ukazatelů, je ten, že původní (socialistická) definice těchto hodnot se dramaticky liší od nynější (mezinárodní) definice z let 1995-96. Například neprodané zásoby byly v roce 1990 zahrnuty do zisku firmy, ale v letech 1995-96 již nikoliv, umělé fakturování bylo v roce 1990 velmi časté, protože taková výroba byla zahrnuta do zisku a zlepšila obraz firmy. Proto by užití zisku v odhadu pomocí rozdílů v rozdílech s největší pravděpodobností přineslo zkreslené výsledky. V době po privatizaci (zhruba od konce roku 1994) již platila účetní pravidla srovnatelná s mezinárodními účetními standardy (IAP). Nové účetní standardy se velmi liší od pravidel užívaných v roce 1991, kdy se uskutečnila většina rozdělení.

17 V rovnici (1) bereme v úvahu hodnoty klíčových hospodářských ukazatelů z roku 1990 tím, že je zahrneme do modelu jako regresory X_i, ale vysvětlovaná proměnná není ve tvaru rozdílu hodnot v letech 1990 a 1995-96.

zhoršila. Rozdíly ve sklonech těchto dvou trendových přímek jsou statisticky signifikantní na 1% hladině významnosti.

Když vezmeme v potaz i další proměnné, vypadá naše specifikace DID modelu následovně:

$$_{i} \quad S_i \quad OWN(s)_i \quad OWN(ns)_i \quad dL_i \quad dK_i \quad MR_1 \quad _i \qquad (5)$$

kde $_i$ je měřítko změny v tržbách mezi lety 1990 a 1995-96 a OWN_i zahrnuje změny ve vlastnické struktuře mezi lety 1990 a 1995-96, kdy 100% státní vlastnictví je původním typem vlastnictví před privatizací a rozdělením.[18] Protože používáme metodu DID, OWN_i reprezentuje snížení státního podílu v porovnání se stavem před privatizací a koeficienty a reprezentují interakce mezi rozdělením podniku a následnou změnou ve vlastnické struktuře. Konečně MR_i je Millsův poměr z Heckmanovy korekce (rovnice 3) a jako v rovnici (1) používáme dK_i a dL_i coby vysvětlující proměnné.

Platnost DID odhadů může být ovlivněna případnou endogenitou proměnných vyjadřujících *ošetření*, v našem případě rozdělení firmy a privatizace (viz Besley, Case, 1994). Abychom překonali tento problém, použijeme přístup a proměnné definované v rovnici (2), resp. (3). Protože podíl oddělené jednotky na kapitálu a práci mateřské firmy a pravděpodobnost rozdělení této firmy se vzájemně ovlivňují, musíme rovněž instrumentalizovat podíly kapitálu a práce. Jako instrumentální proměnné použijeme odvětvové průměry *dK* a *dL* pro skupiny firem, které neprošly rozdělením. Protože nebyly rozděleny, může být velikost těchto firem brána jako vhodná vzhledem k poměrům kapitálu a práce v příslušném průmyslovém odvětví. Navíc není vypočtený průměr korelován s náhodnou složkou v rovnici (5), nebo• ta zahrnuje pouze firmy, které byly rozděleny. Kromě toho používáme řadu průměrů *dK* a *dL* pro skupiny firem napříč různými průmyslovými odvětvími. Tento průměrný podíl se počítá pro všechny firmy v odvětví s tím, že postupně po jedné vynecháme všechny firmy, které byly rozděleny, čímž získáme velké množství průměrů. Tím, že vypustíme firmy, které byly rozděleny, znemožníme korelaci s náhodným členem a takto zkonstruovaný průměr je z definice platnou instrumentální proměnnou. Konečně používáme jako instrumenty také jednomístné odvětvové pomocné proměnné.

Odhady metodou DID mohou být rovněž zkreslené v důsledku sériové korelace (Bertrand, Duflo, Mullainathan, 2004). Naštěstí je v našem případě sériová korelace velice nepravděpodobná díky velké šířce a malé časové hloubce panelu. Nicméně jsme zkusili zkonstruovat odhady založené na datech sdružených do jednoho pozorování před ošetřením a jednoho po ošetření. Výsledky se nijak významně nelišily.

4. Empirické výsledky

Odhadnuté koeficienty v rovnici (1) jsou znázorněny v tabulce 7. Začali jsme odhadnutím vlivu, do jaké míry na sebe vzájemně působily rozměr rozdělení firmy (vyjádřený podílem práce *dL* a kapitálu *dK* v oddělené části firmy) a pomocné proměnné pro roky

18 Původní vlastnická struktura před privatizací a rozdělením podniků znamenala 100% státní vlastnictví. Privatizace firem v první vlně kupónové privatizace proběhla v letech 1993-94, ale teprve v letech 1995 bylo možné vidět dopad změn ve vlastnické struktuře a nového vedení na finanční výsledky privatizovaných a rozdělených firem.

1995, resp. 1996. Když jsme zkusili odhadnout dva nezávislé koeficienty pro každý rok zvláš•, vycházely velmi podobně (viz tabulku A1 v příloze). Provedli jsme F-test, abychom ověřili, jestli lze efekty roků 1995 a 1996 shrnout do jediného. Ve všech případech jsme byli schopni přijmout omezený model. V tabulce 7 uvádíme odhady pro tuto omezenou specifikaci.

Pod vlivem odlišnosti specifikací modelu podle Cusatise, Milese a Woolridge (1993), kteří do modelu zahrnuli efekty vlastnictví, a ostatní literatury zabývající se rozdělením podniků, kde tyto efekty nejsou zahrnuty, jsme testovali, jestli naše data dovolují vynechat z modelu proměnné vztahující se k vlastnické struktuře podniků. Příslušné F-testy ukázaly, že modely, které by vynechaly proměnné vztahující se k vlastnické struktuře, jsou špatně specifikovány. Výsledky proto naznačují, že analýza vztahující se k rozdělení podniků by měla vzít v úvahu doprovodné změny ve vlastnické struktuře.

Konečně Hausmanův (1978) test na endogenitu rozdělení a vlastnické struktury ukazuje, že metoda IV je lepší než OLS ve všech regresích, a proto v tabulkách 7 a 8 uvádíme IV odhady.[19] Tyto testu naznačují, že literatura vztahující se k rozdělení podniků by měla brát v úvahu fakt, že rozdělení a změny ve vlastnické struktuře mohou být rozhodnuty endogenně, a ne být jen náhodně přiřazeny.

Odhad koeficientu *S* v tabulce 7 ukazuje, že základní efekt rozdělení podniku je nesignifikantní pro poměr mzdových nákladů vzhledem k tržbám, ale kladný a statisticky signifikantní pro zisk/mzdové náklady a zisk/vlastní kapitál. Když budeme držet velikost oddělené části konstantní (měřeno podílem faktorů produkce na mateřském podniku), dostaneme kladný efekt rozdělení u dvou ze tří ukazatelů rentability, ale nesignifikantní pro jednotkové náklady práce.

Vliv rozdělení na ukazatel zisku na vlastní kapitál se významně mění se změnami jak *dL*, tak *dK*. Vliv na jednotkové náklady práce se mění pouze s velikostí *dK* a ovlivnění zisku na mzdové náklady nezávisí na rozměru oddělené jednotky. Konkrétně vliv *dL* je kladný a signifikantní u ukazatele zisk/vlastní kapitál a nevýznamný pro mzdové náklady/tržby a zisk/mzdové náklady. Vliv zvětšující se oddělené části, ve smyslu podílu na práci mateřské firmy, proto zvyšuje nebo neovlivňuje výkonnost oddělené jednotky a nechává nezměněné její jednotkové náklady práce.

Elasticita mzdových nákladů na tržby vzhledem k *dK* je záporná, naznačující, že větší rozdělení ve smyslu podílu kapitálu na mateřské firmě jsou efektivnější proto, že snižují jednotkové náklady práce v oddělené firmě. Stejně jako u *dL*, vliv *dK* na zisk/mzdové náklady je nesignifikantní. Nicméně vliv *dK* na zisk/vlastní kapitál je záporný a signifikantní. Když tedy zvětšíme rozměr oddělené firmy a měřítkem nám bude podíl kapitálu na mateřském podniku, zvýšíme tím efektivnost oddělené firmy měřenou mzdovými náklady a snížíme, nebo necháme beze změny její výnosnost.

Protože se vliv rozdělení dělí na základní efekt a vliv velikosti odštěpené firmy v měřítku *dL* a *dK*, je vhodné vypočítat střední vliv rozdělení podniku na každý ukazatel výkonnosti. Když vezmeme v úvahu vliv *S* a vyhodnotíme vliv rozdělení při střední hodnotě *dL* a *dK*, při použití odhadnuté kovarianční matice dostáváme, že střední vlivy

19 Protože nepoužíváme nadměrný počet instrumentálních proměnných, jsou všechny naše rovnice přesně identifikované a nikoliv přeidentifikované.

a odpovídající směrodatné odchylky jsou -0,010 (0,029) pro mzdové náklady/tržby, 1,011 (0,505) pro zisk/mzdové náklady a 0,170 (0,066) pro zisk/vlastní kapitál. Tyto tři vlivy naznačují, že rozdělení podniku snižuje náklady a zvyšuje výnosnost. Nicméně jen střední vlivy na ukazatele výnosnosti jsou statisticky signifikantní, protože základní efekt *S* převáží ve výpočtech statistické významnosti průměrný vliv. Průměrné rozdělení podniku má proto pozitivní a statisticky významný vliv na dva ukazatele výnosnosti a statisticky nevýznamný negativní vliv na jednotkové náklady práce. Při porovnání s průměrnou hodnotou zisku na mzdové náklady a zisku na vlastní kapitál, které jsou 0,317, resp. 0,132, zjistíme, že vliv rozdělení na výnosnost je velký.

Vliv změn vlastnické struktury na výkonnost firmy se mění podle typu vlastníka a podle toho, jestli se firma rozdělila. V tabulce 7 jsou koeficienty vlastnictví a jejich odchylky pro zjednodušení interpretace vynásobeny 100, jako základ slouží roztroušené vlastnictví.[20] Vidíme, že podíl státního vlastnictví nijak výrazně neovlivňuje výkonnost v žádném typu firmy. Jediné vlivy státního vlastnictví, které jsou signifikantní nebo téměř signifikantní, jsou efekty na dva ukazatele výnosnosti v podniku, který se nerozdělil. Snížení podílu státního vlastnictví při privatizaci tedy přináší omezený kladný vliv na výnosnost firmy, která se nerozdělila, zatímco vliv na firmu, která se rozdělila, je nevýznamný.

Vlastnictví podniku jiným průmyslovým podnikem má pozitivní nebo nevýznamný vliv na výkonnost (v porovnání s roztroušeným vlastnictvím). Vyšší podíl vlastnictví průmyslovým podnikem snižuje mzdové náklady/tržby jak v oddělených jednotkách, tak v nerozdělených firmách. V nerozdělených firmách navíc zvyšuje poměr zisku na vlastní kapitál. Protože ostatní vlivy jsou nevýznamné, můžeme prohlásit, že průmyslový podnik jako nový vlastník zvyšuje nákladovou efektivitu a nemění nebo zvyšuje výnosnost.

Na druhé straně finanční skupiny a jednotlivci vycházejí jako vlastníci, kteří nezlepšují a v některých ukazatelích zhoršují výnosnost. Finanční skupiny mají nejen záporný vliv na ukazatele výnosnosti při rozdělení, ale navíc zvyšují jednotkové náklady práce ve firmě, která se nerozdělila. Vyšší míra vlastnictví jednotlivci má podobný nekladný vliv, přičemž většina koeficientů je nevýznamná, jen vliv na zisk/mzdové náklady je negativní pro rozdělené firmy a vliv na jednotkové náklady práce je kladný pro nerozdělené firmy.

V tabulce 8 jsou uvedeny odhady metodou DID, které ukazují vliv rozdělení a privatizace na růst tržeb. Základní vliv rozdělení je velký (18 %), pozitivní a statisticky signifikantní na hladině 7 % při oboustranné alternativě. Koeficienty *dL* a *dK* jsou nesignifikantní a silný pozitivní vliv rozdělení na rozsah činnosti firmy (měřený logaritmem tržeb) se tak s velikostí oddělené jednotky nemění. Toto zjištění posiluje argumenty pro náš závěr na základě rovnice (1), že rozdělení firmy má kladný vliv na podnikovou výkonnost.

Vlivy změn ve vlastnické struktuře se různí. Snížení podílu státního vlastnictví se projeví ve zvýšení tržeb oddělených jednotek, ale snížení tržeb pro firmy, které se nerozdělily. V případě rozdělení podniku vyniká vliv snížení státního podílu proti shodné-

20 Vliv roztroušeného vlastnictví, kdy žádný vlastník nemá v podniku více než 10% podíl, je obsažen v konstantním členu.

mu vlivu ostatních typů vlastnictví. V případě firem, které se nedělily, nezaznamenáváme žádnou změnu výkonnosti při převzetí jiným průmyslovým podnikem, ale snížení výkonnosti, když podnik převezme finanční skupina nebo jednotlivec.

Závěry

Naše studie, využívající nová podniková data, ukazuje, že rozdělení podniků a změny ve vlastnictví mají několik signifikantních, ale také řadu statisticky nevýznamných vlivů na výkonnost firmy. Ukázali jsme, že rozdělení zvyšuje firemní ukazatele výnosnosti a rozsah činnosti (tržby), ale nesnižuje významně jednotkové náklady práce. Vlivy privatizace na výkonnost závisí na výsledné vlastnické struktuře a na tom, jestli se firma rozdělila. Samotné snížení státního podílu nevede automaticky ke zlepšení v ukazatelích výkonnosti. Odstranění části státního podílu ve prospěch jiných typů vlastnictví má slabě signifikantní pozitivní vliv v případě firem, které se nerozdělily, ale ostatní vlivy jsou smíšené nebo nevýznamné. Průmyslové podniky jako vlastníci sníží jednotkové náklady práce a zvýší nebo nezmění výnosnost. Vyšší podíl vlastnictví finanční skupinou nebo jednotlivcem snižuje výnosnost v rozdělených firmách a zvyšuje jednotkové náklady práce při současném snížení tržeb ve firmách, které se nerozdělily.

Celkové vyhodnocení efektů rozdělení podniků odpovídá první hypotéze, tedy že rozdělení má pozitivní vliv na výkonnost – patrně díky odstranění dřívějších neefektivností, jako jsou ztráty z rozsahu u státních komplexů, slabá motivace manažerů, informační asymetrie a nedostatek soustředění na hlavní činnost. Vliv privatizace je mnohem méně přímočarý. Pouhé snížení státního podílu je pozitivní pro některé ukazatele výkonnosti pro nerozdělené firmy, ale už méně pro oddělené jednotky. Průmyslové podniky jako vlastníci zlepší nebo neohrozí výkonnost a v tomto smyslu se chovají podle naší první hypotézy. Finanční skupiny a jednotlivci jako vlastníci většinou nejsou spojeni se zlepšením a v některých ukazatelích znamenají významné zhoršení výkonnosti, což by dokladovalo naši druhou hypotézu vztahující se k tunelování manažery a/nebo vlastníky v přítomnosti nevýrazné stání kontroly, nejasného řízení podniků a slabého protržního právního rámce. Vlivy privatizace jsou tedy mnohem méně pozitivní a vyhraněné, než tvrdilo mnoho dřívějších studií.

Metodologicky naše studie přináší důkazy o tom, že je důležité (a) vzít v úvahu změny ve vlastnictví při analýze rozdělení podniků a (b) zahrnout do modelu endogenitu a neúplnost dat při analýze rozdělení podniků a jejich následné privatizace.

Tabulka 1
Souhrnné statistiky o privatizačních projektech z první vlny české kupónové privatizace

	Počet projektů	Počet firem	Počet projektů na firmu
Podaných projektů	11349	2404	4,7
Vydaných rozhodnutí	10514	2128	4,9
Schválených projektů	3669	1963	1,9
Odmítnutých projektů	6845	165	41,5
Nerozhodnutých	935	276	3,4

Zdroj: Ministerstvo financí

Tabulka 2
Navrhovatelé privatizačních projektů v České republice

Projektů podaných	Celkem	Procentní podíl
vedením firem	2813	25
vedením závodů	450	4
zájemci o koupi podniku[1]	4388	39
okresní privatizační komisí	788	7
restituenty	450	4
místní samosprávou	450	4
konzultantskými společnostmi[2]	338	3
ostatními	1575	14
Celkem	11252	100

[1] Zájemci o koupi podniku jsou navrhovatelé soutěžících projektů, kteří mají zájem společnost koupit.
[2] Konzultantské společnosti podávají projekty navrhující prodej třetím subjektům, nebo se ucházejí o kontrakt na organizování tendru či aukce.
Zdroj: Kotrba, Švejnar (1994).

Tabulka 3
Souhrnné statistiky ukazatelů před rozdělením v roce 1990

	Průměr	Směr. odch.	Min	Max	Medián	Počet firem
Mateřské firmy						*44*
Zisk	171,1	385,5	-271,8	2 050	20,2	44
Tržby	1 847,8	2 697,7	60,0	14 500	686,1	44
Zaměstnanci	2 435	3 729	175	23 138	1 334	44
Aktiva	1 930,0	8 632,6	47,2	57 600	331,1	44
Pasiva	431,9	907,2	2,9	5 787,4	140,8	44
Počet rozdělení	2,98	1,5	2	9	2	44
Počet projektů[1]	8,98	12,2	1	77	5	44
Nerozdělené společnosti						*780*
Zisk	73,7	657,8	-612,8	16 700	5,6	778
Tržby	828,4	2 839,8	1,5	50 800	213,5	779
Zaměstnanci	1 156	3 049	3	49 701	402	780
Aktiva	313,4	778,8	2,2	9 391,4	105,5	780
Pasiva	232,1	820,6	0,1	14 400	53,6	717
Počet projektů[1]	2,96	4,4	1	41	1	780
Oddělené jednotky						*131*
Zisk	57,9	212,2	-267,2	1 874,4	4,7	130
Tržby	620,6	1 501,2	6,2	13 100,0	133,9	131
Zaměstnanci	818	1 901	23	17 880	294	131
Aktiva	648,2	4 311,2	15,8	49 200,0	78,1	131
Pasiva	157,0	516,7	0,1	5 295,1	27,7	121

[1]Původní projekty byly přiřazeny pouze mateřské firmě a kontrolní skupině. Proto není k dispozici žádná informace o počtu projektů uplatněných na oddělené jednotky.
Všechny finanční ukazatele jsou uvedeny v milionech korun.

Tabulka 4
Navrhované rozdělení vlastnických podílů podle vítězného projektu (v %)

		Průměr	Směr. odch.	Min	Max
Oddělené jednotky	Zahraniční vlastník	1,15	6,75	0	51
	Domácí vlastník	2,15	9,52	0	52
	Restituce	0,46	2,44	0	18
	Fond národního majetku (dočasně)	8,30	14,74	0	57
	Fond národního majetku (trvale)	0,12	0,51	0	3
	Prodej přes prostředníka	0,34	2,34	0	20
	Převod na obce	3,21	8,20	0	67
	Ostatní	0,00	0,00	0	0
Nerozdělené firmy	Zahraniční vlastník	1,74	9,08	0	75
	Domácí vlastník	4,28	14,42	0	84
	Restituce	0,41	2,70	0	58
	Fond národního majetku (dočasně)	5,98	13,19	0	82
	Fond národního majetku (trvale)	0,28	3,07	0	45
	Prodej přes prostředníka	1,83	7,66	0	72
	Převod na obce	0,88	2,34	0	20
	Ostatní	0,07	0,94	0	16
Celý vzorek	Zahraniční vlastník	1,66	8,78	0	75
	Domácí vlastník	3,97	13,84	0	84
	Restituce	0,42	2,66	0	58
	Fond národního majetku (dočasně)	6,31	13,44	0	82
	Fond národního majetku (trvale)	0,26	2,85	0	45
	Prodej přes prostředníka	1,62	7,16	0	72
	Převod na samosprávu	1,22	3,87	0	67
	Ostatní	0,06	0,87	0	16

Poznámka: Počet pozorování je 131 pro oddělené jednotky, 780 pro nerozdělené firmy (kontrolní skupina) a 911 pro celý vzorek.

Tabulka 5
Průmyslová odvětví a regionální rozmístění studovaných podniků (v %)

	Oddělené jednotky	Kontrolní skupina	Celý vzorek
Regiony			
Praha	12,2	20,4	19,2
Střední Čechy	6,1	8,5	8,1
Jížní Čechy	2,3	6,5	5,9
Západní Čechy	13,7	8,2	9,0
Severní Čechy	9,9	11,7	11,4
Východní Čechy	12,2	11,5	11,6
Jížní Morava	22,9	18,5	19,1
Severní Morava	20,6	14,7	15,6
Průmyslová odvětví			
Zemědělství	1,5	1,4	1,4
Těžké strojírenství	48,9	34,6	36,7
Lehké strojírenství	13,0	19,6	18,7
Stavebnictví	12,2	21,5	20,2
Doprava	2,3	2,4	2,4
Obchod	3,1	12,1	10,8
Výzkum a vývoj	1,5	1,9	1,9
Služby	13,0	4,0	5,3
Finanční sektor	4,6	2,4	2,7

Poznámka: Počet pozorování je 131 pro oddělené jednotky, 780 pro nerozdělené firmy a 911 pro celý vzorek.

Tabulka 6
Souhrnné statistiky ukazatelů výkonnosti: 1995-1996

		Průměr	Směr. odch.	Min	Max	Počet firem
1995						
Oddělené jednotky	Náklady na práci	96,4	267,9	1,12	2 405	91
	Tržby	1 067,5	5350,8	1,59	50 570	91
	Zisk/náklady na práci	0,5	1,20	-2,70	7	91
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0,9	91
Nerozdělené firmy	Náklady na práci	82,6	142,8	0,90	2 229	538
	Tržby	558,8	1721,6	0,27	29 872	538
	Zisk/náklady na práci	0,3	0,89	-2,89	7	538
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0,9	538
Celý vzorek	Náklady na práci	84,6	166,6	0,90	2 405	629
	Tržby	632,4	258,6	0,27	50 570	629
	Zisk/náklady na práci	0,3	0,95	-2,89	7	629
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0.9	629
1996						
Oddělené jednotky	Náklady na práci	112,5	318,9	4,73	2 818	86
	Tržby	1 210,9	6028,5	2,08	55 495	86
	Zisk/náklady na práci	0,4	1,01	-2,36	6	86
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0,9	86
Nerozdělené firmy	Náklady na práci	91,4	162,2	0,60	2 415	522
	Tržby	536,4	1201,9	0,16	17 423	522
	Zisk/náklady na práci	0,3	0,76	-2,38	6	522
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0,9	522
Celý vzorek	Náklady na práci	94,3	192,1	0,60	2 818	608
	Tržby	631,8	2526,7	0,16	55 495	608
	Zisk/náklady na práci	0,3	0,80	-2,38	6	608
	Zisk/vlastní kapitál	0,1	0,2	-0,3	0,9	608

Náklady na práci a tržby jsou uvedeny v milionech korun. Směnné kursy na konci let 1995 a 1996 byly $1 = 26,6 CZK, resp. $1 = 27,3 CZK.

Tabulka 7
Vlivy rozdělení a změn ve vlastnické struktuře na výkonnost

Vysvětlované veličiny	**Náklady na práci/tržby**	**Zisk/náklady na práci**	**Zisk na vl. kapitál**
Vlivy rozdělení			
S (základní efekt)	-0,009	0,991[5]	0,174[1]
	(0,028)	(0,460)	(0,066)
dL (podíl na pracovní síle)	0,018	0,153	0,073[10]
	(0,033)	(0,164)	(0,039)
dK (podíl na kapitálu)	-0,529[5]	0,026	-0,074[10]
	(0,027)	(0,247)	(0,042)
Vliv vlastnické struktury: oddělené jednotky			
Průmyslový podnik	-0,693[1]	-2,302	-0,603
	(0,264)	(2,408)	(0,442)
Finanční skupina	0,332	-8,248[5]	-1,310[5]
	(0,301)	(3,808)	(0,573)
Individuální vlastník	0,111	-18,628[5]	-1,878
	(0,669)	(9,518)	(1,471)
Stát	0,303	-8,631	-1,297
	(0,558)	(6.596)	(1,227)
Vliv vlastnické struktury: kontrolní skupina nerozdělených firem			
Průmyslový podnik	-0,45[1]	0,853	0,731[1]
	(0,109)	(0,600)	(0,235)

Finanční skupina	0,277[5]	0,096	-0,098
	(0,121)	(0,722)	(0,321)
Individuální vlastník	0,445[10]	-1,794	0,016
	(0,263)	(1,680)	(0,756)
Stát	0,233	-2,638[10]	-1,388
	(0,234)	(1,507)	(0,861)
Absolutní člen	0,241[1]	1,201[1]	0,290[5]
	(0,021)	(0,270)	(0,129)
Millsův poměr	0,033	-1,225	-0,270[5]
	(0,028)	(0,282)	(0,129)
Indikátory výkonnosti před rozdělením	*Ano*	*Ano*	*Ano*
Koeficient determinace	0,061	0,072	0,153
Korigovaný koeficient determinace	0,047	0,058	0,140
Počet pozorování	1280	1279	1234
Hausmanův test (počet stupňů volnosti)	102,3 (6)	48,9 (8)	422,9 (7)
P-hodnota	< 0,01	< 0,01	< 0,01

Odhady metodou instrumentálních proměnných (IV); směrodatné odchylky v závorce.
Poznámka: Protože při rozdělení a následné privatizaci stát pouze snižuje svůj vlastnický podíl, vztahují se koeficienty spojené se státním vlastnictvím ke snížení státního podílu.
1 = signifikantní na hladině 1 %
5 = signifikantní na hladině 5 %
10 = signifikantní na hladině 10 %

Tabulka 8
Vlivy charakteristik rozdělení na výkonnost
Odhady metodou rozdílů v rozdílech (DID) a instrumentálních proměnných (IV)

Vysvětlovaná veličina	***Logaritmus tržeb***
Vlivy rozdělení	
S (základní efekt)	18,213[10]
	(9,828)
dL (podíl na pracovní síle)	0,022
	(0,168)
dK (podíl na kapitálu)	-0.092
	(0,082)
Vliv vlastnické struktury: oddělené jednotky	
Průmyslový podnik	7,251
	(4,731)
Finanční skupina	1,313
	(5,372)
Individuální vlastník	8,741
	(11,416)
Stát	-17,099[10]
	(9,849)
Vliv vlastnické struktury: kontrolní skupina nerozdělených firem	
Průmyslový podnik	0,270
	(1,533)
Finanční skupina	-5,688[1]
	(1,454)
Individuální vlastník	-5,902[10]
	(3,507)
Stát	2,299[1]
	(0,291)
Millsův poměr	-5,211[1]
	(0,431)

Koeficient determinace	0,130
Korigovaný koeficient determinace	0,122
Počet pozorování	1347
Hausmanův test (počet stupňů volnosti)	22,238
P-hodnota	< 0,01

V závorce jsou směrodatné odchylky.
Používáme instrumentální proměnné jak pro rozdělení, tak pro vlastnictví (IV).
Poznámka: Protože definujeme všechny kategorie vlastnictví jako změny ve vlastnictví mezi roky 1995-6 a rokem 1990, vztahuje se koeficient u státního vlastnictví ke snížení, zatímco u ostatních forem vlastnictví ke zvýšení vlastnického podílu.
1 = signifikantní na hladině 1 %
5 = signifikantní na hladině 5 %
10 = signifikantní na hladině 10 %

Příloha

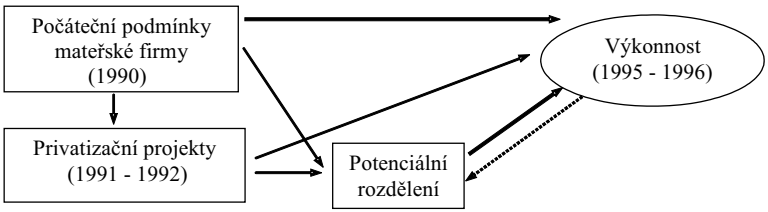
Tabulka A1
Odhady koeficientů vlivu rozdělení a změn ve vlastnické struktuře na výkonnost v závislosti na čase

Vysvětlované veličiny	**Náklady na práci/tržby**	**Zisk/náklady na práci**	**Zisk na vl. kapitál**
Vlivy rozdělení			
S (základní efekt)	-0,009	0,997[5]	0,175[1]
	(0,028)	(0,464)	(0,066)
dL (podíl na pracovní síle)			
Vliv roku 1995	0,340	-0,022	0,076
	(0,456)	(0,222)	(0,053)
Vliv roku 1996	0,001	0,338	0,067
	(0,047)	(0,231)	(0,062)
dK (podíl na kapitálu)			
Vliv roku 1995	-0,054	0,278	-0,057
	(0,038)	(0,364)	(0,055)
Vliv roku 1996	-0,050	-0,229	-0,090
	(0,040)	(0,304)	(0,057)
Vliv vlastnické struktury: oddělené jednotky			
Průmyslový podnik	-0,691[1]	-2,328	-0,606
	(0,266)	(2,423)	(0,446)
Finanční skupina	0,331	-8,265[5]	-1,315[5]
	(0,303)	(3,835)	(0,576)
Individuální vlastník	0,097	-18,658[5]	-1,904
	(0,671)	(9,551)	(1,471)
Stát	0,302	-8,647	-1,312
	(0,562)	(6,623)	(1,224)
Vliv vlastnické struktury: kontrolní skupina nerozdělených firem			
Průmyslový podnik	-0,45[1]	0,85	0,730[1]
	(0,109)	(0,601)	(0,235)
Finanční skupina	0,278[5]	0,105	-0,096
	(0,121)	(0,722)	(0,321)
Individuální vlastník	0,447	-1,780	0,018
	(0,263)	(1,681)	(0,756)

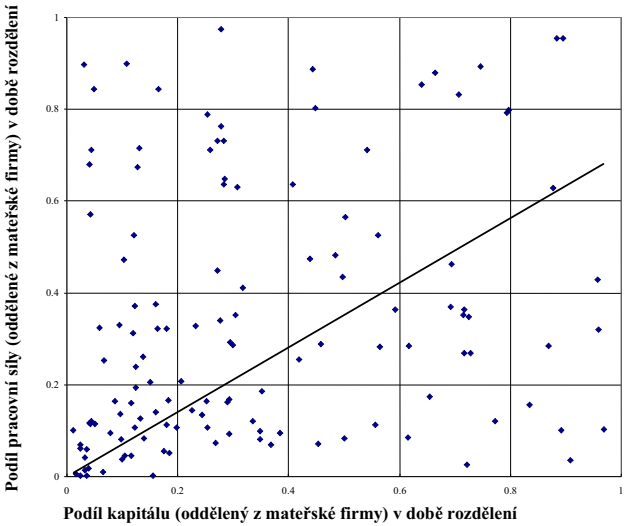
Stát	0,233	-2,657[10]	-1,388[10]
	(0,233)	(1,507)	(0,861)
Absolutní člen	0,241[1]	1,199[1]	0,289[5]
	(0,028)	(0,270)	(0,129)
Millsův poměr	0,033	-1,224[1]	-0,269[5]
	(0,029)	(0,282)	(0,129)
Indikátory výkonnosti před rozdělením	*Ano*	*Ano*	*Ano*
Koeficient determinace	0,061	0,073	0,153
Korigovaný koeficient determinace	0,045	0,058	0,138
Počet pozorování	1280	1279	1234
Hausmanův test (počet stupňů volnosti)	40,2 (6)	107,2 (7)	32,2 (7)
P-hodnota	< 0,01	< 0,01	< 0,01

Odhady metodou instrumentálních proměnných; v závorce směrodatné odchylky.
Poznámka: Protože při rozdělení a následné privatizaci stát pouze snižuje svůj vlastnický podíl, vztahují se koeficienty spojené se státním vlastnictvím ke snížení státního podílu.
1 = signifikantní na hladině 1 %
5 = signifikantní na hladině 5 %
10 = signifikantní na hladině 10 %

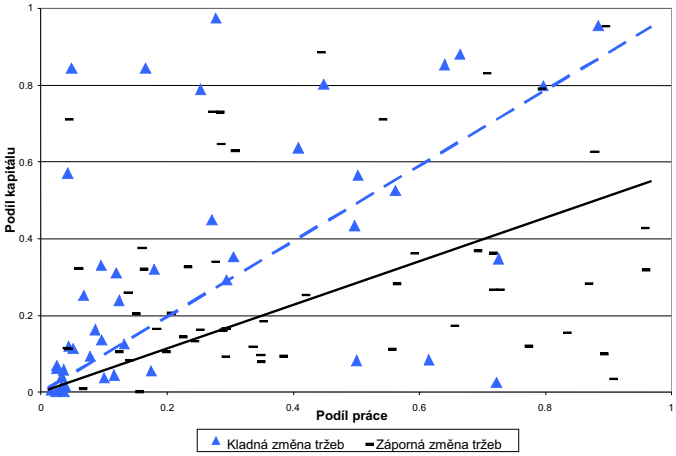
Obrázek 1
Stylizovaný model rozdělení společnosti



Obrázek 2
Podíly práce a kapitálu oddělené z mateřské firmy v době rozdělení



Obrázek 3
Změny v tržbách mezi obdobími před rozdělením a po něm



Literatura

Ahn, S., Denis, D.J.: Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 2004, roč. 71, č. 3, s. 479-516.

Coffee, J.: Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience. In: Frydman, R., Gray, C., Rapaczynski, A. (eds.): *Corporate governance in Central Europe and Russia*. Volume 1. Banks, Funds, and Foreign Investors. Budapest, CEU Press 1996, s. 111-86.

Cusatis, P.J., Miles, J.A., Woolridge, R.J.: Restructuring through Spin-offs. *Journal of Financial Economics,* 1993, roč. 33, s. 293-311.

Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R.: Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spin-offs.*Journal of Financial Economics,* 1997, roč. 45, s. 257-281.

Desai, H., Jain, P.: Firm Performance and Focus: Long-run Stock Market Performance following Spin-offs. *Journal of Financial Economics,* 1999, roč. 54, s. 75-101.

DeWenter, K.L., Malatesta, P.H.: State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 2001, roč. 91, č. 1, s. 320-34.

Dittmar, A., Shivdasani, A.: Divestitures and Divisional Investment Policies.*Journal of Finance*. 2003, roč. 58, č. 6, s. 2711-2743.

Djankov, S., Murrell, P.: Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, 2002, roč.XL, s. 739-792.

Filer, R.K., Hanousek, J.: Efficiency of Price Setting Based on a Simple Excess Demand Rule: The Natural Experiment of Czech Voucher Privatization. *European Economic Review*, 2001, roč. 45, č. 9, s.1619-1646.

Focarelli, D., Panetta, F.: Are Mergers Beneficial to Consumers? Evidence from the Market for Bank Deposits. *American Economic Review*, 2003, roč. 93, č. 4, s. 1152-1172.

Gertner, R., Powers, E., Scharfstein, D.: Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs. *Journal of Finance*, 2002, roč. 57, č. 6, s. 2479-2506.

Gupta, N., Ham, J., Švejnar, J.: Priorities and Sequencing in Privatization: Theory and Empirical Evidence. *William Davidson Institute Working Paper No. 416,* University of Michigan Business School.

Hanousek, J., Kočenda, E., Švejnar, J.: Origin and Concentration: Corporate Ownership, Control and Performance. *CERGE-EI Working Paper No. 259,* 2005.

Hausman, J.: Specification Tests in Econometrics. *Econometrica,* 1978, roč. 46, č. 6, s. 1251-1271.

Hausman, J., Tardiff, T., Belinfante, A.: The Effects of the Breakup of AT&T on Telephone Penetration in the United States. *American Economic Review*, 1993, roč. 83, č. 2, s. 178-184.

Heckman, J.: Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 1979, roč. 47, s. 153-161.

Hite, G.L., Owers, J.E.: Security Price Reactions around Corporate Spin-off Announcements. *Journal of Financial Economics,* 1983, roč. 12, s. 409-436.

Chemmanur, T.J., Yan, A.: A Theory of Corporate Spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 2004, roč. 72, č. 2, s. 259-290.

Kočenda, E.: Residual State Property in the Czech Republic. *Eastern European Economics*, 1999, roč. 37, č. 5, s. 6-35.

Kotrba, J.: Privatization Process in the Czech Republic: Players and Winners. In: Švejnar, J.: *The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe*. San Diego; London and Toronto, Harcourt Brace, Academic Press 1995, s. 159-198.

Kotrba, J., Švejnar, J.: Rapid and Multifaceted Privatization: Experience of the Czech and Slovak Republics. *Nomisma/Most* 1994, s. 147-185.

Krishnaswami, S., Subramanian, V.: Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision. *Journal of Financial Economics,* 1999, roč. 53, s. 73-112.

Kumar, K.B., Rajan, R.G., Zingales, L.: What Determines Firm Size? *NBER, Working Paper No. 7208,* 1999.

Lízal, L., Singer, M., Švejnar, J.: Enterprise Break-ups and Performance During the Transition From Plan to Market. *The Review of Economics and Statistics,* 2001, roč. 83, č. 1, s. 92-99.

Maxwell, W., Rao, R.: Do Spin-offs Expropriate Wealth from Bondholders? *Journal of Finance*, 2003, roč. 58, č. 5, s. 2087-2108.

McConnell, J.J., Ozbilgin, M., Wahal, S.: Spin-Offs, Ex Ante. *Journal of Business*, 2001, roč. 74, č. 2, s. 245-280.

Megginson, W., Netter, J.M.: From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 2001, roč. 39, č. 2, s. 321-389.
Miles, J., Rosenfeld, J.: An Empirical Analysis of the Effects of Spin-off Announcements on Shareholder Wealth. *Journal of Finance,* 1983, roč. 38, s. 1597-1606.
Prahalad, C.K., Hamel, G.: The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 1990, č. 3, s. 79-91.
Rosenfeld, J.D.: Additional Evidence on the Relation between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth. *Journal of Finance,* 1984, roč. 39, s. 1437-1448.
Schipper, K., Smith, K.: Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: The case of Voluntary Spin-offs. *Journal of Financial Economics,* 1983, roč. 12, s. 437-467.
Švejnar, J., Singer, M.: Using Vouchers to Privatize an Economy: The Czech and Slovak Case. *Economics of Transition,* 1994, roč. 2, s. 43-64.
Woo, C., Willard, G., Daellenbach, U.: Spin-off performance – A case of over stated expectations. *Strategic Management Journal,* 1992, roč. 13, s. 433-447.

BREAKUPS, PRIVATIZATION AND FIRMS‘ PERFORMANCE

Jan Hanousek, Evžen Kočenda, Economic Institute, Academy of Sciences of the Czech Republic, Politických vězňů 7, CZ – 111 21 Praha 1 (evzen.kocenda @cerge-ei.cz, jan.hanousek@cerge-ei.cz), **Jan Švejnar**, University of Michigan, Ross School of Business, 701 Tappan St., Ann Arbor, MI 48109-1234 (svejnar@umich.edu)

Abstract
This paper uses new firm-level data to examine the effects of breakups of the Czech firms and their subsequent privatization on corporate performance. Unlike the existing literature, which analyzes breakups almost exclusively in advanced economies, we control for accompanying ownership changes and the fact that spinoffs and ownership are endogenous variables. We find that breakups increase the firm’s profitability but do not alter its scale of operations, while the effect of privatization depends on the resulting ownership structure – sometime improving performance and sometime bringing about decline. The effects of privatization are hence less clear-cut than suggested in earlier studies. Methodologically, our study provides evidence that it is important to control for changes in ownership when analyzing divestitures and control for endogeneity, selection and data attrition when analyzing the effects of breakups and privatization.

Keywords
firms‘ division, breakups, privatization, corporate performance, endogeneity

JEL Classification
D23, G32, G34, L20, M21, P47