

The Governance of Privatization Funds Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia

Szerkesztette: Marko Simonetti, Saul Estrin, Andreja Böhm
Edward Elgar, Cheltenham, Egyesült Királyság–Northampton MA., Egyesült
Államok, 1999, 194 oldal

A szovjet rendszer összeomlása után meghatározó szerepet játszó új politikai erők programjaikban rendre megígérték, hogy vissza- vagy átvezetik országukat a magángazdaság túlsúlyával jellemezhető piacgazdaság és a többpárti demokrácia rendszerébe. A tervezők (politikuskok, külföldi tanácsadók) egyetértettek abban, hogy az átmenet fő módszere a *másolás*, ám lesznek kivételek. A fejlett piacgazdaságokban, Latin-Amerikában vagy a fejlődő világ más övezeteiben alkalmazott magánosítási módszerek mechanikus átvétele például aligha elegendő a tulajdonviszonyok gyökeres és gyors átalakításához. Jelentős kockázatokat jeleztek ugyanis a privatizáció várhatóan hatalmas méretei és tervezett sebessége, valamint az, hogy a piacgazdaság alapvető intézményei nem működtek a volt szocialista országokban.

Különösen nagy érdeklődés és várakozás kísérte ezért a privatizációval kapcsolatos *intézményi innovációkat*. Ezek között, *mai tudásunk szerint*, kiemelt jelentőségük van az átalakuló országok nagy részében végrehajtott *tömeges privatizációnak*, valamint e vadonatúj módszer alkalmazása fontos melléktermékeinek: a befektetési jegyeket, igazolóskat, ígérvényeket összegyűjtő, befektető *privatizációs alapoknak*.

A kelet-európai privatizációt immár egy évtizede kutató-elemző *Saul Estrin*, a London School of Economics professzora és szlovén kollegái, *Marko Simonetti* és *Andreja Böhm* szerkesztésében, az Edward Elgar által 1999-ben kiadott tanulmánykötet tárgyai éppen ezek az intézményi innovációk. A könyv nem csupán a Csehországban, Lengyelországban és Szlovéniában lezajlott (zajló) tömeges privatizációk együttes elemzésére vállalkozik. Ugyanitt olvashatjuk az érdeklődő közönség számára eddig jórészt fekete doboznak számító *privatizációs alapok* intézményi-jogi környezetét, belső érdekeltiségi és irányítási rendszerét, teljesítményét és rendszerbe illeszkedését *összehasonlító kutatások* fontosabb eredményeit.

A könyv szerkezete követi a kutatás menetét: előbb az országtanulmányokat olvashatjuk. (A szerkesztők között „túlsúlyos” Szlovénia három, a másik két ország egy-egy tanulmánnyal szerepel.) Ezt követi az összehasonlítás. Ezután a tudós szerkesztők és szerzők tanácsadóvá válnak: a könyvet az alapok hatékonyságát javító (politikai) ajánlásokat tartalmazó tanulmánnyal zárják.

A szerzők a kutatást és a tanácsadást azzal indokolják, hogy *a privatizációs alapok korántsem a tervezők derülátó elképzelései szerint működnek*: „Azért jöttek létre, hogy mint az újonnan magánosított vállalatok fő külső intézményi részvényesei, »igazi« tulajdonos módjára aktív szerepet töltsenek be a vállalatok irányításában. Ám a privatizációs alapoknak az irányítása a köztulajdonú vállalatok irányításának (*corporate governance*) jellemző gondjait szemlélteti. Irányításuk alapvető kérdése ezért így szól: ki felügyeli a felügyelőket.” (1. o.) A szerzők ezt a korántsem szívderítő tanulságot mindhárom országra érvényesnek tekintik. Ez azért is elgondolkodtató, mert: „A tömeges privatizáció egyazon alapvető elven alapult – az állami tulajdon alacsony nominális díjért kerüljön a lakosság tulajdonába –, de ennek az addig ismeretlen privatizációs módszernek a bevezetési módja a vizsgált három országban *erősen különbözött*. Más volt az általános megkö-

zelítés és az eljárás mód; önkéntes, illetve kényszerű volt a vállalati részvétel; másként nevesítették, osztották el, váltották át és forgalmazták a vócsereket.” (143. o.)

Magyarországon (itt nem részletezendő okokból) nem került sor tömeges privatizációra, privatizációs alapok sincsenek. Külső (mondhatni semleges) szemlélőként és olvasóként ezért ismertetésünkben nem a jobbítás útjaira, hanem hajlamainkat követve, elsősorban a *magánosítás szociológiájára* figyelünk. Ezen belül a három országban közös mozzanatokra és folyamatokra összpontosítunk.

A nemzetközi szakirodalomban a legnagyobb publicitást az időben első, a követő országok számára mintának, de legalábbis vonatkoztatási rendszernek számító cseh szlovákok (a két ország szétválása után) cseh tömeges privatizáció kapta. Az itt közreadott tanulmány (szerzői: *Jozef Kotrba, Evzen Kocenda és Jan Hanousek*) izgalmas eseménytörténet, amely a szakmai és a szélesebb közvélemény által kevésbé ismert fontos mozzanatokra is felhívja a figyelmet.

Az érdeklődő olvasónak szerte a világon a cseh privatizációról a kuponok, vócserek és a tömeges privatizáció más kellékei és mozzanatai jutnak az eszébe, ám az általuk közölt adatok jól mutatják például, hogy Csehországban az állami tulajdonnak alig több mint a fele került ezen az úton magánkézbe. A két másik vizsgált országban, Szlovéniában (30 százalék) és különösen Lengyelországban (10 százalék) az arány még kisebb. (146. o.) Az átmenet kormányai láthatóan a *privatizációs módszerek változatos és folyton módosuló kombinációit* alkalmazzák. A tömeges privatizáció sehol sem kizárólagos, inkább kiegészítő, mint meghatározó eleme a csomagnak (*Uvalic–Vaughan–Whitehead* [1997]).

A közelmúltban Romániában és Bulgáriában lezajlott tömeges privatizációkról szóló beszámolók (*Earle–Telegdy* [1998], *Hunya* [2000], *Miller–Petranov* [2000]) is hasonló arányokat jeleznek. Ezekből a cikkekből megtudjuk azt is, hogy a román és a bolgár tervezők és politikusok a tömeges privatizációtól a magánosítás *gyorsulását, a magán-szektor terjedelmének gyors bővülését* remélték. Ám a privatizációs teljesítmény a vártnál jóval szerényebben javult, különösen Romániában. A könyvben szereplő cseh esettanulmány, de még inkább *Janusz Lewandowski és Roman Szyszko* tanulmánya a lengyel, és *Marko Rems* igen alapos leírása a szlovén tömeges privatizációról is hasonló reményekről, majd csalódásokról tudósít.

A csalódások egyik forrása mindhárom országban, hogy a tömeges privatizáció korántsem módosította olyan gyorsan és radikálisan a tulajdonviszonyokat, mint propagandistái hirdették. Az elhúzóadás egyik oka az volt, hogy a bevezetést megelőző politikai viták meglepően sokáig tartottak. Lengyelországban a Szolidaritás a munkás-önigazgatási jogosítványok védelmében újabb és újabb módosításokkal és kikötésekkel lassította a szemben a tömeges privatizációt, ezért a törvény megalkotására 1995 végéig kellett várni. Szlovéniában a jugoszláv öngazgatás hagyományait képviselők tettek lassító hatású indítványokat. Csehszlovákiában a politikai erők viszonylag hamar egyetértettek az alapelvekben, a hatások mérlegelése és a részletes szabályozás kidolgozása azonban itt is viszonylag sok időt vett igénybe.

Az elhúzóadás másik fontos oka a *privatizációs rés (privatization gap)*. A szlovén szerzők által gyakran használt fogalom azt a helyzetet jelöli, amikor az állam, az általa kibocsátott ígérvények, vócserek vagy részvények teremtette kereslettel szemben nem állít kellő mennyiségű, elegendő jövedelmet ígérő, megvásárolható, magánosításra szánt jószágot. Ilyenkor a vócserekért cserélt, illetve kiosztott részvények piaci ára gyorsan csökken, vagy a tulajdonosok kivárnak, és nem lépnek az államosításra szánt javak piacára.

Az országtanulmányok és az előbb idézett cikkek egybehangzó megállapítása, hogy az elhúzó viták ellenére a tömeges privatizációt sehol sem készítették megfelelően elő. A magánosításra szánt vállalatok teljesítményének (és ezzel a részvényeik tényleges és várható piaci értékének) méréséhez szükséges létfontosságú intézmények (tőzsde, auditáló

cégek hálózata) hiányoztak, vagy csak embrionális állapotban álltak a piaci szereplők rendelkezésére. A részvények, vócserek kereskedelmének szabályozása is gyakran hiányos, ellentmondásos volt.

Feltalálói és kritikusai egyaránt számoltak azzal, hogy a tömeges privatizáció az újonnan privatizált vállalatokat a néhány részvénnyel rendelkező kisztrésztulajdonosok szervezetlen halmazának tulajdonába juttatja. A fejlett ipari országok vállalatkutatójaiból és a *corporate governance* hatalmas irodalmából is tudjuk, hogy a szétszórt (*dispersed*) tulajdoni szerkezetben a kisztrésztulajdonosok nem, vagy alig képesek a vállalatvezetés ellenőrzésére, még kevésbé hajlandók a vállalati stratégia kialakítására vagy módosítására. Az átmenet országában létrejött intézményi-szabályozási vákuum pedig tovább növeli az új kistulajdonosok passzivitását, és ezzel az igazgatók – számos hátrányos hatással járó – túlhatalmát. A tervezők az alaptól e hatalom korlátozását remélték. „A privatizációs alapokat, a tömeges privatizációs programok *sui generis* intézményeit vállalatirányítási megoldásnak szánták a túlzottan szétszórt tulajdon problémájára a Közép- és Kelet Európa átmeneti gazdaságaiban újonnan magánosított vállalatokban.” (1. o.)

Csehszlovákiában néhány hónap alatt, az úgynevezett nulladik forduló kezdetére 434 különböző méretű privatizációs alapot hoztak létre. Az írott és elektronikus sajtóban ugyan a magánszemélyek által létrehozott alapok kaptak nagy publicitást, ám *Kotrba és szerzőtársai* kimutatják, hogy az első fordulóban a vócserek 27 százalékát összegyűjtő két legnagyobb alapot *állami tulajdonban levő bankok* alapították. Az állami bankok és biztosítók jelentős tulajdonrészt szereztek a kisebb alapokban is. Az alapításban az *állami tulajdonú feldolgozó-ipari üzemek (manufacturing works)* is jelentős szerepet játszottak. (23. o.)

A csehszlovák állam a kínálati oldalon is erősen befolyásolta a fejleményeket. A jelentős részben a (még) állami vállalatok igazgatói által benyújtott magánosítási terveket a privatizációs minisztériumban értékelték, és hagyták jóvá. A minisztérium ezzel meghatározta a magánkézbe juttatható vállalatok, vállalatrészek körét. Ráadásul: „Néhány fontos ágazatban, hogy megőrizze a hazai többséget és befolyást, a tulajdon egy része a Nemzeti Tulajdonalpnál maradt.” (21. o.) Az állam a portfólió összetételét is befolyásolta, hiszen „egy alap nem fektethetett vagyona 10 százalékánál többet egy vállalatba, és egy vállalat részvényeinek 20 százalékánál többet nem tarthatott birtokában”. (148. o.)

Lengyelországban magánszemélyek vagy magántársaságok *nem hozhattak létre* beruházási alapokat A kormány részvénytársasági formában alapított 15 privatizációs alapot 1994-ben. Az általuk összegyűjtött igazolások (*certificate*) teremtette kereslettel szemben 512 önként jelentkező nagy és közepes méretű állami vállalat vagyona vagy annak egy része jelentette a kínálatot. Ez a vagyon először a Nemzeti Befektetési Alap Programhoz került. Ez a kormány alá rendelt intézmény is jelentősen befolyásolta az alapok értékpapír-állományát annak érdekében, hogy az indulásnál ne alakuljon ki igazságtalan előny vagy hátrány. Úgy osztotta szét véletlenszerű módon az egyes vállalatok vagyonát az alapok között, hogy „annak 33 százaléka egy úgynevezett vezető alaphoz, további 27 százaléka a többi 14 alaphoz került, 15 százalékot kaptak a vállalat dolgozói (esetenként további 15 százalékot a vállalattal szerződésben álló, erre jogosult magánszemélyeknek – például halászoknak, parasztoknak – adtak oda), a maradék 25 százalék pedig az államkincstárhoz került.” (144. o.)

Szlovéniában az állam előbb kijelölte a tulajdonában maradó ágazatokat, a többi vállalat válogatás nélkül az általános privatizációs programba került. Ezek a vállalatok kötelesek voltak tőkájük 20 százalékát átadni a kormány alá rendelt Fejlesztési Alapnak, amely ezeket az összegyűjtött igazolásokért cserébe eladta a befektetési alapoknak. További 20 százalék került a nyugdíjalapokhoz, illetve a Kárpótlási Alaphoz, a maradékot többnyire dolgozói kivásárlások keretében vették meg a dolgozók. Befektetési alapokat

csak az erre felhatalmazott menedzselő vállalatok hozhattak létre. A menedzselő vállalatok teljesen vagy részben állami bankok tulajdonában voltak, de jelentős tulajdonhányadot szereztek bennük a részben még állami tulajdonban levő biztosítótársaságok, és nem pénzügyi részvénytársaságok is.

Mindhárom történet az állam (a kormány és a parlament), valamint az állami tulajdonban lévő bankok, vállalatok kitüntetett szerepét jelzi a tömeges privatizációban. A befektetési alapok jelentős részét állami intézmények, állami bankok, vállalatok alapították. Az esetek többségében állami hivatalok vagy a többségi állami tulajdonban lévő vállalatok, bankok nevezték ki az alapok igazgatóit, vagy választottak az alapok menedzselésére jelentkező (többnyire jelentős állami tulajdonhányadú) cégek között. Az állam jelölte ki vagy hagyta jóvá a magánkézbe kerülő vállalatok körét (a kínálatot), és jelentősen befolyásolta az alapok portfóliójának összetételét is.

Ilyen körülmények között nem meglepő, hogy egyik országban sem tudják megbízhatóan mérni az alapkezelők teljesítményét. Az országtanulmányokból kiderül, hogy számos esetben (gondosan fogalmazott kezelési szerződések alapján) a forgalomhoz, a szerény nyereséghez vagy éppen veszteséghez képest magas menedzseri jövedelmeket fizettek ki. A szerény eredmények viszont nemritkán visszavezethetők arra, hogy az alapokat irányítók döntési szabadságát az állam erősen korlátozta, az alapok csak a törvények által kijelölt kényszerpályákon mozoghattak. (Gondoljunk itt a portfólióképzés említett szabályaira vagy a vásárolható állami vagyon összetételére vonatkozó előírásokra!)

A teljesítmény mérését az is nehezíti, hogy a tömeges privatizációk tervezői láthatóan nem gondolták végig, hogy az egyszeri feladat, a szétszórt tulajdon sikeres koncentrálása után a nem szerves fejlődés teremtette befektetési alapok hogyan fognak beilleszkedni a piacgazdaság rendszerébe. Az alapok alig néhány éve működnek – a lengyel történet a könyv írásának befejezésekor egy éve tartott –, a szerzők ezért csak bizonytalan állításokat fogalmazhattak meg *privatizálás utáni* működésükről.

Néhány tendencia azért kirajzolódni látszik. A portfólió mesterséges szétterítése – sok vállalatban kis részesedés – miatt a kisebb alapok nem képesek a tulajdonukban lévő vállalatok vezetésének ellenőrzésére. A nagyobbak, ahol több szakértő dolgozik, inkább figyelik a tulajdonukban (is) levő vállalatok teljesítményét, de ezek is elsősorban részvénykereskedéssel foglalkoznak. A könyv lelkiismeretes szerzői beismerik, hogy a másodlagos piacokon zajló adásvétel irányáról, a tranzakciók természetéről nem rendelkeznek kellő tudással. Mint ahogy arról sem, hogy az alapok a jövőben nyílt vagy zárt végű befektetési alapokká, esetleg pénzügyi holdingokká alakulnak. Az összefoglaló tanulmány szerzői *Saul Estrin, Domenico Nuti és Milica Uvalic* hajlanak arra, hogy az alapokat az átalakuló gazdaságok *ideiglenes intézményeinek* tekintsék: „A befektetési alapoknak a tömeges privatizáció során teremtett nagymértékű tulajdona aligha ideális megoldás. A nagy, tagolt, likvid és hatékony pénzügyi intézményesülés után részvételük a vállalatok irányításában nem kívánatos és nem is szükségszerű. ... Addig sem várható, hogy a befektetési alapok meghatározó szerepet játszanának azoknak a vállalatoknak az irányításában, amelyekbe befektettek...” (159. o.)

A tömeges privatizációk lezajlottak, a befektetési alapok története még javában tart (és nemcsak a vizsgált három országban). Az eddigi fejlemények is jelzik, hogy a szocializmus után a központi hatalom által bevezetett újfajta intézmények korántsem biztos, hogy az átmenet konstruktőrei által elképzelt módon működnek. Az ilyen tévedések elmaradhatatlan kísérői a felülről vezényelt nagy társadalmi változásoknak, ám megjósolhatjuk, hogy a történet tanulságai (az előrelátás nem lebecsülhető korlátai és a múlt tapasztalatai) nem gátolják a jövő forradalmárait és reformereit, hogy – természetesen a közjó érdekében – újra szabadjára engedjék képzelőerejüket.

Hivatkozások

- EARLE, JOHN S.–TELEGDY ÁLMOS [1998]: The results of mass privatization in Romania. A first Empirical study. *Economics of Transformation*, Vol. 6. No 2., november, 313–333. o.
- HUNYA GÁBOR [1998]: Romania 1990-2002: Stop-go Transformation Communist Economics and Economic Transformation, Vol. 10. No 2., 241–258. o.
- MILLER, J.–PETRANOV, S. [2000]: The first wave of mass privatization in Bulgaria and its intermediate aftermath. *Economics of Transition*, Vol. 8 (1) 225–250. o.
- UVALIC, M.–VAUGHAN-WHITEHAD, D. [1997]: Creating Employee Capitalism in Central and Eastern Europe. Megjelent: *Privatization Surprises in Transition Economies. Employee Ownership in Central and Eastern Europe*. Edward Elgar–ILO, Cheltenham, 1–49. o.

Laki Mihály

Laki Mihály az MTA Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, a Közép-európai Egyetem tanára.



*A lap minden kedves Olvasójának
és Szerzőjének
eredményekben gazdag,
békés, boldog új évet kíván*

a Szerkesztőség