

JOHN S. EARLE–TELEGDY ÁLMOS

## A romániai tömeges privatizációs program eredményei

### Első kísérleti elemzés

---

A cikk a romániai úgynevezett tömeges privatizációs program (tpp) helyét elemzi a román privatizáció folyamatában és hatását a romániai vállalatokra. Csak kevés információt tettek nyilvánossá a program eredményeiről. Becslések szerint a tömeges privatizáció keretében az állami tulajdonnak csak 5,5 százaléka került magánkézbe, s erősen szétszórt tulajdonszerkezet alakult ki. A szerzők bemutatják a román privatizáció történetét 1990 óta, összehasonlítják a tpp-t más tömeges privatizációs programokkal, és elemzik a tpp hatását a vállalatvezetés struktúrájára és átszervezésére.

---

1995–1996-ban – az akkori román kormány hatalmának utolsó másfél évében – hajtották végre a romániai *tömeges privatizációs programot* (tpp), amelynek egyik legfurcsább jellemvonása az információ teljes hiánya volt: mekkora részét privatizálták a programban részt vevő vállalatoknak, mennyit tartott meg az állam, és mennyit kezel jelenleg az öt – sem nem privát, sem nem állami – úgynevezett privát vagyonalap. Mivel a program különlegesen bonyolult (az egyik legátláthatatlanabb a kelet-európai privatizációs programokból), lehetséges, hogy az információ szinte teljes hiányának ez a magyarázata. A program már az eredeti elképzelések szerint sem garantálta a részt vevő vállalatok privatizálását. A kialakuló tulajdonstruktúra és a magánkézbe került részvények mennyisége egy sajátos allokációs mechanizmustól függött, valamint a román állampolgárok koordinálatlan, információs vákuumban hozott döntéseitől, amelyek – eltérően a kelet-európai országokétól – nélkülözték a befektetőtársaságok és más privatizációs közvetítők segítségét.

Mind politikai, mind gazdasági okokból szükség van a tömeges privatizációs program eredményeinek nyilvánossá tételére. Egyrészt egy demokratikus állam polgárainak alapvető joguk, hogy megismerhessék a nagy gazdasági programok eredményeit. Másrészt mind a külföldi, mind a hazai befektetők ezen információk alapján hozzák meg döntéseiket. A befektetők támogatása nélkül a program egyik célja – a pénzügyi piacok kialakulásának ösztönzése – nem valósítható meg.

### A romániai privatizáció rövid története

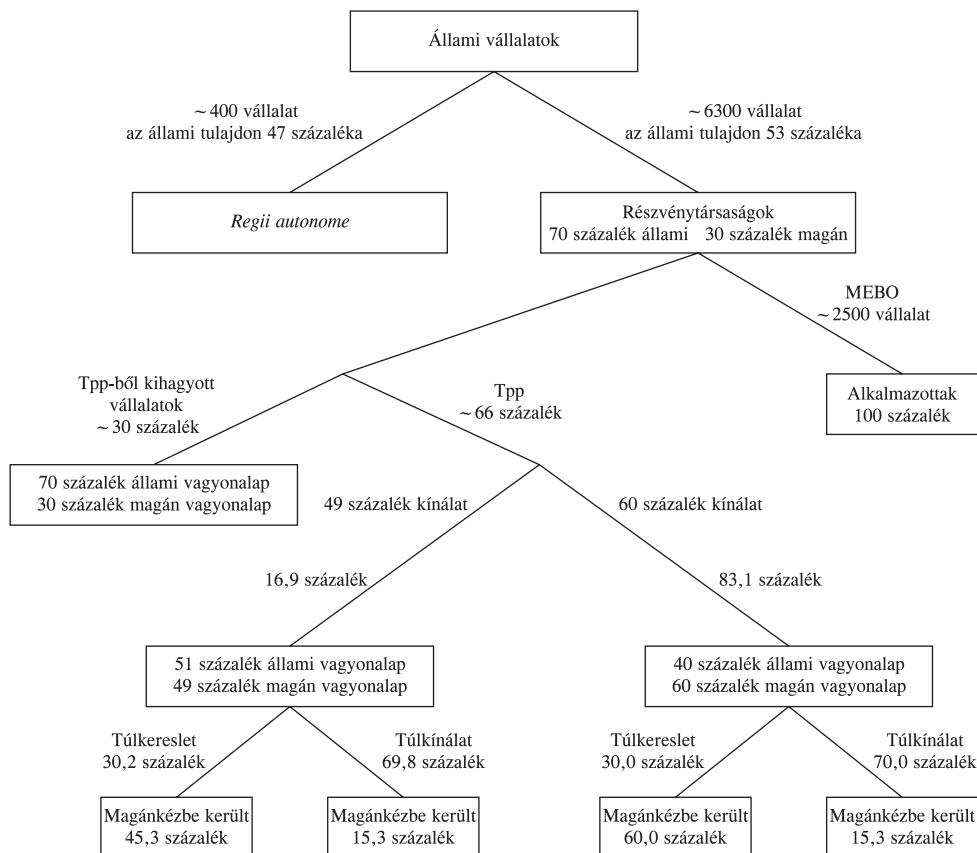
Először felvázoljuk a tömeges romániai privatizációs programot megelőző privatizációs politikát.<sup>1</sup> Az *1. ábra* összegzi a privatizáció útjait, amelyet a különböző vállalatcsoportok követtek 1990 és 1997 között.

Az első esemény a romániai privatizáció történetében a vállalatreorganizációs törvény

---

<sup>1</sup> Earle–Sapatoru [1993], [1994] tárgyalja a romániai privatizáció fejleményeit 1990 és 1993 között.

1. ábra  
A romániai privatizációs folyamat újjai



*Megjegyzés:* Az ábrán csak az 1996-ig alkalmazott fő privatizációs módszereket mutatjuk be. A kis privatizáció (üzletek eladása) és néhány nagyobb vállalaté nincs feltüntetve.

Az ábrán levő százalékok a különböző privatizációs utakat követő vállalatok arányát jelzik, ha másképp nincs feltüntetve.

becikkelyezése volt 1990-ben. A törvény az állami tulajdonú vállalatokat két csoportba osztotta (1. ábra), és megváltoztatta ezek jogállását. Az első csoportot azok a vállalatok alkották, amelyeket hosszú távon állami tulajdonban kívántak tartani. Ezeket állami monopóliumnak, *regii autonome*-nak nevezték el. A *regii autonome*-ok a törvénynek megfelelően részint a gazdaság stratégiai ágazataihoz tartozó vállalatok, részint más, „a kormány által meghatározott tevékenységi körhöz tartozók” (2. paragrafus). Habár nincsenek sokan, a *regii autonome*-ok általában nagyvállalatok. Együttesen a romániai gazdaság óriási részét teszik ki, egy hivatalos felmérés szerint az állami tulajdonban levő vállalatok portfóliójának 47 százalékát (Román Fejlesztési Alap [1997]). A többi állami tulajdonban levő vállalat *részvénytársasággá* alakult át. Ezek a kezdetben 100 százalékban állami tulajdonú társaságok jogosultak privatizációra.

Az 1991-ben meghozott privatizációs törvény megváltoztatta az privatizációra jogosult

vállalatok tulajdonszerkezetét. A törvény elsősorban nem a privatizáció módjáról, inkább tulajdonosi intézmények megalakításáról rendelkezett. Ezek a szervezetek az *Állami Vagyonalap* és az öt úgynevezett *privát vagyonalap*. Minden egyes vállalat részvényeit 70:30 arányban felosztották a Állami Vagyonalap, illetve valamelyik *privát vagyonalap* között (1. ábra). A törvény szerint a *privát vagyonalapok* „piaci törvények szerint kellett hogy működjenek”, tulajdonosuk a 18 millió felnőtt román állampolgár, akik ingyenes *tulajdonjegyeket* kaptak. Ezek a *tulajdonjegyek* valamelyik *privát vagyonalap* részvényeiként szerepeltek.

Ha elfogadjuk a kormány retorikáját, amely a *privát vagyonalapok* nevének megválasztásában is jelen van, akkor ezek a szervezetek magántulajdonban voltak megalakításuk pillanatától. A privatizációs törvény beiktatásával automatikusan mindegyik vállalat 30 százaléka magánkézbe került. Az állam azonban (az *Állami Vagyonalapon* keresztül) a részvények többségét birtokolta minden vállalatban, így tehát a *privát vagyonalapok* nagyon kis befolyása volt a vállalatvezetésre. Sőt, mivel a *privát vagyonalapok* vezetőségét politikai úton választották meg, és mivel a részvényesek gyakorlatilag képtelenek voltak a *privát vagyonalapok* működését befolyásolni, e vállalatok *privát jellege* kétséges volt.<sup>2</sup>

A privatizációs törvény nemcsak az új intézményeket hozta létre, hanem a további privatizációs menetrendet is meghatározta: az *Állami Vagyonalapot* „kötelezte” arra, hogy évente 10 százalékot privatizáljon kezdeti portfóliójából. Így az elképzelések szerint a vállalatok privatizációja hét év alatt befejeződik. A törvény több privatizációs módszert is megengedett – nyilvános ajánlattételt (*public offering*), aukciót, közvetlen tárgyalást (*direct negotiation*) és ezek bármilyen kombinációját –, de konkrét utasítást a véghezvitel módjára nem adott. Az öt *privát vagyonalap*nak egyszerre kellett segítenie a *Állami Vagyonalapot* portfóliójának privatizálásában és „maximalizálnia a *tulajdonjegyek értékét*” tulajdonosai javára.<sup>3</sup>

Látható – legalábbis utólag –, hogy ez a privatizációs terv bukásra volt ítélve. Habár a tulajdonjogok átruházása az *Állami Vagyonalapra* jó kezdeti lépés lehetett volna – ezáltal ugyanis elkerülhető lett volna, hogy a tulajdonjogok elvesszenek a minisztériumokban –, az új intézményeknek sem lehetőségük, sem késztetésük nem volt arra, hogy nagyszámú vállalatot privatizáljanak a programban előírt módon. Az *Állami Vagyonalap* éves beszámolója szerint az első magánosítás 1992 végén történt, 16 hónappal a privatizációs törvény érvénybe lépése után (*Állami Vagyonalap* [1996] 1. melléklet).<sup>4</sup>

Ebben a periódusban a vezetői és alkalmazotti kivásárlások (*Management Employee Buyout* – MEBO) volt az egyetlen privatizációs megoldás, amely valamelyest sikeres eredményeket mutathat föl.<sup>5</sup> A MEBO a *Állami Vagyonalap* és a vállalat alkalmazottainak közvetlen alkuján alapult. Egy úgynevezett *kísérleti privatizációs program* keretén belül – amelynek célja a különböző privatizációs eljárások működésének ellenőrzése lett volna –

<sup>2</sup> Azt a lehetőséget, hogy a *privát vagyonalap* pozitív szerepe lehetett volna a román vállalatok átszervezésében, nem lehet elvetni. Véleményünk szerint azonban ennek szükséges feltétele a részvények többségének privatizálása lett volna. Azáltal, hogy az *Állami Vagyonalap* évekig alig privatizált valamit, a *privát vagyonalapot* a „kispadra küldte”.

<sup>3</sup> Ez a rendelkezés tovább bonyolította a *privát vagyonalapok* státusát. *Earle-Sapatoru* [1994] részletesen tárgyalja a *privát vagyonalapok* egymásnak ellentmondó feladatait, valamint e szervezetek tisztázatlan jogi és tulajdonosi státusát.

<sup>4</sup> *Earle-Munteanu-Sapatoru* [1993] szerint a privatizáció hiánya elsősorban nem szervezeti inkompetenciának köszönhető, hanem elsősorban annak, hogy az *Állami Vagyonalap* elé állított feladatokat lehetetlenség volt teljesíteni.

<sup>5</sup> Mivel dolgozatunk fő témája a tömeges privatizációs program, csak megemlítjük a közvetlen eladásokat és a belső (vezetői és alkalmazotti) kivásárlásokat (*Management Employee Buyout* – MEBO). A MEBO-t részletesen egy másik tanulmányban tárgyaljuk (CEU Labor Project kiadvány, megjelenés előtt).

elég nagy számú vállalatból (a privatizációs törvény szerint: 350) végül csak 22-t sikerült privatizálni, ebből 15-öt teljes egészében, négyet pedig részlegesen – vezetői és alkalmazotti kivásárlás révén. 1994-től a MEBO széles körben elterjedt, előnyös kölcsönökkel és a teljes visszafizetési időre szóló adócsökkentéssel bátorítván ennek alkalmazását.

Az nem kérdéses, hogy a MEBO előrelépést jelentett az ezt megelőző helyzethez képest (amikor az állam a részvények 70 százalékát közvetlenül ellenőrizte, a privát vagyonalapok pedig még akkor sem voltak képesek befolyásolni a vállalatok működését, ha akarták volna). A MEBO általában a részvények többségének privatizációjához vezetett (általában 100 százalékban privatizálták a MEBO-vállalatokat, lásd: *Earle, J.S.–Gehlbach, S.–Sakova, Z.–Večerník, J.* [1997]), és a kialakult struktúra megengedte a tulajdonszerkezet további fejlődését és a vállalatok depolitizálását. E módszer néhány jellemzője azonban csökkentette, esetenként megszüntette a privatizáció összes lehetséges előnyét. Először is, a dolgozó-tulajdonosok általában nem érdekeltek a szükséges drasztikus *strukturális változtatásokban*, főleg olyan intézkedések maghozatalában nem, amely saját érdekeiket sértené. Másodsorban, a vezetői és dolgozói kivásárlások nehezen működő *vállalatvezetési szerkezettel járnak*, amelyben nagy szerepet játszik az alkalmazottak társulása (PAS). Végül, az adásvételi szerződések *korlátozzák a létszámváltoztatásokat, és megkövetéket tesznek a vállalati főprofil*, valamint – eladásuk esetén – *a részvények árát* illetően. Ezek a megszorítások, amelyek általában hosszabb időszakra vonatkoznak, sok esetben lehetetlenné tették a szerkezeti változtatásokat.<sup>6</sup>

## A tömeges privatizációs program leírása

### *A program politikai mozgatórugói*

A tömeges privatizációs program elfogadásának politikai körülményei nagyon összetettek: a kormány nyomásnak volt kitéve mind az ellenzék, mind a nemzetközi szervezetek részéről (Nemzetközi Valutaalap és Világbank), hogy tegyen valamit az állami vagyon magánkézbe adását illetően. Az ellenzék 1994 februárjában nyilvánosságra hozott egy saját tömeges privatizációs programtervezetet, a nemzetközi szervezetek pedig nemcsak sürgették a privatizáció felgyorsítását, hanem segítették is azt: az Európai Unió képviselte mind anyagilag, mind politikailag nyíltan támogatta a kormány programtervezetét, azzal érvelve, hogy „bármilyen program jobb, mint a semmi”. A programot a nemzetközi pénzügyi szervezetek is támogatták azért, hogy megteremtették a kölcsönfelvételekhez szükséges kereteket.

Habár a tömeges privatizáció sok szempontból bizonytalan volt, egy dolgot garantált: mindenki kap az általa választott vállalat egy vagy több részvényéből; bizonyos értelemben senki sem csalódik. (A választások előtt a kormány azt remélte, hogy az állami tulajdon szétoztása jelentős számú szavazatot hoz számára.<sup>7</sup>) A tömeges privatizációs program konstrukciója a vagyon szétaprózódásához (*asset diversions*) és járadékvadász magatartáshoz járult hozzá. Az erősen fragmentált tulajdonosi szerkezet nem tette hatékonyabbá a menedzserek ellenőrzését. Másodsorban a program lehetővé tette nagy részvénycsomagok „eladását” bármilyen kis összegért, ködös eladási mechanizmusokon keresztül.

<sup>6</sup> Lásd *Earle–Estrin* [1996] vagy a CEU-Labor Project (megjelenés előtt) cikkét, amely a MEBO útján privatizált vállalatok empirikus elemzését tartalmazza.

<sup>7</sup> Václav Klaus sikeresen alkalmazta ezt a stratégiát Csehországban. *Earle–Gehlbach–Saková–Večerník* [1997] empirikus eredményei bizonyítják Klaus – a privatizációs program megszerkesztésére és időzítésére alapuló – választási stratégiájának sikerét.

### Hogyan működött a program?

Gyakorlatilag ugyanazokkal a szavakkal, mint az 1991-es privatizációs törvény, a privatizációs folyamat gyorsításáról szóló 1995-ös törvény megfogalmazta a tömeges privatizációs program célját: a vállalatok 30 százalékának ingyenes kiosztását a román állampolgárok számára. Ez az „újraprivatizálás” ellentmondásos: ha elfogadnánk a kormány álláspontját – amit nem teszünk –, amely szerint a privát vagyonalapok magántulajdonban vannak, akkor a tpp nem privatizált semmit, hanem egyszerűen a már privatizált állami vagyon 30 százalékának megfelelő értéket az öt privát vagyonalaptól magánszemélyek tulajdonába utalta. Ebből a szempontból a tpp nem tekinthető privatizációs programnak! Csak abban az esetben privatizálhatott a tpp bármit is, ha a privát vagyonalapok valójában állami tulajdonokként működtek.<sup>8</sup>

Függetlenül attól, hogy a privát vagyonalapok magán- vagy állami intézmények voltak, meg fogjuk mutatni, hogy a 30 százalék a magánosítás mértékének felső küszöbe volt, és a program konstrukciója nem biztosította azt, hogy ezt a küszöböt el is fogja érni a privatizált vagyon mértéke. A tpp nem rögzítette előre a magánkezekbe adott vagyon mértékét.

**A kínálat.** Hozzávetőlegesen 4000<sup>9</sup> vállalat részvényeinek egy részét ajánlották fel privatizálásra a tpp-ben. Ezek körülbelül kétharmadát tették ki az állami tulajdonban levő cégeknek, amelyek száma mintegy 6300 volt 1995-ben. Nem tisztázott, miért hagytak ki a privatizációs programból ilyen nagy számú vállalatot, de valószínűleg azokat a vállalatokat nem vették be, amelyeket a szocialista uralom kezdetén államosítottak, valamint azokat, amelyek esetén a föld- és az ingatlanulajdon kérdése nem volt tisztázott. A programból kihagyott vállalatok részvényei változatlanul 70:30 százalékos arányban a Állami Vagyonalap, illetve a privát vagyonalap kezelésében maradtak, amint azt az *1. ábra* mutatja.<sup>10</sup>

Mint láttuk, a tpp-ből jó néhány vállalatot kihagytak, azonban nagyszámú mezőgazdasági, ipari, kereskedelmi és szolgáltatásokat nyújtó kisvállalatot bevettek a programba, amelyeknek a részvénytársaság mint tulajdonforma nem alkalmas.

Azonfelül, hogy nem minden vállalatot vettek be a tpp-be, a program nem privatizálta, még csak nem is állott szándékában privatizálni a bevett vállalatok teljes portfólióját. A tpp-cégeket két csoportba osztották. Az első csoportba azok a vállalatok kerültek, amelyeket a privatizáció után is többségi állami tulajdonban tartottak. Ezeknek a „stratégiai” vállalatoknak a részvényeit csak 49 százalékban lehetett privatizálni. A másik csoportban levő vállalatok részvényeinek 60 százalékát tették a programba (lásd az *1. ábrát*). Adatbázisunk szerint 17 százaléka a tpp-vállalatoknak a „stratégiai” csoportban van, de ezek átlagban jóval nagyobbak, mint a másik csoportban levők: a tőke 62 százaléka az első csoportban van. Tehát nagyon sok esetben csak kisebbségi részt kínáltak fel privatizációra, míg a többi esetben az állami rész 40 százalék, amely biztosítja az állami ellenőrzést ezekben a vállalatokban is.

A tpp-gyakorlat, amely az államot tartotta meg többségi tulajdonosként, vagy legalábbis a legnagyobb részvényesként, ellentétben áll más kelet-európai országokban alkalmazott tömeges privatizációs programok konstrukciójával. Csehországban, Szlovákiában és Oroszországban a tömeges privatizáció majdnem minden esetben a részvények többségét kínálta fel privatizálásra; a lengyel program a kezdeti magánrészt 85 százalékban határozta

<sup>8</sup> Az a tény, hogy az állam olyan könnyedén el tudta venni az öt privát vagyonalaptól portfóliójának nagy részét, szintén megkérdőjelezi ezek valóságos privát voltát.

<sup>9</sup> Hivatalos forrásokat alapul véve, a pontos szám 3904 volt. Később, más vállalatokat is belevettek a privatizációs programba, így végül 4803 vállalat vett részt a tpp-ben.

<sup>10</sup> Sajnos nincs információnk a kihagyott vállalatok nagyságáról (alkalmazottak száma és könyv szerinti érték), kézenfekvő feltételezés azonban, hogy a program a nagyvállalatokat hagyta ki, tehát a könyv szerinti értéke a tpp-ből kihagyott vállalatoknak valószínűleg több mint egyharmada az állam tulajdonában levő vállalatokénak.

meg.<sup>11</sup> Ezekben az országokban az állam általában megtartott valamennyit a privatizálandó vállalatok részvényeiből, de ritkán tartott meg akkora részt, amely biztosította az állami ellenőrzést. Ezzel ellentétben a román tömeges privatizációs programot úgy konstruálták meg, hogy a román állam minden egyes vállalatban fenntartotta az állami ellenőrzést: nemcsak azáltal, hogy messze a legnagyobb részt – legalább 40 százalékot – tartott meg minden egyes vállalat részvényeiből, hanem azzal is, hogy a program révén a privát tulajdonosi struktúra annyira szétszórta, hogy az állam ellenőrzésével szemben nem maradt értelme bármifajta ellenállásnak. A vállalatok ellenőrzése akkor kerül magánkézbe, ha az állami tulajdonban lévő részvények nagy részét privatizálják, és koncentrált tulajdonszerkezet jön létre. Ezzel kapcsolatban azonban a privatizációt felgyorsító törvény eddig még csak az ez irányú *szándékot* fogalmazta meg. Az Állami Vagyonalap feladata lett eladni a megmaradt állami részvényeket „bármilyen törvényes úton”, s a törvény azokat a módszereket javasolta, amelyek egyszer már a múltban az esetek nagy részében megbuktak.<sup>12</sup>

Habár a tpp kezdeti szándéka a vállalatok 49 vagy 60 százalékának a privatizálása volt, valójában a cégek egy részében egy ennél is kisebb részt ajánlottak fel (adatbázisunk szerint a cégek 2,1 százaléka esetében). Ennek oka tisztázatlan, de természetesen hozzájárult ahhoz, hogy még kevesebb tulajdon kerüljön át az államból a magánszférába. A körülbelül 4800 vállalatnak 60 százalékos, 49 százalékos és egyes esetekben ennél is kisebb tulajdoni része alkotta a tpp kínálatát.

**A kereslet.** A tpp, hasonlóan más kelet-európai tömeges privatizációs programokhoz, mesterséges tőkét – kuponokat – osztott szét, hogy megteremtse a felkínált részvények potenciális keresletét. Minden arra jogosult állampolgár<sup>13</sup> egy új kupont kapott, amelyet kétféleképpen használhatott fel: részvényeket jegyezhetett valamelyik tpp-vállalatban, vagy kuponját elhelyezhette az egyik privát vagyonalapban, amelyek pénzügyi közvetítőkké, befektető társaságokká (Societăți de Investiții Financiare –SIF) alakultak át.<sup>14</sup> A tpp-ben használt új kuponok azonban néhány lényeges dologban különböztek a többi országban használtaktól.

1. Az új kuponoknak 975 000 lej-es névértékük volt. Ez a szám a következőképpen „jött ki”. Az állami tulajdon 30 százalékát, vagyis a privatizálandó tulajdon (könyv szerinti) „értékét” személyenként egymillió lejben állapították meg. A tulajdonjegyeket az emberek azonban csak 25 000 lejért adták-vették. Tehát a privatizálásra szánt tulajdon a tulajdonjegyek összértékénél negyvenszer „többet ért”. Ezért a román kormány az egyszer már kiosztott (de nem feltétlenül megkapott) vagyont még egyszer szétosztotta oly módon, hogy új kuponokat bocsátott ki, amelyek „értéke” a tulajdonjegyek és a tulajdon értéke közti különbség, vagyis 975 000 lej volt!<sup>15</sup> Mivel az ilyen számokkal való játékok értelmetlenek, ha nem rendelkezünk a vállalatok értékéről megbízható információval (e tekintetben a könyv szerinti érték semmitmondó), a tömeges privatizációs programok általában nem tettek „névértéket” a kuponokra.

<sup>11</sup> Earle és szerzőtársai [1993] és [1994], Frydman és szerzőtársai [1993a], [1993b] bővebben tárgyalja a néhány országban alkalmazott privatizációs programokat. Earle–Estrin [1996] és [1997] analizálja az orosz kuponos privatizációs folyamatot és eredményeket.

<sup>12</sup> Ez az intézkedés valószínűvé teszi a vezetői és alkalmazotti kivásárláshoz (MEBO) való visszatérést, az egyetlen privatizációs módszert, amely valamennyire sikeres volt, azonban a speciális kölcsönöket és árengedményt minden vevőre kiterjesztik

<sup>13</sup> Azok az állampolgárok, akik betöltötték 18. életévüket 1995. december 31-ig, és nem használták fel tulajdonjegyeiket a MEBO privatizáció során.

<sup>14</sup> A befektető társaságok portfóliója egyrészt azon vállalatok részvényeiből áll, amelyeket a Állami Vagyonalaptól kaptak a hozzájuk betett kuponokért cserébe, másrészt - mint említettük - a tpp-ben nem szereplő vállalatok részvényeinek 30 százalékából.

<sup>15</sup> A tulajdonjegyek ilyen mértékű leértékelése egyrészt a tpp-t elkészítő Văcăroiu kormányt megelőző, a Petre Roman vezette kormány diszkreditálását szolgálta (ez a kormány bocsátotta ki a tulajdonjegyeket). Másrészt ellensúlyozta az úgynevezett „spekulátorok” lehetséges hasznát, akik nagy mennyiségű tulajdonjegyet vásároltak össze. Megjegyezzük, hogy a tulajdonjegyek leértékelése nem segítette elő a tulajdonjogok biztonságának és egyértelműségének fejlődését Romániában.

2. A kuponokért nem kellett semmit fizetni, és annak érdekében, hogy a részvétel általános legyen, postán küldték szét azokat. Ez az eljárás az emberek szemében a programban való részvétel értékét lecsökkentette. Azokban az országokban, ahol a kuponoknak jelentős ára volt (például Csehszlovákiában, ahol az ár körülbelül egyharmada volt a havi átlagfizetésnek), az állampolgároknak dönteniük kellett, hogy részt vegyenek-e vagy sem. Véleményünk szerint ez arra ösztönözte őket, hogy komolyan vegyék az egész privatizációs folyamatot.<sup>16</sup>

3. A kuponok névre szóltak, tehát nem lehetett adni-venni őket. Ennélfogva lehetetlen volt felhalmozni őket, ami azt is jelentette, hogy senki sem válhatott főrészvényessé egy vállalatban. A korábban kibocsátott tulajdonjegyek nem szóltak ugyan névre, de azzal, hogy a kormány drasztikusan leértékelte őket, kiküszöbölte annak lehetőségét, hogy valamilyen koncentráltabb tulajdonstruktúra kialakuljon. Ennek egyenes következményeként a vállalatvezetés megfelelő kontrollja sem jöhetett létre.

4. Végül, a programot szabályozó törvény határozottan megtiltotta a privatizációs közvetítők létesítését, még tanácsadó cégeket sem volt szabad működtetni, amelyek a kuponok elhelyezését segíthették volna. Eme szabályozás is biztosította, hogy tökéletesen szétszórt magántulajdonosi szerkezet jöjjön létre a privatizációt követően. Ilyen helyzetben az állam számára elegendő volt, hogy csupán a részvények 40 százalékával megtartsa ellenőrző szerepét a frissen „privatizált” vállalatokban. Azokban az országokban, ahol nem tiltották meg a privatizációs közvetítők működését, ezek a szervezetek sarkalatos szerepet játszottak a piaci intézmények kialakulásában.

Amint már említettük, a tpp-ben résztvevők a közvetlen részvénytulajdon helyett az egyik privát vagyonalapban is elhelyezhették kuponjukat. Nem elképzelhetetlen, hogy a privát vagyonalapok – amelyeket teljesen áthat a politika és csak kismértékben törődnek a portfóliójukban levő vállalatokkal – piaci törvények szerint működő szervezetekké alakulnak.<sup>17</sup>

**Az allokációs mechanizmus.** A részvényeket szétszórt mechanizmus igen sajátosnak bizonyult: 1995 októberétől 1996 márciusáig a privatizációs folyamatban részt vevő állampolgárok részvényeket jegyezhettek kuponjaikért és tulajdonjegyeikért egy-egy vállalatban, vagy feliratkozhattak egy privát vagyonalaphoz. A szóbeszédén kívül nem lehetett tudni, melyik vállalat részvényeire alakult ki többletkereslet.

1. A kuponokat és tulajdonjegyeket a következő módon cserélték részvényekre: miután a feliratkozási időszak letelt, összeadták egy-egy vállalat részvényeire beérkezett opciók (kuponok és tulajdonjegyek) névértékét. Ha ez meghaladta a privatizációra szánt részvények értékét, akkor a részvényeket arányosan osztották ki. Például, ha a kereslet kétszer akkora volt, mint a kínálat, mindenki feleannyi értékű részvényt kapott, mint amennyit jegyzett. Ezzel szemben ha a kereslet kisebb volt, mint a részvények összértéke, akkor a részvényt jegyzők csak jegyzésük értékét kapták.

Összefoglalva, azokban a vállalatokban ahol *túlkereslet* volt, a teljes privatizációra szánt részvényepakett magántulajdonba került, azonban a tulajdon még szétszórtabbá vált, mint ha a kereslet és a kínálat pontosan megegyezett volna. *Túlkínálat* esetében nem ez történt. Ekkor csak a kereslet értékének megfelelő részvénytulajdonosokat privatizáltak. Mint említettük, a programban részt vevőket nem informálták a többiek viselkedéséről, tehát döntéseiket a túlkereslet ténye nem befolyásolhatta. Eleve valószínűtlen volt, hogy a tömeges privatizációs program keretében a teljes kínálatot magánkézbe lehet adni.

2. A részvények jegyzésén kívül az állampolgárok valamelyik privát vagyonalaphoz is betehették kuponjukat. Ez a lehetőség nem volt különösebben népszerű, de azért elég sokan éltek vele. A privát vagyonalapok (amelyeket később befektetési társaságokká alakítottak

<sup>16</sup> Ez az érvelés megtalálható az Earle–Saková–Gehlbach–Večerník [1997]-ben.

<sup>17</sup> Frydman–Rapaczynski [1994] bővebben tárgyalja a a privatizációs közvetítők potenciális szerepét. Earle és szerzőtársai [1993], Frydman és szerzőtársai [1993a], [1993b] elemzik a közvetítők szerepét a kelet-európai privatizációs programokban, Earle–Estrin [1997] tárgyalják a kuponos privatizációs befektetési alapok szerepét Oroszországban.

át) a hozzájuk betett kuponokkal azoknak a vállalatoknak a részvényeit jegyezhetnék le, ahol túlkínálat mutatkozott. A mechanizmust, amelyen keresztül a privát vagyonalapok részvényekhez juthattak, nem tették nyilvánossá, de valószínűleg ez a folyamat a végéig közeledik. Nem lehet kizárni azt a lehetőséget, hogy a privát vagyonalapokból alakult befektetési társaságok idővel aktív piaci szereplőkké válnak, de a mechanizmus révén igen valószínű, hogy portfóliójukba csak gyenge vállalatok részvényei kerülnek.

Más allokációs mechanizmus alkalmazásával sokkal jobb eredményt lehetett volna elérni. A teljes kínálatot privatizálni lehetett volna, ha tömeges privatizációs program a túlkínálatos helyzeteket szimmetrikusan kezeli a túlkeresletekkel: a vállalatok részvényeit arányosan szétosztja a részvényt jegyzők között.<sup>18</sup> Ahelyett, hogy megtiltották a közvetítők szereplését a privatizációs programban, és a privát vagyonalapokat ilyen furcsa módon juttatták részvényekhez, jobb lett volna, ha szabad belépést engednek a közvetítőknek és a privát vagyonalapok is részt vehettek volna a privatizációs programban, együtt versenyezve a többi társasággal az állampolgárok kuponjaiért. Egy jobb konstrukcióval a tömeges privatizációs programban részt vevő összes részvényt magánosítani lehetett volna, és így kedvező feltételeket teremthettek volna a pénzügyi piacok és vállalatvezetési struktúrák kialakulásához.

### A tömeges privatizációs program eredményei

A programban részt vett összes vállalatról vannak adataink: ismerjük a felkínált részvények arányát, a beadott kuponok és vagyonyjegyek számát, a vállalatok területi és ágazatonkénti eloszlását, törzstőkéjét és az alkalmazottak számát. Néhány esetben az adatbázis hiányos, de a hiányzó adatok aránya egyik változó esetében sem haladja meg a 10 százalékot. Tehát majdnem teljes információval rendelkezünk a tömeges privatizációs program alapvető eredményeiről, arról hogy milyen vállalatokat vettek be a programba, milyen arányban kínálták fel privatizálásra részvényeiket, és milyen arányban kerültek ezek a részvények magántulajdonba.

**A kínálat.** Adatbázisunkban 4803 vállalat szerepel. Ezeknek összesen 1 875 931 alkalmazottja van, a vállalatok ösztökéje 49,6 ezer milliárd lej (1 dollár = 3247 lej). A programban részt vevő vállalatok összetétele heterogén: a tőkeállomány a majdnem semmi és a közel 900 milliárd lej között mozgott, az alkalmazottak száma 1 és 36 738, az új tulajdonosok száma az 1 és a 225 000 között változott. A legkülönfélébb méretű, régiójú és ágazatú cégek megtalálhatók az adatbázisban.

Az első kérdés, amelyet a tpp kínálatánál tárgyalunk, a „stratégiai” vállalatok aránya, vagyis azoké, amelyek esetében a részvények 49 százalékát ajánlották fel a magánosításra. A programban részt vevő vállalatok 16,8 százaléka van ebben a kategóriában. Ha azonban súlyozunk a vállalatok tőkéjével, ez az arány jócskán megnő: a tpp-ben felkínált ösztöke 62 százaléka stratégiai kategóriában van. Az 1–3. táblázatban megtalálható a „stratégiai” vállalatok és a felkínált részvények átlagos aránya régiók, gazdasági ágazatok és az alkalmazottak száma szerinti bontásban.

Amint az 1. táblázat mutatja a stratégiai vállalatok aránya régióként változik. Moldvában és Olténiában a vállalatoknak csak 13,5 százaléka „stratégiai”. A legtöbb ilyen vállalat a fővárosban található, ahol a részvények több mint 24 százalékának csak 49 százalékát ajánlották fel a magánosításra. A tömeges privatizációs programban szereplő részvények aránya régióként nem változik: mindenütt 58 százalék körül mozog.

<sup>18</sup> Ezt a mechanizmust alkalmazták az oroszországi nyílt aukciós privatizálás során (*Boyco és szerzőtársai* [1995], *Frydman és szerzőtársai* [1993b]). Komplexebb allokációs mechanizmusokat is használhattak volna, például a cseh többszintű aukciós mechanizmushoz hasonló. Ennek előnye az volt, hogy több információt nyújtott a vállalatok értékéről, és motiválta a résztvevőket, hogy begyűjtsék ezt az információt (*Earle és szerzőtársai* [1994]), de ennél egyszerűbb allokációs módszerek is jó eredményre vezethettek volna.



1. táblázat  
A részvények kínálata régióként  
(százalék)

Megnevezés	Bukarest	Moldva	Mun- ténia	Olténia	Bánság- -Körös	Erdély	Átlag	Összesen
49 százalékban privatizálandó vállalatok aránya	24,1	13,6	18,7	13,5	16,1	16,1	16,8	-
Részvények átlagos kínálata	57,3	57,9	57,5	58,0	58,1	57,8	57,7	-
Vállalatok	11,3	16,1	22,3	9,0	16,3	25,0	-	100
Részvények	11,4	14,9	34,4	10,0	8,2	21,1	-	100

2. táblázat  
A részvények kínálata gazdasági ágazatonként  
(százalék)

Megnevezés	Mezőgazdaság	Bányászat, vizezellátás	Nehézipar	Könnyűipar	Építőipar	Közlekedés	Kereskedelem	Egyéb szolgáltatás	Átlag	Összesen
49 százalékban privatizálandó vállalatok aránya	5,8	26,8	40,0	26,7	7,2	5,5	17,4	18,4	16,8	-
Részvények átlagos kínálata	59,3	56,9	54,6	56,2	58,8	59,3	57,8	57,7	57,7	-
Vállalatok	29,1	1,2	15,9	15,1	7,7	10,0	12,5	8,5	-	100
Részvények	7,2	1,2	55,3	14,2	3,0	7,6	6,8	4,8	-	100

A 2. táblázatban láthatjuk, hogy a „stratégiai” vállalatok nagy koncentrációban találhatók a nehéziparban, könnyűiparban és a bányászatban. A részletesebb ágazati bontásban fellelhetők mind stratégiai, mind nem stratégiai vállalatok, tehát az osztályozási kategória nem tisztán a gazdasági ágazathoz tartozás volt.

A stratégiai csoportban inkább megtalálhatók a több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok (3. táblázat). Az ezernél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok körülbelül 60 százaléka „stratégiai”.

Összefoglalva, a részvények átlagosan felkínált aránya közel van a 60 százalékhoz minden régióban, gazdasági ágazatban és a vállalat nagysága szerint is. Érthetetlen, hogy a privatizációs programot miért konstruálták meg oly módon, hogy eleve nagy arányú állami tulajdon maradjon meg. Adatbázisunk szerint a „stratégiai” vállalatok nagyobb arányban vannak Bukarestben, a nehéz- és a könnyűiparban, valamint a nagyobb vállalatokban. Ugyanakkor ezeken a kategóriákon belül is változó a „stratégiai” vállalatok aránya. Úgy tűnik, a vállalatok többségi, illetve kisebbségi magántulajdonba juttatását nem egyértelmű mechanizmus alapján döntötték el.

**A kereslet.** Amint arról már szóltunk, a tömeges privatizációs programban résztvevők előtt két lehetőség állt: vagy részvényekre cserélték kuponjukat, vagy az egyik privát vagyonalapban helyezték el, amelyek befektetési társaságokká alakultak át. Hivatalos források szerint a tpp-ben 15 166 266 román állampolgár vett részt, és közülük körülbe-

## 3. táblázat

A részvények kínálata az alkalmazottak számától függően  
(százalék)

Megnevezés	Alkalmazottak száma				Átlag	Összesen
	≤100	101–300	301–1000	>1000		
49 százalékban privatizálandó vállalatok aránya	4,1	15,9	29,2	59,6	16,8	–
Részvények átlagos kínálata	59,5	58,0	55,9	52,1	57,5	–
Vállalatok	42,6	27,5	19,4	10,5		100
Részvények	5,7	12,9	22,6	58,8		100

## 4. táblázat

Az öt privát vagyonalaphoz betett kuponok eloszlása

Privát vagyonalap	Elhelyezett kuponok száma
Bánság-Körös	457 058
Moldva	455 466
Erdély	458 955
Munténia	289 083
Olténia	444 616
Összesen	2 105 178

lül 13 millióan részvényekre váltották kuponjaikat. A maradék kétmillió fő – az összes résztvevő 15 százaléka – a második lehetőséget választotta, és egy privát vagyonalapba tette kuponját. Ezek eloszlását az öt privát vagyonalap között a 4. táblázat mutatja.

**Az allokációs mechanizmus kimenetele.** Arról is volt már szó, hogy a tpp a privatizált részvények mennyiségét nem határozta meg előre. Attól függően, hogy milyen volt az arány a vállalatban elhelyezett kuponok (kereslet) és a felkínált részvények (kínálat) száma között, a vállalat privatizált része a zéró és a teljes kínálat között bárhol lehetett. Ebben a programban akkor lehetett volna a teljes kínálatot privatizálni, ha a egyének részvényjegyzéseinek összértéke vállalatonként egybeesett volna a kínálattal. A programban azonban semmilyen szabályozót nem építettek be annak érdekében, hogy a kínálat és a kereslet vállalati szinten kiegyenlítődjék, még a résztvevők magatartásáról sem lehetett információhoz hozzájutni.

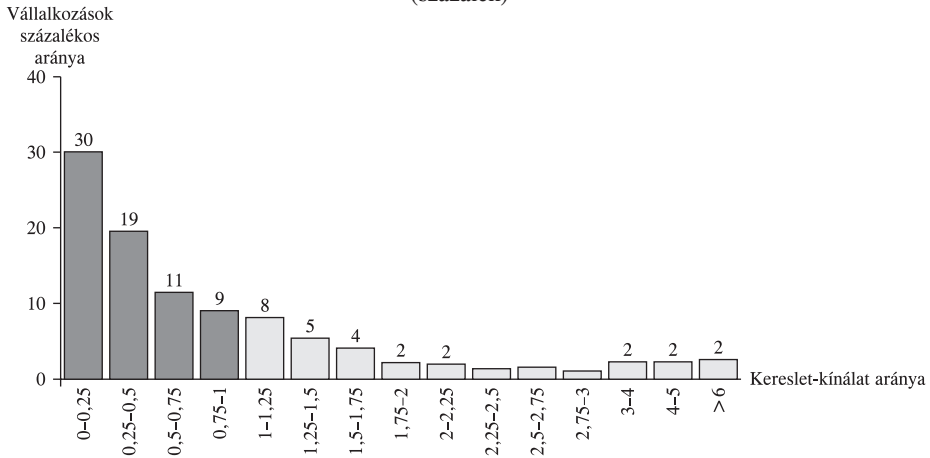
A tpp-ben részt vevő vállalatok majdnem egyharmada esetében (30,1 százalék) a kereslet meghaladta a kínálatot. Másképpen mondva, a vállalatok kétharmadában tulajdoni túlkínálat volt, amely mint tudjuk, azzal járt, hogy az esetek többségében a felkínált részvényeknek csak egy részét privatizálták.

A 2. ábra bemutatja a kereslet-kínálat arányát az adatbázisban levő tpp-vállalatok esetében. Az arány átlagos értéke több mint 1,4. A túlkínálatos vállalatoknál a kereslet-kínálat arány lefedi az egész 0–1 intervallumot, a legkisebb érték, amit felvesz 0,0001, a legnagyobb 0,99. Az arány a túlkeresletes vállalatoknál is nagyon változó: az esetek 1 százalékánál több mint 10. Egy vállalat esetében a kereslet-kínálat aránya több mint 750! Tehát a részvények kereslete és kínálata között komoly különbségek voltak vállalati szinten.

A túlkereslet mértéke vállalat típusok szerint változik. Amint az 1. ábra mutatja, azokban a cégekben, amelyeket csak 49 százalékban, valamint azokban, amelyeket 60 százalékban szándékoztak privatizálni, a túlkeresletes vállalatok aránya hasonló nagyságú, körülbelül 30-30 százalék. Gazdasági ágazatok szerint azonban a túlkeresletes vállalatok aránya nagy változásokat mutat (5. táblázat). A legkeresettebb cégek a kereskedelemhez

2. ábra

A vállalatok eloszlása a kereslet–kínálat arány szerint  
(százalék)



5. táblázat

A kereslet-kínálat aránya gazdasági ágazatonként  
(százalék)

Megnevezés	Mezőgazdaság	Bányászat, vízellátás	Nehézipar	Könnyűipar	Építőipar	Közlekedés	Kereskedelem	Egyéb szolgáltatás	Átlag	Összesen
Túlkínálat	75,1	78,6	78,9	67,8	62,6	84,4	59,4	52,6	69,9	-
Túlkereslet	24,9	21,4	21,1	32,2	37,4	15,2	40,6	47,4	30,1	-
Vállalatok	29,1	1,2	15,9	15,1	7,7	10,0	12,5	8,5	-	100
Részvények	7,2	1,2	55,3	14,2	3,0	7,6	6,8	4,8	-	100

és az egyéb szolgáltatásokhoz tartoztak (túlkereslet volt a vállalatok 47,4 illetve 40,6 százalékában). A túlkereslet a nehézipari vállalatoknál és a bányászati szektorhoz tartozóknál volt a legkisebb (az esetek valamivel több mint 21 százalékában), valamint a szállításhoz (az esetek 15,2 százalékában volt csak túlkereslet). A 6. táblázatban láthatjuk, hogy a túlkereslet sokkal általánosabb a kis cégek esetében, mint a nagyokéban: a száznál kevesebb dolgozót foglalkoztató vállalatoknak 37,1 százaléka túlkeresletes volt, amíg az ezernél többet foglalkoztatóknak csak 22,3 százaléka.

Amint láttuk, vállalati szinten a részvények kereslete és kínálata nagyon különbözik. Felvetődik a kérdés, hogy tulajdonképpen a tpp mekkora részét privatizálta a felkínált részvényeknek? Ezt az arányt felfoghatjuk úgy is, mint a program hatásosságának a mérőszámát, azaz hogy mennyiben teljesítette a program saját céljait. Adatbázisunk szerint átlagosan 55,7 százalékát privatizálták a kínálatnak. A túlkínálat azonban, amint már azt említettük, a nagy cégekre volt inkább jellemző. Ha súlyoztuk a vállalatok tőkéjével (névértékével), a kínálat privatizált része átlagban 35,8 százalékra csökkent. Ezt alapul véve a tpp a programba betett tőkének csak kevéssel több mint egyharmadát volt képes privatizálni, a másik kétharmad továbbra is állami tulajdonban maradt.

Eddig a tpp kínálati oldalát vizsgáltuk és kiszámítottuk a kínálat privatizált részét. Egy

6. táblázat  
A kereslet-kínálat aránya az alkalmazottak száma szerint  
(százalék)

Megnevezés	Alkalmazottak száma				Átlag	Összesen
	≤100	101–300	301–1000	>1000		
Túlkínálat	62,9	71,2	74,5	77,7	69,9	–
Túlkereslet	37,1	28,8	25,5	22,3	30,1	–
Vállalatok	42,6	27,5	19,4	10,5	–	100
Részvények	5,7	12,9	22,6	58,8	–	100

privatizációs program legfontosabb eredménye azonban az, hogy mekkora része került magántulajdonba a programban szereplő vállalatok részvényeinek. Ez egyenlő a privatizálásra szánt részvények arányával szorozva ennek a privatizált részével, amelyet az előbb számítottunk ki. A 7. táblázat mutatja, hogy átlagosan a vállalatok 31,9 százalékát privatizálták. Ha ezt a tőkével súlyozzuk, több mint 13 százalékpontos esést veszünk észre. Tehát a program az adatbázisunkban levő vállalatok tőkéjének csak 18,7 százalékát privatizálta!

7. táblázat  
A vállalatok privatizált részarány szerinti megoszlása  
(százalék)

Megnevezés	A vállalatokban a privatizált rész aránya			A privatizált rész átlagos nagysága
	≤25	25–50	>50	
Súlyozás nélkül	45,7	25,8	28,5	31,9
Tőkével súlyozva	70,1	22,2	7,8	18,7

A 7. táblázatban a magántulajdon arányának megoszlása is szerepel. A 3. ábra is ezt mutatja be súlyozatlan és a tőkével súlyozott formában. Mivel a többségi tulajdon a vállalati magatartás *sine qua non*ja, kiemeljük azon vállalatok arányát, amelyeket több mint 50 százalékban privatizáltak.

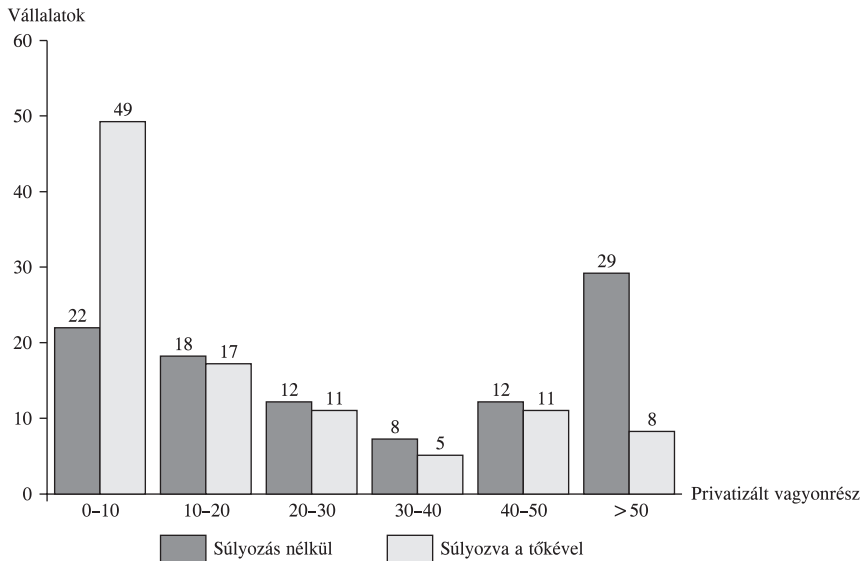
Mind a 7. táblázat, mind a 3. ábra bemutatja, hogy az adatbázisban levő vállalatoknak csak 28,5 százaléka került *többségi* magántulajdonba. Ha a tőkével súlyozunk, a *többségi* tulajdon 7,8 százalékra csökken!

A vállalatok privatizált részének változása régiók, gazdasági ágazatok és a vállalatok nagysága szerint a következőképpen alakult. Az átlagos privatizált arány a legkisebb Munténiában volt (27 százalék), a legnagyobb pedig a Bánság-Körös régióban (36 százalék). A többségében privatizált vállalatok aránya (súlyozás nélkül) nagyobb változást mutat régiók szerint, a legnagyobb értéket Bukarestben veszi fel (kb. 34 százalék), a legkisebbet Munténiában (20 százalék).

A 8. táblázat az átlagos privatizált rész gazdasági ágazatok szerinti alakulását mutatja. A legkevesebb tulajdon a közlekedésben került magánkezekbe (24,55). Csak kevéssel többet privatizáltak a nehéziparban (25,4 százalék) és a bányászat és vízszolgáltatásban (27,4 százalék). A legtöbb tulajdon az egyéb szolgáltatásokban és az építőiparban került magánkezekbe (39,1, illetve 37,1 százalék). Egyik gazdasági ágazatban sem került *többségi* magántulajdonba a vállalatoknak több mint a fele. A nehézipari vállalatoknak csak 16,3 százalékát privatizálták több mint 50 százalékban. A legtöbb vállalat az egyéb szolgáltatásokban és az építőiparban került többségi magántulajdonba (44,9, illetve 40,7 százalék).

3. ábra

A vállalatok megoszlása a privatizált vagyonrész szerint



8. táblázat

A privatizált rész gazdasági ágazonként  
(százalék)

Gazdasági ágazat	A vállalatokban a privatizált rész aránya			A privatizált rész átlagos nagysága
	< 25	25-50	> 50	
Mezőgazdaság	35,3	34,8	29,9	34,9
Bányászat, vízellátás	53,6	26,8	19,6	27,4
Nehézipar	57,0	26,7	16,3	25,4
Könnyűipar	46,9	24,9	28,3	31,5
Építőipar	37,1	22,2	40,7	37,1
Közlekedés	63,6	17,6	18,8	24,5
Kereskedelem	37,7	28,6	33,7	35,9
Egyéb szolgáltatás	34,7	20,4	44,9	39,1
Vállalatok százalékos megoszlása	45,7	25,8	28,5	

A vállalatok privatizált része az alkalmazottak száma szerint is különbözőképpen alakult. Amint a 9. táblázatban látható, azokat a vállalatokat, amelyek kevesebb mint száz dolgozót foglalkoztattak, átlagosan 35,9 százalékban privatizálták, míg azokat, amelyekben több mint ezer alkalmazott volt, csak 26,2 százalékban.

Megpróbáljuk felbecsülni, hogy mekkora részét privatizálta az állami vagyonnak a tpp: az összes privatizációra jogosult vállalat csak 53 százalékát teszi ki az állami tulajdonnak, amelynek egy részét, mintegy 2500 vállalatot a vezetői és alkalmazotti kivásárlással privatizáltak, másokat pedig egyik privatizációs programba sem vettek be. Sejtésünk az, hogy a tpp-ben jobbra kisebb vállalatok voltak, az állam inkább a nagy, politikailag érzékenyebb vállalatokat akarta megtartani. Ennek alapján feltételezzük, hogy azon vállalatok névértéke, amelyek valamilyen oknál fogva nem vettek részt a tpp-ben, fele az összes vállalat névértékének. Tehát a tpp-vállalatok névértéke 26,5 százaléka az

9. táblázat  
A privatizált rész az alkalmazottak száma szerint  
(százalék)

Alkalmazottak száma	A vállalatokban a privatizált rész aránya			A privatizált rész átlagos nagysága
	≤25	25–50	> 50	
≤ 100	38,5	21,8	39,7	35,9
101– 300	45,1	27,0	27,9	32,1
301–1000	51,6	28,0	20,4	28,7
>1000	55,8	30,8	13,5	26,2
Vállalatok százalékos megoszlása	45,7	25,8	28,5	

állami vagyonnak. Ezen vállalatok részvényeinek 57,5 százaléka alkotta a tpp kínálatát (az állami vagyon 15,3 százaléka). Végül, a kínálatnak csak 35,8 százalékát sikerült magánkézbe adni. Tehát az úgynevezett tömeges privatizációs program mintegy 5,5 százalékát privatizálta az állami vagyonnak!<sup>19</sup>

### Mit teljesített a tömeges privatizációs program?

A tömeges privatizációs program keretében a romániai állami vagyonnak csak egy kis hányada került magánkézbe. A program nem biztosította a kínálat teljes privatizálását: a tpp-ben felkínált részvények kevesebb mint fele került magántulajdonba. Tőkeértéket tekintve „tömegesen privatizált” vállalatok részvényeinek 18,7 százalékát magánosították.

Azt, hogy a tpp javította-e a korábbi helyzetet, az nemcsak a privatizált részvények mennyiségétől függ, hanem attól is, hogy mennyiben sikerült növelni a tulajdonosok ellenőrzési képességeit, mennyiben sikerült ösztönözni a vállalati szerkezetátalakításokat, és mennyiben sikerült új pénzforrásokat teremteni mind a vállalatoknak, mind az államkasszában. Ez utóbbi hiánya – főleg rövid távon – gyakorta jellemzi a tömeges privatizációs programokat. Néhány, a tpp során privatizált vállalat részvényeit jegyezni kezdték a bukaresti tőzsdén, ami némi előrelépést jelenthet.

Azonban elemzésünk kimutatja, hogy a tpp nem sokat javított a vállalatirányításon, és a privatizált cégek átszervezésének folyamatát sem gyorsította fel. Az állam a nagyszámú vállalatban többségi tulajdonos maradt. Ha a tőkével súlyozunk, a tpp-vállalatoknak csak 7,8 százaléka került többségi magántulajdonba. Egyértelmű, hogy ahol az állami tulajdon maradt többségben, ott az új tulajdonosok javaslatait az állam könnyűszerrel leszavazza.

A tpp nyomán létrejött magántulajdonosi struktúra erősen szétszórt. Ez a fejlett országok egyes nagyvállalataira is jellemző, és ha ez nem annak az eszköze lenne, hogy az állam fenntartsa ellenőrző szerepét, a tulajdonosi jogok szétszórtsága nem jelentene rendellenességet. A tpp-vállalatok 42,6 százaléka kevesebb mint száz alkalmazottat foglalkoztat. Ilyen kis cégeket tömeges privatizációs programba bevinni nagy hiba. A vállalatirányítással foglalkozó elméleteknek általánosan elfogadott elve, hogy a kis cégeknek csak egy vagy néhány, a vállalatvezetésben aktívan közreműködő személy lehet a tulajdonosa (ezek közé nem sorolható az állam). Ezzel szemben a kis – száznál kevesebb

<sup>19</sup> Egy másik lehetséges mértéke a tpp által magánosított vagyonnak a tpp-vállalatok privatizált részének a munkaerővel súlyozott összege lenne. Adatbázisunk szerint 494 000 dolgozót „privatizált” a tpp, amely nem áll távol 5,5 százalékos becslésünktől, mivel Romániában az állami szektorban majdnem 11 millió ember dolgozott 1990-ben.

alkalmazottat foglalkoztató – tpp-vállalatok 92,8 százalékának több tulajdonosa van, mint alkalmazottja, és ezek 29 százalékának több mint ötszáz tulajdonosa van!

Ennyire szétszórta tulajdonosi struktúrával, ahol csak egy főreszvényes van – az állam –, nagyon költséges a kevés részvénnel rendelkezőknek, hogy bármilyen ellenállást fejtsenek ki az állammal szemben, vagy maguk önállóan kontrollálják a vállalatirányítást. A privatizációs programból eredő tulajdonosi struktúra koncentrációhiányának fő oka a kuponok eladásának és a közvetítő cégek részvételének megtiltása. A tömeges privatizációs programnak ezek a korlátozásai és más vonásai csak azzal magyarázhatók, hogy az állam fenn akarta tartani befolyását a „privatizáció” után is.

### Hivatkozások

- BOYCKO, M.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. W. [1995]: *Privatizing Russia*, MIT Press, Cambridge.
- CEU LABOR PROJECT: *After MEBO Privatization: Corporate Governance, Restructuring, and the Role of the State in Romania*. Megjelenés előtt.
- EARLE, J. S.–ESTRIN, S. [1996]: *Employee Ownership in Transition*. Megjelent: *Frydman, R.–Gray–Rapaczynski, A.* (szerk.): *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Vol. 2, Central European University Press.
- EARLE, J. S.–ESTRIN, S. [1997]: *After Voucher Privatization: the Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry*. SITE Working Paper, no. 120.
- EARLE, J. S.–FRYDMAN, R.–RAPACZYNSKI, A. [1993]: *Notes on Voucher Privatization in Eastern Europe*. Megjelent: *Fair, D.–Raymond, R.* (szerk.), *The New Europe: Evolving Economic and Financial Systems in East and West*, Kluwer Academic Press..
- EARLE, J. S.–FRYDMAN, R.,–RAPACZYNSKI, A.–TURKEWITZ, J. [1994]: *Small Privatization: The Transformation of Retail Trade and Consumer Services in the Czech Republic, Hungary, and Poland*, CEU Press, Budapest.
- EARLE, J. S.–GEHLBACH, S.–SAKOVA, Z.–VECERNÍK, J. [1997]: *Mass Privatization, Distributive Politics, and Popular Support for Reform*. CEU Labor Project Working Paper.
- EARLE J. S.–MUNTEANU, C.–SAPATORU, D. [1993]: *Romanian Privatization Problems: a Diagnosis*. Kiadatlan kézirat.
- EARLE, J. S.–SAPATORU, D. [1993]: *Privatization in a Hypercentralized Economy: The Case of Romania*. Megjelent: *Earle, J. S.–Frydman, R.–Rapaczynski, A.* (szerk.): *Privatization in the Transition to a Market Economy: Studies of Preconditions and Policies in Eastern Europe*. Pinter Publishers and St. Martin's Press, London.
- EARLE, J. S.–SAPATORU, D. [1994]: *Incentive Contracts, Corporate Governance, and Privatization Funds in Romania*. *Atlantic Economic Journal*, Vol. 22. No. 2.
- FRYDMAN, R.–RAPACZYNSKI, A. [1994]: *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?* Central European University Press.
- FRYDMAN, R. ÉS SZERZŐTÁRSAI [1993a]: *The Privatization Process in Central Europe*. Central European University Press.
- FRYDMAN, R. ÉS SZERZŐTÁRSAI [1993b]: *The Privatization Process in Russia, Ukraine, and the Baltics*. Central European University Press.
- ROMÁN FEJLESZTÉSI ALAP [1996]: *Law Digest for Foreign Investors*. Bukarest.
- ROMÁN FEJLESZTÉSI ALAP [1997]: *Romania Yes – an Investment Guide*, Bukarest.
- Fondul Proprietatii de Stat, „Raportul de Activitate al Fondului Proprietatii de Stat în anul 1996”, unpublished. (Állami Vagyonalap évi jelentése, kiadatlan, 1996.)
- Monitorul Oficial al Romaniei, „Lege privind asociatiile salariatilor si membrilor conducerii societatiilor comerciale care se privatizeaza”, anul IV/209, 1994. (A vezetői és alkalmazotti kivásárlásokat szabályozó törvény, 1994)