

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

Bakalářská práce

2007

Jan Seifert

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

**Privatizace v České republice
a corporate governance**

Vypracoval: Jan Seifert

Vedoucí: Prof. Ing. Lubomír Mlčoch CSc.

Akademický rok: 2006/2007

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 30. 4. 2007

podpis studenta

Poděkování:

Na tomto místě bych chtěl poděkovat Prof. Ing. Lubomíru Mlčochovi CSc. za cenné rady, připomínky, konzultace a motivaci při vedení mé bakalářské práce.

Privatizace v České republice a corporate governance

Abstrakt:

Tato práce se snaží popsat vliv privatizace a transformačních procesů na průběh vzniku českého modelu corporate governance. Hlavní důraz je kladen na popis institucionálního prostředí, v kterém celý proces probíhal. Zvláštní pozornost je pak určena finančním trhům, zvláště pak bankám, které byly hlavním poskytovatelem finančních prostředků. Především nás zajímá, zda je relevantní předpokládat přítomnost měkkého rozpočtového omezení v bankovním sektoru, a pokud ano, jaký efekt to vyvolává na českou ekonomiku popřípadě na model corporate governance.

Abstract:

This paper tries to describe the influence of privatization and transformational processes on a model of czech corporate governance. We put the emphasis on description of institutional environment in which the whole process proceeded. Special attention is paid to financial markets particularly to banks which were the main providers of financial sources. First of all we want to find out if it is relevant to assume that there is a soft budget constraint in bank sector and if it is then we would like to find out what kind of effect it has on czech economy or on the model of czech corporate governance.

Obsah

1. Úvod	3
2. Corporate governance	5
2.1 Definice corporate governance.....	5
2.2 Modely corporate governance	6
2.2.1 Anglosaský model (Shareholder model)	7
2.2.2 Německý model (Stakeholder model).....	8
3. Role institucí v transformaci	10
3.1 Instituce	11
3.1.1 Institucionální vývoj.....	13
3.1.2 Institucionální změny roku 1948.....	14
4. Měkké rozpočtové omezení	18
4.1 Definice pojmu „měkké rozpočtové omezení“	18
4.2 Motivy SBC syndromu a prostředky jeho dosahování.....	19
4.3 Základní teoretické modely SBC syndromu	22
4.3.1 Dynamický projev SBC syndromu	22
4.3.2 Dewantripont-Maskin model.....	23
5. Transformační procesy	27
5.1 Privatizace	27
5.1.1 IPF	31
5.1.2 Státní vlastnictví.....	36
5.1.3 Kapitálový trh.....	39
6. Bankovní sektor.....	41
6.1 Bankovní sektor po privatizaci.....	41
6.2 SBC syndrom v bankovním sektoru.....	43
6.2.1 Paternalismus a nezávislost bank	43
6.2.2 Nesplacené obchodní pohledávky	47
6.2.3 „Credit crunch“	50
6.2.4 Banky a stát	53
6.2.5 Rent seeking bank	58
7. Corporate governance v ČR	65
7.1 Jednotný vlastník.....	65

7.2 Anglosaský model (Shareholder model)	65
7.3 Německý model (Stakeholder).....	67
7.4 Model corporate governance v ČR.....	68
8. Závěr.....	72
Prameny a literatura	74
Příloha	78
Seznam schémat a tabulek.....	79

1. Úvod

S transformací v socialistických zemích máme ojedinělou možnost zkoumat jednotlivé procesy, které vytváří tržní ekonomiku. Tato šance však nevznikla bez nákladů, které se negativně projeví na vývoji jednotlivých tranzitivních zemí. Proto je důležité pokusit se zkoumat jednotlivé ekonomické jevy, které se zdají být ryze specifickou vlastností tranzitivních ekonomik, neboť nelze jednoznačně určit, zda dané ekonomické anomálie v budoucnu nemohou nastat i na vyspělých trzích.

Snahou této práce je analýza efektivity řízení podniků, během transformace v České republice, zaměřená především na možnosti získání finančních prostředků k restrukturalizaci společností. Proto je hlavní důraz této práce kladen na nově vzniklé finanční trhy. Práce směřuje především k analýze bankovního sektoru, který byl hlavním poskytovatelem potřebného kapitálu. Zvláště se pak soustřeďuje na problém měkkého rozpočtového problému uvnitř bankovního sektoru, který se díky křížovému vlastnictví a provázanosti bank s ostatními společnostmi šířil do dalších odvětví. Celá práce je vypracována v duchu institucionální ekonomie s důrazem na teorii „path dependancy“ a na roli institucí, jako důležité součásti ekonomického života.

Cílem je ukázat, že způsob privatizace a nedostatečný legislativní rámec napomohl k vzniku měkkého rozpočtového omezení, které jen zvyšovalo neefektivní chování společností.

Struktura práce je následující:

První část práce se zabývá teoretickou částí corporate governance (definicí corporate governance, jednotlivými mechanismy, strukturou). Součástí je i podrobný popis, kde jsou podrobně rozebrány dva hlavní typy corporate governance se snahou zvýraznit rozdílné charakteristiky těchto přístupů.

Další část se snaží o zachycení institucí, jako důležité součásti každodenního života s vymezením toho, co si lze pod pojmem institucí představit. Ovšem hlavním cílem kapitoly je institucionální změna a vliv teorie „path dependancy“ na institucionální vývoj. Nastíněn je i vývoj corporate governance a institucí po roce 1948, jako cesta, která dle teorie „path dependancy“ ovlivňuje budoucí vývoj institucionálního prostředí.

Čtvrtá kapitola se podrobněji věnuje syndromu měkkého rozpočtového omezení, motivy jeho vzniku a přetrvávání.

Pátá kapitola se snaží popsat průběh transformace v České republice, který výrazným způsobem ovlivnil nové prostředí, které vzniklo.

V šesté kapitole se dostáváme k jádru celé práce, a tím je analýza měkkého rozpočtového omezení v prostředí bankovního sektoru.

Sedmá kapitola shrnuje všechna předchozí zjištění do snahy o popsání modelu corporate governance v České republice, se záměrem poukázat na hlavní důsledek měkkého rozpočtového omezení.

2. Corporate governance

2.1 Definice corporate governance

S vývojem nové institucionální ekonomie se vyvíjí i řada nových názorů a pohledů na současnou ekonomii. Mezi tyto poslední dobou velice diskutované pojmy patří i corporate governance. Přestože pojem corporate governance je znám už několik let, existuje několik definic, které tento pojem formulují. V nejužším slova smyslu je brán pojem corporate governance, jako známý principal - agent problém neboli problém odděleného vlastnictví. "Předpokládáme-li, že nejdůležitější motivační silou jedinců, kteří ovládají firmy, je touha po osobním zisku, je zcela zřejmé, že zájmy těchto jedinců jsou jiné než zájmy vlastníků, a často jsou s nimi dokonce v ostrém protikladu." (Berle a Means, 1932)

Druhým a poměrně odlišným pólem je potom definice corporate governance, jako celého svazku smluvních vztahů uvnitř firmy. Keasley to definoval slovy, že corporate governance tvoří struktury, procesy, kultury a systémy, které stimulují úspěšný chod firmy. (Keasley, Thompson a Wright, 1997) Další a velice dobrou definicí corporate governance je definice corporate governance, jako systému, který umožňuje efektivní řízení společnosti, spojeného s možností efektivního kontrolování řídicích jednotek. Tento systém ovlivňuje způsob, kterým jsou jednotlivé cíle společnosti nastaveny a dosaženy, dále monitoruje a hodnotí míru rizika a stará se o maximální využití chodu společnosti. Dobrá správa společnosti povzbuzuje společnosti k vytváření nových hodnot (skrze podnikavost, inovace, vývoj a bádání) a poskytuje odpovědnost a porovnávání míry rizika v systémech stejného rozsahu. (ASX Principles of Good Corporate Governance and Best Practices Recommendations, 2003) Abychom nezanedbali žádný z podstatných vlivů na chod společnosti, budeme zkoumat corporate governance jako strukturu smluvních vztahů uvnitř i vně firmy. Z předchozí definice je zjevné, že firma jako jeden organický celek, je ovlivňována mnoha faktory, které mají dopad na corporate governance.

Mezi základní mechanismy, které monitorují a spoluurčují účinnost corporate governance patří kapitálový trh, trh produktů a služeb a trh práce, kde je nabízena a poptávána práce manažerů. Tyto mechanismy jsou rozděleny podle umístění, v kterém působí, na

externí a interní. Pokud mluvíme o interních mechanismech, zůstáváme u vztahů uvnitř firmy. Zcela analogicky to platí o externích mechanismech, které sledují vztahy vně firmy. Mezi interní mechanismy patří management - agenti, statutární orgány, které dohlíží na chování agentů, vlastníci - principálové a ostatní pracovníci, kteří se podílí na chodu firmy. Zde se ještě vrátíme k statutárním orgánům, které v systému dvoustupňového představenstva jsou reprezentovány představenstvem a dozorčí radou a v systému jednostupňového představenstva je statutární orgán reprezentován pouze představenstvem. Nyní přejdeme k externím mechanismům, mezi které patří kapitálový trh, trh produktů a služeb a trh práce - v našem případě hlavně manažerské práce.

Role kapitálového trhu je pro správný chod firmy a zabezpečení její budoucnosti naprosto nezbytná. Na kapitálovém trhu se střetávají drobní i institucionální investoři s firmami, které hledají způsob financování svých projektů. Skrze kapitálový trh plní principálové svoji funkci v corporate governance. Kapitálový trh je také místem, kde dochází k tržnímu ocenění společnosti, tedy je monitorovacím zařízením, které sleduje, zda je firma efektivně řízena.

Trh produktů a služeb poskytuje managementu a vlastníkům společností informaci o konkurenceschopnosti jejich produktu nebo služby. Tato informace vypovídá o efektivitě vedení firmy. Už zde dochází k selekci efektivního corporate governance.

Trh práce, který v našem případě je zaměřen pouze na trh manažerů, stimuluje a nutí stávající manažery pracovat co nejefektivněji ve prospěch firmy.

Velice důležitým externím mechanismem jsou instituce. Jedná se o instituce formální, které jsou reprezentovány především legislativou (zákon o úpadku, zákony na ochranu minoritních vlastníků, zákony na ochranu spotřebitele, atd.), ale také o instituce neformální (etika, zvyky, tradice).

2.2 Modely corporate governance

V této kapitole se pokusíme popsat základní stavební kameny dvou významných modelů corporate governance, tak jak jsou chápány po celém světě. Pro přehlednější porovnání jednotlivé modely rozdělíme do několika segmentů. První z těchto segmentů je způsob financování firem a účast kapitálového trhu. Druhým segmentem je vlastnictví

podniků, způsob řízení a monitorování managementu a třetí částí je způsob nakládání s informacemi a transparentnost firemní politiky. Po této analýze se pokusíme vyzdvihnout jednotlivé výhody, ale důkladně prozkoumáme i negativní stránky modelů.

2.2.1 Anglosaský model (Shareholder model)

Tento model je typický v anglo-amerických oblastech. Charakterizuje ho hlavně snaha o maximalizaci zisku akcionářů a velice rozptýlené vlastnictví. Mezi jeho předpoklady patří efektivní kapitálový trh, trh práce a trh firemní kontroly.

Podíváme-li se na tento model z hlediska způsobu financování firem, zjistíme, že hlavním zdrojem financí je kapitálový trh, který zabezpečuje přísun potřebného kapitálu. Bankovní systém je zde rozdělen na investiční a obchodní a hraje spíše roli poskytovatele krátkodobých a střednědobých půjček.

Jak už bylo v předchozí části řečeno, je tento model charakterizován velice rozptýleným vlastnictvím. Významnými investory bývají investiční společnosti a penzijní fondy, které se ovšem jen zřídka účastní dění ve firmě skrz představenstvo (board of directors). Tento systém je nazýván jednostupňové představenstvo. Firma je řízena managementem, který zasedá spolu s non-executive directors v představenstvu firmy. I když se investiční společnosti a penzijní fondy přímo nezabývají chodem společnosti, ovlivňují tento chod nepřímě skrz kapitálový trh. Jde zde o jednoduchý systém, v kterém investiční společnosti a penzijní fondy maximalizují hodnotu svého portfolia, a tím vyvíjejí tlak na management. Management má volné ruce nad řízením společnosti, ale pokud firma není dostatečně zisková, rozhodují se její vlastníci o prodeji akcií, který může skončit až převzetím. To je dostatečným stimulem pro management, aby se choval ve prospěch svých vlastníků.

Předpokladem tohoto modelu je perfektně transparentní a likvidní kapitálový trh. To samozřejmě implikuje potřebu velice vyvinutého institucionálního prostředí, spojeného s kvalitním legislativním rámcem a tvrdou a přísnou jurisdikcí. Tyto nezbytné předpoklady potom zajišťují nemožnost insider-tradingu a případné porušení tvrdě trestají. To vše dohromady přináší vysokou likviditu na kapitálovém trhu, což umožňuje tržní ocenění jednotlivých firem.

Anglosaský model (Shareholder model)

Výhody

- likvidní a transparentní kapitálový trh → nízké náklady na vlastní kapitál
- výhody plynoucí z vysoké diversifikace

Nevýhody

- může zde docházet k odcizení vedení od vlastnictví
- při nedostatečné transparentnosti dochází k free riding problému

2.2.2 Německý model (Stakeholder model)

Jak už název napovídá, nejvíce charakteristických rysů tohoto modelu, lze nalézt v německu. Na rozdíl od předchozího modelu, který se zabýval především smluvními vztahy vně firmy, a jehož hlavním cílem je maximalizace zisku investorů, je tento model orientován na smluvní vztahy uvnitř firmy. Podstatou modelu se stává vytváření korektních smluvních vztahů pro strany, které se podílí na dlouhodobém růstu firmy (zaměstnanci, dodavatelé, odběratelé, municipality atd.). Tento model jde v duchu nové institucionální ekonomie. Uvědomuje si specifickou aktivitu, a proto vytváří pevné smluvní vztahy, pomáhající vytvářet silné institucionální zázemí, zabraňující morálnímu hazardu.

Rozpoznání výhody silného institucionálního zázemí není ničím novým pod sluncem.

„Už je to několik let, co bylo rozpoznáno, že etické chování snižuje náklady na sociální spolupráci. Arrow v článku z roku 1992 popsal pravdomluvnost, jako veřejný statek: lhaní může přinést užitek jednotlivci, ale pokud převáží ve společnosti, zvedá náklady shromažďování informací pro všechny účastníky trhu.“ (Mejstřík, 1999:5)

Ted' se znovu vraťme k jednotlivým segmentům naší analýzy a zaměřme se na způsob financování a kapitálový trh. Asi největším rozdílem oproti předchozímu modelu je skutečnost, že bankovní systém je univerzální, neboli banky jsou poskytovatelé půjček i investory. Tím dochází k určitému stupni provázanosti bankovního a firemního sektoru. A proto je většina firem financována skrze bankovní systém, který poskytuje především půjčky dlouhodobějšího rázu. Kapitálový trh je oproti předchozímu modelu značně omezen.

Systém provázanosti mezi bankami a jednotlivými korporacemi umožňuje vznik křížového vlastnictví. Banky jsou držitelé kontrolních balíčků jednotlivých korporací, což jim zaručuje

kontrolní vliv v dozorčí radě. Spolu s bankami je často ze zákona ustanoven určitý počet členů dozorčí rady, který musí být obsažen zástupci odborů či pracovníků společnosti. Systém řízení je nastaven tak, že řídicí jednotkou jsou manažeři, kteří jsou členy představenstva, které je odpovědné dozorčí radě. Kontrola společnosti je uskutečňována přímo skrze dozorčí radu, která hlasuje o budoucnosti manažerů, což je oproti předchozímu modelu, kde docházelo k nepřímé kontrole managementu skrze kapitálový trh, významný rozdíl. Dalším důležitým rozdílem je nutnost konzultace rozhodování o dění uvnitř firmy s členy v dozorčí radě, tato část je uzákoněna.

Přístup k nakládání s informacemi se také podstatně liší od předchozího modelu, který je založen na transparentnosti a likviditě. Tento model je naproti tomu charakterizován vysokými transakčními náklady na získání informací, často dokonce dochází k obchodování na základě insider-tradingu neboli vnitřních informací, které nejsou známy všem účastníkům hospodářské soutěže.

Německý model (Stakeholder model)

Výhody

- velice dobrá možnost monitorování management skrze nepřímé metody nebo pomocí představenstva

Nevýhody

- významní akcionáři, zneužívají svých pozic ve firmě k dosažení svých vlastních cílů, které bývají často protikladné s cíli ostatních akcionářů. K tomu většinou dochází na úkor minoritních akcionářů = špatná ochrana minoritní akcionářů
- sekundární kapitálový trh není likvidní → vysoké náklady na vlastní kapitál a vysoké náklady na odchod malých akcionářů

3. Role institucí v transformaci

Rokem 1989 začalo v Československé republice nové období, které je označeno jako konec socialismu a nástup kapitalistických tržních reforem. V té době ještě Československá republika stála před těžkým úkolem, který zněl transformace ze socialisticky orientované společnosti na společnost tržní. Abychom zvýraznili, jak těžký tento posun od jednoho systému k druhému byl, musíme si uvědomit, že se nejednalo pouze o ekonomickou transformaci, ale změna, která přišla se změnou režimů, zasáhla celé spektrum institucí. Tedy Československá republika stála před reformou hned několika důležitých institucí, mezi které patřila např. instituce vlastnictví, změna zákonodárné moci spojená se změnou ústavy, změna v moci výkonné a také soudní moc měla projít významnou změnou. Pro zběžnější představu poukazuji na cíle, jak je viděl prof. K. Kouba. (Kouba, 2004:6)

Konsensuální pojetí cílů programů transformačního paradigmatu

Přechod od centrálně plánované ekonomiky k ekonomice tržní sledoval tyto cíle:

1. Liberalizací cen a otevřením ekonomiky světovému hospodářství vyvinout flexibilní relativní ceny, které v konkurenčním prostředí výrazně zdokonalí alokační efektivnost.
2. Makroekonomickými stabilizačními politikami zabránit inflační spirále a vytvořit podmínky pro následné snížení zděděné inflace.
3. Privatizovat socialistické podniky.
4. Vytvořit sociální ochrannou síť.
5. Vyvinout tržní infrastrukturu, zejména účinný institucionální rámec na ochranu soukromých vlastnických práv.

Jak bylo již zmíněno, nejednalo se pouze o ekonomické programy, což převážně potvrzují cíle, které se zaměřili na vytvoření sociálního zázemí a vymezení a dodržování vlastnických práv. Pod těmito záměry musíme především vidět pokus o vytvoření stabilního prostředí, které dovoluje všem účastníkům zapojit se do procesu transformace. To ovšem plně

podporuje institucionální přeměnu, neboť jsou to právě instituce, které vytváří stabilní prostředí.

Toto poznání kontrastuje s prvotními koncepty transformace tranzitivních zemí, které za základ braly neoklasickou ekonomii. Neoklasický proud ekonomie studuje ekonomii v již institucionálně ustáleném prostředí, kde jsou instituce velice dobře definovány. Tento přístup je samozřejmě dostatečný pro vyspělé tržní ekonomiky západních zemí, jejichž instituce se již vyvíjejí řadu desetiletí, ale bohužel použití této ortodoxie na transformační procesy je irelevantní, neboť hlavní podmínky této věrouky nejsou splněny. Neoklasická teorie má v osvětlení cenových procesů ve vyspělých tržních ekonomikách neotřesitelnou pozici, ale její aplikování na transformaci bylo chybné. „Zdrojem „prvotního hříchu“ teoretických konceptů počátečních transformačních představ je neoklasická ekonomie.“ (Kouba, 2004:15)

3.1 Instituce

Nyní se tedy více zaměříme na pojem, který v transformacích tranzitivních zemí nemůže být opominut, a tím jsou INSTITUCE. Jak již bylo zmíněno, ignorace tohoto pojmu měla veliké následky na průběh a vývoj transformačních procesů. V současnosti, po několikaletém studiu a bádání, jsou už instituce částečně zakořeněny v ekonomické teorii. S nimi se také ustaluje nová věrouka nové institucionální ekonomie. Jedním z významných ekonomů zabývajících se otázkou institucí v ekonomickém systému je R. H. Coase, který se k problému institucí vyjádřil takto:

„Hodnota, kterou má zahrnutí institucionálních faktorů do celého ekonomického systému je zřetelná na příkladu nedávných událostí ve východní Evropě, kde se postkomunistické státy pokusily přeorientovat na tržní ekonomiku. I přes podpory vlád jednotlivých tranzitivních zemí celý projekt nebyl zcela úspěšný, neboť bez náležitých institucí není žádná tržní ekonomika možná. Kdybychom věděli více o naší vlastní ekonomii, mohli bychom jim lépe poradit.“(Coase, 1991:3)

Když hovoříme o institucích, je potřeba přesněji vymezit jejich definici. Geoffrey M. Hodgson (2006) definuje instituce, jako systém ustálených a rozšířených sociálních pravidel, které vytváří sociální strukturu. V podobném duchu definuje instituce i Jack Knight (1992),

který instituce chápe ve smyslu souboru pravidel, která vytváří konkrétní sociální vztahy ve společnosti.

Zde je potřeba zjistit, jak instituce vytvářejí sociální strukturu společnosti a co zapříčiňuje jejich hluboké zakotvení. V tom nám znovu pomůže G. M. Hodgson, který konstatuje, že „stálost institucí pramení z faktu, že dokážou užitečně vytvářet stabilní očekávání o chování ostatních.“ (Hodgson, 2006:2) Podobně vysvětluje úlohu institucí ve společnosti D. C. North (1990:6), který tvrdí, že za nejdůležitější funkci institucí je považováno zajišťování stability, čehož činí pomocí snižování nejistoty. Obecně lze tedy říct, že instituce jsou omezení, s kterými se stýkáme každý den a které formují naše chování ve společnosti.

Teď, když už si dokážeme představit pod pojmem instituce konkrétní pojetí, je dalším důležitým krokem zaměřením se na rozdělení institucí. Je potřeba zmínit, že rozlišujeme pojem instituce a organizace, kdy druhý z pojmů je speciálním případem instituce. Je možné, že někteří ekonomové by zcela nesouhlasili a odvolávali by se na D. C. Northa (1990), který definoval instituce a organizace takto: „Instituce jsou pravidla hry ve společnosti, nebo formálněji, jsou to omezení vytvořené lidmi, které tvarují vzájemné působení ve společnosti. Důsledkem toho je, že instituce vytvářejí pohnutky k politické, ekonomické nebo sociální směně...Co ovšem musí být od sebe odděleno, jsou pravidla hry a hráči. Smyslem pravidel je definovat způsob, jakým jsou hry hrané. Ale hlavním předmětem hry jednotlivých týmů uvnitř konkrétní sady pravidel je vyhrát hru...Vytváření strategií a schopností jednotlivých týmů s tím, jak se vyvíjí, je oddělený proces od procesu vytváření, vývoje a přijímání následků těchto pravidel.“ (North, 1990:3-5)

V této definici je zřejmá snaha D. C. Northa o oddělení pravidel od hráčů, kteří se pohybují v systému řízeném těmito pravidly. V jeho pojetí jsou hráči organizacemi, neboli se jedná o firmy, odbory, politické strany, školy, atd. Díky této definici se někteří ekonomové domnívali, že organizace nejsou instituce. Toto mylné pojetí je částečně zapříčiněno tím, že hlavním cílem D. C. Northa byla snaha zkoumat celou ekonomiku a objasnit vlivy jednotlivých organizací, ale problémem sociálních vztahů uvnitř těchto organizací se nezabýval. Tedy je otázkou, jak to ve skutečnosti je? Na to nám později sám D. C. North odpověděl. Objasnil, že ve zmíněné definici považoval organizace jako hráče pouze pro účel analytické abstrakce. Tedy závěrem je, že organizace je speciálním případem instituce s vlastní vnitřní sociální strukturou.

Dalším potřebným rozdělením institucí je rozdělení na formální a neformální pravidla. Není zcela lehké si pod pojmy formální a neformální hned představit konkrétní pravidla nebo

omezení. Existuje několik možných interpretací pojmu formální a neformální, např. jsou-li formální pravidla definována jako uzákoněná pravidla, platí potom pro neformální pravidla, že jsou protiprávní? Nebo to pouze znamená, že se nacházejí mimo právní normy? Další možností, jak definovat tyto pojmy, je pomocí „sdělitelné“ znalosti („explicit knowledge“) a „nesdělitelné“ znalosti („tacit knowledge“), kde první ze zmíněných pojmů se vztahuje k formálním pravidlům a druhý k neformálním pravidlům. Další z možných definic rozlišuje formální a neformální pravidla podle způsobu jejich vzniku a vývoje, tedy zda byly vytvořeny uměle nebo vznikly spontánně. Z této množiny možných definic formálních a neformálních pravidel, nám znovu může pomoci D. C. North (1994), který definuje formální omezení jako pravidla, zákony a právní ustanovení a neformální omezení jako normy chování, konvence a sebekontrolu.

3.1.1 Institucionální vývoj

„Je to vztah mezi institucemi a organizacemi, který tvaruje institucionální vývoj ekonomiky. Jestliže instituce jsou pravidla hry, organizace a jejich řídicí pracovníci jsou hráči. Kde organizace jsou složeny ze skupin jedinců sdružených k obecnému důvodu dosažení určitých cílů.“ (North, 1994:361)

V duchu předešlé citace se na organizaci zaměříme jako na hráče v prostředí s danými institucionálními pravidly. Je zřejmé, že každá organizace má své interní uspořádání smluvních vztahů, které z ní vytváří speciální případ instituce. Na tento poznatek přišel R. H. Coase (1990), který existenci firmy vysvětlil pomocí transakčních nákladů. Nás zde ovšem nebude zajímat interní struktura organizace, ale podíváme se na chování organizace v daném institucionálním prostředí. Organizace, jako hráč, stejně tak jako každý jedinec, se snaží o maximalizaci svého užitku, v případě firem či korporací budeme mluvit o zisku či hodnotě aktiv. Tato snaha vede k soutěži na ekonomických, ale i politických trzích. Důležitým faktorem, který organizacím pomáhá se zorientovat na těchto trzích, jsou předešlé zkušenosti a znalosti. Jde o tzv. „learning by doing“, kdy se organizace za pochodu učí novým znalostem.

Ovšem v reálném světě, kde instituce často nejsou dostatečně dobře definovány, a tedy existuje větší míra nejistoty a s ní spojené riziko, se mění cíle organizací. Organizace se již nesnaží maximalizovat zisk v daném institucionálním prostředí, ale snaží se být

životaschopné. Úspěšnost těchto organizací nezáleží jen na jejich struktuře, strategii či technologii, ale daleko významnějším prvkem je institucionální prostředí, v kterém se tyto organizace nacházejí. Pokud se organizace nacházejí v institucionálním prostředí, které podporuje vědu a výzkum, školství, snaží se o stabilní politickou situaci a podobně se chová i v jiných částech institucionálního prostředí, pak organizace mají daleko větší možnost dosahování zisků.

Důležitými pojmy, které hrají ve vývoji institucionálního prostředí významnou roli, jsou alokační a adaptační efektivnost. Co se skrývá za pojmem alokační efektivnost, už bylo v této podkapitole několikrát zmíněno. Alokační efektivnost je snaha firem o maximalizaci zisku v konkrétním institucionálním prostředí. Na druhé straně adaptační efektivnost je snaha o dynamičnost ekonomiky a institucionálního prostředí. Důležitým faktorem adaptační efektivnosti je podnikatel, který zde hraje roli inovátora, který se učí ze svých předešlých chyb a hledá nové možnosti pro vývoj a ekonomický růst. D. C. North (1990) považuje adaptační efektivnost jako nezbytnou součást trvalého ekonomického vývoje ve společnosti. Uplatňování adaptační efektivnosti závisí na stimulech a pohnutkách, které jsou součástí institucionálního prostředí.

Posledním důležitým pojmem je „path dependancy“. Pojem „path dependancy“ znamená, že současné instituce jsou ovlivněny předešlým institucionálním rámcem. Jakmile se instituce vydají určitým směrem, vliv tohoto směru se projeví v institucionální prostředí společnosti. Proto tedy možnost inovace institucí je výrazně ovlivněna jejich předchozím vývojem.

Některé instituce jsou vytvořeny uměle, obvyklé je to především u formálních pravidel, jako je ústava, právní systém, systém sociálního zabezpečení atd. Druhým možným vznikem je spontánní vývoj institucí během mnoha let. Důležitými faktory, kterými dochází k spontánnímu vzniku institucí, jsou alokační a adaptační efektivnost.

3.1.2 Institucionální změny roku 1948

Rokem 1948 dochází k významné změně institucionálního prostředí v Československé republice. Jedná se o změnu rozsáhlého charakteru, která zasahuje instituce v celém jejich hierarchii. Nás ovšem nejvíce bude zajímat změna institutu soukromého vlastnictví a její vliv na hospodářskou soutěž.

Změna soukromého vlastnictví byla ustanovena v nové ústavě, která definovala pouze dva druhy vlastnictví:

- a) státní vlastnictví
- b) skupinové vlastnictví

Tedy definice soukromého vlastnictví téměř úplně vymizela. Byla rádobý nahrazena definicí osobního vlastnictví, které ovšem oproti soukromému vlastnictví postrádalo některé jeho charakteristické znaky. Tyto formy vlastnictví předurčovaly možnosti jejich „správy“, kdy vznikalo státní (celospolečenské) vlastnictví a vlastnictví družstevní.

S reformou v instituci vlastnictví muselo dojít k změně organizačních struktur uvnitř jednotlivých organizací. Důsledkem státního vlastnictví byla „vertikální integrace“ celé ekonomiky do jedné obří organizace, která měla být hierarchicky řízena.

L. Mlčoch (2005:158) se k výkonu corporate governance v socialistickém hospodářství vyjádřil takto: „K výkonu „corporate governance“, která u státního socialismu jaksi splynula s problémem „state governance“, si vytvořil stát zvláštní řídicí organizační strukturu, která se vyznačovala dvěma základními rysy:

- a) hierarchickou (víceúrovňovou) řídicí vertikálou
- b) organizační monopolizací a kartelizací ekonomiky v horizontálním směru.“

Na vrcholu tohoto hierarchického řetězce stála vláda a Státní plánovací komise. Na nižším hierarchickém stupni se nacházely tzv. odvětvová či rezortní ministerstva. Dále směrem dolů ještě existovaly různě modifikované řídicí struktury tzv. středního článku řízení (generální ředitelství, oborová ředitelství, atd.). Analogickým systémem platil také pro kolektivní vlastnictví. Jediným rozdílem oproti celospolečenskému vlastnictví bylo, že v sektoru družstevního vlastnictví často existovaly daleko komplikovanější hierarchické vazby. Vedle hierarchizovaných hospodářsko-organizačních struktur byla vytvořena politicko-mocenská struktura, která fungovala na systému státní a správní moci. Tato politická struktura se ovšem stala nedílnou součástí hospodářských struktur, neboť to byli právě členové této struktury, kteří rozhodovali o personálním obsazení významných postů ve vedení socialistických organizací. Pokud se zaměříme na správu společnosti neboli „corporate governance“, zjišťujeme, že v tomto konkrétním případě je tento pojem velice spjat s pojmem „state governance“, který se zabývá optimálními vztahy uvnitř státu. Toto zjištění není nijak překvapivé, když vezmeme v úvahu ekonomickou strukturu tohoto systému. Ekonomické aktivity jsou zde odebrány organizacím a jsou převedeny na vertikální a horizontální

organizační struktury ekonomiky. Tím docházelo k akumulaci vlastnických práv na řídicích místech.

L. Mlčoch (2005:160) použil k analýze vlastnických práv za „reálného socialismu“ popisu rozhodovacích procesů, na kterých poukázal na rozdíly mezi klasickou definicí vlastnických práv a vlastnických práv za „reálného socialismu“.

„Tyto rozdíly jsou:

- a) ochrana očekávání subjektů sankcionována především mocensko-politicky, nikoliv právně
- b) vlastnická práva v bližší specifikaci jsou neúplná, zejména co do nesení (negativních) důsledků onoho disponování
- c) složitý systém diverzifikace ekonomické subjektivity, jehož popis je již jádrem deskripce „reálného socialismu“.“ (L. Mlčoch, 2005:160)

Nyní se zaměříme na organizační strukturu firem. Tu lze popsat jako koalici vnitřních a vnějších vztahů. Podobně jako v tržní ekonomice byli aktéři rozděleni na vnitřní a vnější.

Vnitřní účastníci koalice

- a) kontrolní skupina - skupina nejvýznamnějších mocenské struktury v podniku (manažeři, vedoucí hospodářští pracovníci)
- b) úředníci - řadoví pracovníci tvořící řídicí aparát s kontrolní skupinou
- c) dělnická aristokracie - kategorie dělníků, která měla vazbu na mocenské struktury, a která svými profesemi měla určité privilegované postavení
- d) řadoví dělníci - nepriviligovaná skupina dělníků

Vnější účastníci koalice

- a) představitelé nadřazené hierarchické struktury moci - zástupci rezortních ministerstev, cenových úřadů, bank
- b) představitelé specifického socialistického trhu - odběratelé a dodavatelé

Tak jako v klasickém tržním prostředí i zde se manažeři, členové kontrolní skupiny, snažili o získání maximálního užítku. Ten byl v prostředí nedostatkové ekonomiky se silnou asymetrickou informovaností reprezentován především nadměrnými zásobami. Hlavním cílem kontrolních skupin bylo získat co nejvíce zdrojů. Toho se snažili dosáhnout vytvářením neformálních vztahů s členy vnější koalice, kteří představovali kontrolní jednotku firem.

Celý tento proces došel dokonce tak daleko, že docházelo k výměně rolí mezi členy vnitřní a vnější koalice. Členové nadpodnikových struktur byli najímáni kontrolními skupinami. Významnou roli v tomto procesu sehrála silná asymetrická informovanost, která umožňovala kontrolním skupinám ovládat členy nadpodnikových struktur. Nejúspěšněji si v této hře vedly kontrolní skupiny velkých a významných podniků.

Nepřítomnost důležitých institucí v socialistickém systému nahrávala vzniku nových a často nepsaných forem dohod na principu důvěry a předchozí spolupráce. Mezi takovéto vztahy patřily např. speciální odběratelsko-dodavatelské vztahy.

Socialistické podniky na rozdíl od podniků, které se nacházejí v podmínkách tržní ekonomie, nikdy nepoznaly tzv. „hard budget constraint“ (tvrdé rozpočtové omezení), které je založené na principu minimalizace nákladů a maximalizace zisku. Oproti tomu se u socialistických podniků rozmohl trend „soft budget constraint“ (měkkého rozpočtového omezení), které není v klasické tržní ekonomice životaschopné. Problémem měkkého rozpočtového omezení a jeho pozdějším vlivem na transformační procesy se budeme více zabývat v následujících kapitolách.

Socialistický systém, který zde přetrvával až do roku 1989, nechal vzniknout specifické struktury formálních a neformálních institucí. Spolu s těmito institucemi pak vytvořil speciální formu správy organizací.

4. Měkké rozpočtové omezení

4.1 Definice pojmu „měkké rozpočtové omezení“

V této kapitole se budeme zabývat tzv. „měkkým rozpočtovým omezením“ neboli „soft budget constraint“ (dále jen SBC¹). Oproti klasické tržní ekonomice, v které se tento problém téměř nevyskytuje, ekonomiky socialistického zaměření byly tímto problémem prokány. Důležitost zkoumání SBC syndromu v transformačních procesech je zřejmá právě díky převládající neznalosti tohoto problému v západních ekonomických proudech. Znovu se tedy vracíme k problému implementace západních institucí na prostředí, v kterém se vyvíjely a existovaly úplně jinak definované instituce.

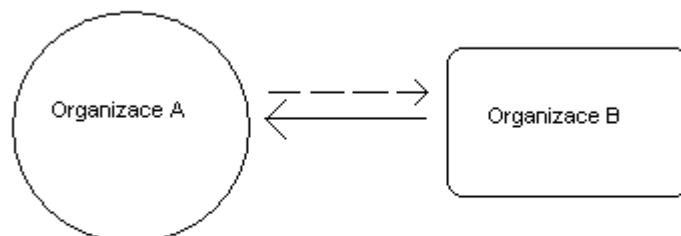
„Výraz „soft budget constraint“ syndrom je vypůjčen z mikroekonomické terminologie rozpočtového omezení. Týká se v přeneseném slova smyslu specifického sociálního syndromu, nacházejícího se v ekonomické realitě. Syndrom obvykle znázorňuje typické uspořádání motivů vytvořené charakteristickými okolnostmi.“

(Kornai, Maskina, Rolanda, 2003)

K objasnění tohoto fenoménu je tedy zapotřebí bližšího prozkoumání symptomů, které jsou charakteristické při vzniku SBC a okolností, které k tomuto vzniku napomáhají.

Klasické schéma SBC problému vypadá takto:

Schéma 1: Vztah organizací v syndromu SBC



¹ Zkratka SBC je převzata z anglického názvu pro měkké rozpočtové omezení neboli „soft budget constraint“.

Organizace A čelí konkrétnímu rozpočtovému omezení. Toto rozpočtové omezení nutí organizaci A k pokrývání svých výdajů příjmy. Nyní si ovšem představme situaci, kdy organizace A již není schopna plně pokrýt své závazky, tedy dostává se do situace, v níž vzniká deficit. Pokud dále pokračuje situace, v které není firma schopna plně pokrýt své výdaje, deficit narůstá. Tato situace nakonec vyústí v stav, v kterém organizace bez cizí pomoci není schopna přežít. Podle Kornai, Maskina a Rolanda (2003) organizace čelí tvrdému rozpočtovému omezení neboli „hard budget constraint“ (dále jen HBC²) do té doby, než nezíská podporu od jiných organizací k pokrytí deficitu. A v případě, že deficitní hospodaření přetrvává, je nucena k snížení nebo ukončení své aktivity.

Nyní se dostáváme k organizaci B, která hraje neméně důležitou roli v schématu SBC. Celý problém SBC totiž vzniká pouze až v momentu, kdy se do hry zapojí organizace B, která nabízí pomoc ve formě pokrytí části nebo celého deficitu organizace A.

4.2 Motivy SBC syndromu a prostředky jeho dosahování

Na schématu 4 je znázorněn princip, na kterém probíhá proces SBC. Toto schéma nám také pomůže odhalit některé fundamentální motivy vzniku SBC syndromu. Organizace A, která se nachází ve finančních problémech, využívá svého vlivu k dosažení podpory od organizace B, tento proces je reprezentován čárkovanou úsečkou. Motiv tohoto jednání je zřejmý v prostředí, kde dochází k maximalizaci zisku, na druhou stranu v prostředí neziskových organizací se tento motiv transformuje na motiv přežití.

Role organizace B je zde znázorněna plnou úsečkou, která symbolizuje podporu organizace A. Pro organizaci B existují dva hlavní motivy podpory organizace A. Tyto motivy se dělí podle toho, zda organizace B podporuje organizaci A dobrovolně či z nutnosti. Druhý ze zmíněných motivů popisuje situaci, v které se organizace B díky prohibitivním nákladů na vymáhání svých pohledávek vůči organizaci A dostává do pozice, v které nedobrovolně podporuje organizaci A. K tomuto problému se vyjadřují Kornai, Maskin a Roland (2003:7) v tom smyslu, že „schopnost vymáhání daňových závazků a privátních smluv je nezbytnou podmínkou pro zajištění HBC.“

Naproti tomu první ze zmíněných pojmů líčí situaci, v které organizace B dobrovolně podporuje organizaci A. Je zřejmé, že existuje mnoho různých motivů, které vedou organizaci

² Zkratka HBC je převzata z anglického názvu pro tvrdé rozpočtové omezení neboli „hard budget constraint“.

B k podpoře organizace A, ale v této práci se zaměříme pouze na typické motivy, tak jak je viděli Kornai, Maskin a Roland v práci „Understanding the Soft Budget Constraint“.

Mezi typické motivy pro SBC patří:

- a) Převedlé obchodní styky s BC-organizací³ - S-organizace⁴ (banka nebo investor) může být sama donucena na principu svého nejlepšího zájmu k politice rozšiřování úvěrů a investic deficitním BC-organizacím. K tomu často dochází v tom případě, pokud již investovala nějaká aktiva do této organizace, a tedy odmítnutím pomoci by ztratila převedlé investice.
- b) Paternalismus - je dalším případem, který je dostatečnou motivací S-organizací poskytnout pomoc zadluženým BC-organizacím. Nejvíce dochází k tomuto problému, pokud se jedná o státní firmy.
- c) Hierarchické uspořádání - motivuje vedoucí pracovníky k tendenci předcházení finančních neúspěchů. Především případy rozsáhlých kolapsů na nižších úrovních mohou naznačovat, že selhává kontrola vedoucích pracovníků. Napravení těchto škod pak může odvrátit pocit nedostatečné aktivity vedoucích pracovníků.
- d) Dominový efekt - někdy záchrana BC-organizace může znamenat snahu S-organizace zabránit vážnějším následkům případného zániku BC-organizace. Pokud velká korporace zanikne a nesplatí své závazky svým ručitelům, pak nebudou ručitelé schopni dostát svým závazkům. To může přivodit celý řetězec bankrotů v ekonomice.
- e) Známosti, politické tlaky a korupční jednání - tyto vlivy jsou také nedílnou součástí SBC schématu.

Když už známe nejtypičtější motivy SBC syndromu je potřeba se soustředit na prostředky změkčování rozpočtového omezení.

³ pojem BC-organizace (budget constraint organization) je přejat z práce (Kornai, Maskin, Roland, 2003)

⁴ pojem S-organizace (support organization) je přejat z práce (Kornai, Maskin, Roland, 2003)

Tyto prostředky se dají rozdělit do tří skupin:

- a) fiskální prostředky
 - daňové výhody
 - prodlužování termínu splatnosti daní
 - dotace
- b) úvěry
 - půjčky finančně nezdravým firmám
 - posouvání splatnosti úvěrů
 - levné úvěrové programy
- c) jiné (např. tržní protekcionismu)
 - administrativní omezení
 - vysoké bariéry vytvořené tarify
 - vysoké bariéry vstupu

Důležitým předpokladem celé teorie SBC jsou očekávání a mentalita organizací. BC-organizace totiž musí očekávat, že při případném neúspěchu se zde objeví S-organizace, která jim přispěchá na pomoc. Tento předpoklad očekávání se nepřímo vztahuje k dalšímu charakteristickému rysu SBC a to dlouhodobosti vztahu mezi BC-organizací a S-organizací. Platí, že většina SBC vztahů je dlouhodobějšího rázu.

Hlavním důsledkem SBC syndromu je pokřivení systému exitu organizací z trhů. Při klasické HBC systému dochází při ztrátovém hospodaření organizace k jejímu zániku a odchodu z trhu. To ovšem neplatí pro SBC systém, v kterém přežívají i ztrátové organizace. To samozřejmě ovlivňuje v negativním světle vývoj organizací a ekonomiky.

„Teorie SBC syndromu nám pomáhá osvětlit roli S-organizací ve vytváření deviací v systému exitu, které vznikají oslabením nebo dokonce eliminací „tvořivé síly“ Schumpeterského procesu.“ (Kornai, Maskin a Roland, 2003:13)

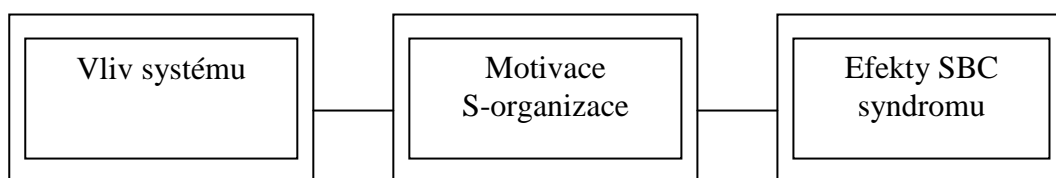
Další efekty spojené s teorií SBC syndromu jsou vzorce chování. Ty jsou často ovlivněny očekáváním BC-organizací, které jsou si dobře vědomy možnosti ne zcela ekonomického jednání. To vede k zanedbávání cenového systému jako informačního centra.

4.3 Základní teoretické modely SBC syndromu

V této podkapitole se zaměříme na problém SBC syndromu poněkud více teoreticky a ukážeme si některé modely, které rozebírají problém SBC. Jestliže se zabýváme syndromem SBC, pak musíme mít vždy na mysli, že se jedná o složitý řetězec kauzálních vztahů.

4.3.1 Dynamický projev SBC syndromu

Schéma 2: Kauzální řetězec vztahů SBC syndromu



Toto specifické uspořádání je charakteristickým rysem každého SBC syndromu. Pojem „Vliv systému“ zastupuje polito-ekonomicko-sociální prostředí, v kterém vznikají motivy pro vytváření SBC syndromu. Druhým pojmem v kauzálním řetězci je „Motivace S-organizace“, ten reprezentuje motivy, které podporují vznik SBC syndromu. A posledním pojmem v řadě je „Efekt SBC syndromu“, ten vyjadřuje důsledky, které SBC syndrom vytváří.

V předchozí kapitole jsme si již definovali, co se skrývá pod pojmem SBC syndrom. Nyní se k této definici vrátíme a pokusíme se podrobněji rozebrat problém, který vzniká tímto syndromem. Z podrobného rozebrání motivů, prostředků, chování a efektů SBC syndromu, které jsme provedli v minulé kapitole, lze problém SBC charakterizovat, jako neschopnost supporting organizations (S-organizací) přestat s rozšiřováním úvěrové politiky vůči budget constraint organization (BC-organizace), poté co již byly uskutečněny první investice. Tím se celý problém stává dynamickým procesem, který je ve své podstatě omezen na rozdílné ochotě S-organizací investovat ex-ante a ex-post do BC-organizací.

4.3.2 Dewantripont-Maskin model

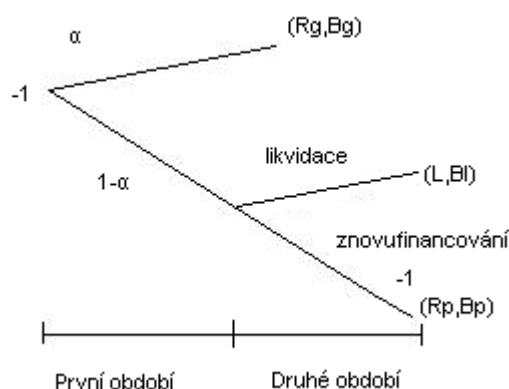
Jedním z fundamentálních modelů pohlížející na SBC syndrom, jako dynamický proces zavázání se, je Dewantripont-Maskin model. Tento model se vyvinul z modelu, který prezentoval Schaffer (1998), a snažil se odpovědět na některé otázky, na které jeho předchůdce nenašel dostatečné odpovědi. Dewantripont-Maskinův model je založen následujícími předpoklady:

- a) existuje jedno centrum, které funguje jako zdroj financí
- b) existuje několik firem, řízené jedním manažerem, které k podstoupení projektu vyžadují vnější financování
- c) celý proces financování probíhá ve dvou časových obdobích

V prvním období jednotliví manažeři firem rozhodují, který projekt si jejich firma vybere a jestli ho předloží k financování. Manažeři mají možnost vybrat si ze dvou možných projektů. Ty jsou rozděleny na dobré s pravděpodobností α a slabé s pravděpodobností $(1-\alpha)$. Jakmile je projekt vybrán manažeři vědí, zda se jedná o dobrý či špatný projekt, ale představitelé centra tuto informaci nemají, tedy dochází zde k informační asymetrii.

Pokud je projekt předložen k financování musí se centrum v prvním období rozhodnout, zda bude tento projekt financovat. Náklady financování jsou rovny jedné. Dobrý projekt, který je financován, přináší v druhém období hrubý finanční výnos $R_g(>0)$ a soukromý prospěch firmě $B_g(>0)$. Na druhou stranu špatný projekt přináší v druhém období nulový finanční zisk. Potom je možností pro centrum, jak získat zpátky část poskytnutých finančních aktiv, likvidace firemních aktiv. Tato likvidace umožní získat zpátky finanční prostředky v hodnotě $L(>0)$ a firma získá čistý soukromý užitek $B_l(<0)$. Centrum má i druhou možnost jak reagovat v případě slabého projektu. Tato možnost je reprezentována refinancováním projektu. V tom případě centrum poskytne další finanční aktiva v hodnotě 1 na podporu projektu. Poté v druhém období je hrubý finanční výnos roven $R_p(>0)$ a manažerský prospěch $B_p(>0)$. Centrum vybírá refinancování projektu s pravděpodobností σ a likvidaci aktiv s pravděpodobností $(1-\sigma)$.

Schéma 3: Dewantripont-Maskinův model



Hodnota parametru σ náleží intervalu $[0,1]$, to vyplývá z definice σ jako pravděpodobnosti. Pokud hodnota parametru je rovna jedné, znamená to, že centrum se přiklání k variantě refinancování, firmy se nacházejí v prostředí s měkkým rozpočtovým omezením. Pokud hodnota parametru sigma je rovna nule, centrum se rozhodlo pro likvidaci aktiv firmy, firmy se nacházejí v prostředí s tvrdým rozpočtovým omezením. Je tedy zřejmé, že parametr σ je měřítkem, které udává stupeň „měkkosti“ rozpočtového omezení.

Prostředí, v kterém se manažeři nalézají, významným způsobem ovlivňuje jejich chování. Za předpokladu, že všechny hrubé peněžní výnosy se vracejí do centra, platí, že manažeři předloží špatný projekt k financování, pokud:

$$\sigma B_p + (1 - \sigma) B_L \geq 0$$

Z této nerovnice lze odvodit, že

$$\sigma \geq \frac{-B_L}{B_p - B_L} \equiv \underline{\sigma}.$$

Tedy existuje minimální hodnota parametru $\underline{\sigma}$, od které budou manažeři předkládat k financování slabé projekty.

Nyní se vraťme zpět k centru a jeho motivech k financování projektů ex-ante a likvidaci či refinancování ex-post. Stanovíme si centrum jako stát, který maximalizuje společenský blahobyť z předložených projektů, v našem případě se bude jednat o finanční výnosy, soukromý užitek firem a externí „efekt E “⁵ projektu na celou ekonomiku.

Pokud platí předchozí předpoklady a máme

⁵Externí efekt E reprezentuje např. vliv vzniku nezaměstnanosti při zániku organizace.

$$\alpha(R_g + B_g + E_g - 1) + (1 - \alpha)(R_p + B_p + E_p - 2) > 0,$$

kde E_p symbolizuje externí efekt na ekonomiku slabého projektu, pak stát bude refinancovat daný projekt.

Je potřeba podotknout, že tato rovnice se vztahuje k investicím státu ex-post, a tedy nemá nic společného s investicemi ex-ante.

Pro stát se ex-ante financování slabého projektu vyplatí, pokud náklady na financování nepřekročí výnosy z tohoto financování. Matematicky to lze zapsat takto:

$$1 < R_p + B_p + E_p - 1.$$

Opakem, kdy se nevyplácí ex-ante investovat do slabého projektu, je situace, kdy platí:

$$1 > R_p + B_p + E_p - 1.$$

Z charakteru rovnic je zřejmé, že ex-ante investice nemají vliv při rozhodování státu o refinancování či likvidaci. Potom z informační asymetrie zabudované do modelu a předešlých rovnic vyplývá rozdílná ochota S-organizací (státu) investovat ex-ante a ex-post do BC-organizací (firem). A je to právě tento rozdíl, který dává problému SBC dynamický charakter.

Řešením tohoto problému je donutit manažery nepředkládat slabé projekty k financování. Toho lze docílit tím, že se stát zaváže nepomáhat firmám s finančními potížemi a dlouhodobě tuto politiku bude dodržovat. V té chvíli pro manažery, kteří předloží špatný projekt k financování, platí, že v druhém období dojde k likvidaci aktiv firmy a oni získají $B_l (< 0)$. A tedy tím stát docílí svého cíle.

Ovšem pokud se stát nezaváže plnit takovýto závazek, bude docházet k refinancování špatných projektů, a proto budou mít manažeri motivaci tyto projekty předkládat k financování.

Jednou z hlavních příčin celého problému SBC je nejistota, která panuje v našem modelu. Pokud by totiž centrum (stát) bylo schopno ex-ante určit, jestli je projekt dobrý nebo špatný, mělo by možnost racionálně se rozhodnout, zda má daný projekt financovat.

Jelikož v našem modelu centrum tuto schopnost nemá, musí se rozhodnout, zda bude financovat všechny projekty nebo naopak žádný z projektů.

Jestliže platí následující nerovnice:

$$\alpha(R_g + B_g + E_g - 1) + (1 - \alpha)(R_p + B_p + E_p - 2) > 0,$$

pak centrum bude ochotné financovat předložené projekty.

Tedy jestliže

$$\alpha > \frac{2 - R_p - B_p - E_p}{R_g + B_g + E_g - R_p - B_p - E_p + 1} \equiv \alpha^s$$

a $L + B_L < 1$, $\alpha > \alpha^s$, pak jediným rovnovážným bodem je situace, v které manažeri předkládají k financování slabé projekty, všechny projekty jsou financovány státem a zároveň všechny slabé projekty jsou refinancované ($\sigma = 1$).

5. Transformační procesy

5.1 Privatizace

Cílem této kapitoly je objasnit důsledky rozsahu privatizace a zvolených způsobů privatizace. Především se zaměříme na vliv, který privatizace měla na restrukturalizaci podniků.

Změna struktury vlastnických práv je jeden ze základních kamenů, které jsou potřeba vykonat, pokud transformujeme socialistickou ekonomiku na ekonomiku tržní. Tento fakt je spojen s tím, že do podniků je potřeba přivést „know-how“, které dokáže být konkurenceschopné.

Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, za socialistické éry bylo socialistickou ústavou definováno pouze státní vlastnictví a skupinové vlastnictví. Současně s těmito vlastnickými právy, respektoval právní řád i vlastnictví osobní a v malém rozsahu i soukromé. Důsledkem této vlastnické struktury byl fakt, že Československá republika měla nejmenší soukromý sektor z tranzitivních zemí, tento sektor zaměstnával pouze okolo 1,2% pracovní síly a produkoval zanedbatelnou část nepřesahující 4% národního důchodu.

Privatizace, jako transfer státem ovládaných vlastnických práv do soukromých rukou, probíhala ve třech stádiích: restituce, malá privatizace a velká privatizace.

Výsledkem privatizačních procesů byla vysoká produktivita soukromého sektoru, která v roce 1996 tvořila až 74% národního důchodu.

Tabulka 1: Produktivita soukromého sektoru (v procentech HDP)

Roky	Česká republika	Maďarsko	Polsko	Bulharsko	Rumunsko
1990	12	25	31	9	16
1991	17	30	42	12	24
1992	28	42	45	18	26
1993	45	50	48	25	32
1994	56	60	70	30	39
1995	64	68	75	32	45
1996	74	75	78	34	50

Zdroj: IMF

Prvním krokem, který probíhal v letech 1990 až 1991, byla restituce, která navracela původním vlastníkům nebo jejich dědicům zemědělskou půdu, obytné budovy a části průmyslového zařízení a budov, které byly znárodněny komunistickým režimem po roce 1948. Majitelé znárodněného průmyslového zařízení a budov dostávali pouze procentuální část svého majetku, s možností odkupu zbytku od státu za zvýhodněných podmínek⁶. Přibližně se při restituci jednalo o 200.000 požadavků o navrácení zemědělské půdy a 70.000 požadavků o navrácení obytných domů. Celková účetní hodnota tohoto majetku se pohybovala okolo 200 miliard korun. (Hanousek, Kočenda, 2003)

Malá privatizace, která probíhala od dubna 1991 do prosince 1993, se především zabývala malými hospodářskými jednotkami, jako jsou obchody, restaurace a menší průmyslové společnosti. Tato aktiva byla prodána formou veřejných dražeb, kterých se mohli účastnit pouze čeští občané nebo firmy založené českými občany. Bylo zakázáno, aby kupující převáděli vlastnická práva na zahraniční fyzické či právnické osoby. Přes 22.000 malých jednotek, o celkové účetní hodnotě 30 miliard korun, bylo zprivatizováno touto cestou. (Earle, Frydman, Rapaczynski, Turkenewitz, 1994)

⁶ Většinou se jednalo o odprodej za účetní hodnotu, nebo možnost přímého odprodeje pouze jednomu vlastníkovi.

Majetek v hodnotě 350 miliard korun byl převeden na municipalities (města, obce). Dále družstva v celkové hodnotě 150 miliard korun byla transformována na jiné formy podniků.

Tedy před Velkou privatizací byl již zprivatizován majetek v přibližné hodnotě 730 miliard korun. Ovšem jednalo se pouze o malé firmy a podniky, které neměly takový význam pro ekonomiku, jako průmyslové kolosy, které měly být teprve zprivatizovány.

Velká privatizace

Nejdůležitější částí privatizace byla tzv. „velká privatizace“, která probíhala od jara roku 1991. Jejím úkolem byla privatizace hospodářských jednotek, které doposud nebyly zprivatizovány. V České republice mezi všemi možnými způsoby privatizace těchto podniků převážil způsob kupónové privatizace. Nejlépe lze tento fakt prezentovat v následující tabulce, která shrnuje způsoby privatizace a hodnoty aktiv, které byly zprivatizovány.

Tabulka 2: Česká privatizace

Tabulka 1: Česká privatizace v číslech – Strom velké privatizace

STÁTEM VLASTNĚNÁ PRODUKTIVNÍ AKTIVA: 1780 mld. Kč		Privatizováno před Velkou privatizací: 580		Restituce: 200		
				Převod na města a obce: 350		
				Malá privatizace: 30		
Velká privatizace: 1200*	Schváleno pro privatizaci a převedeno z MF na FNM (30.12.1993): 871.6	První vlna kupónové privatizace (1991-93) 374.5*	Kupóny: 212.5	Fondy: 153.0	14 nejv. IS: 17.8	
				DIKové: 59.5	Ost. fondy: 35.2	
			Stát: 75*			
			Ostatní: 60*			
		Druhá vlna kupónové privatizace (1993-94) 200-250*	Kupóny: 155.0	Fondy: 98.5	14 nejv. IS: 61.1	
				DIKové: 59.5	Ost. fondy: 37.4	
			Stát & ostatní: 45-95*			
		Nekupónově: 150-200*				
		Standardní metody: 81.3	Veřejné dražby: 5.8			
			Veřejné soutěže: 19.2			
Přímé prodeje: 46.3						
Bezúplatné převody: 30						
Restituce: 16						
Stát: 300*						
Likvidace: 30*						

Poznámka: Údaje (v mld. Kč) označují účetní hodnotu aktiv privatizovaných jednotlivými metodami. Autorovi nezbyvá než smutně konstatovat, že žádná lepší data o hodnotě privatizovaných aktiv než účetní hodnoty majetku, pocházející navíc z různých období, nejsou k dispozici. Kromě privatizace státem vlastněných aktiv proběhla ještě před velkou privatizací transformace družstevního majetku v celkové účetní hodnotě 150 miliard korun na obchodní společnosti v soukromém vlastnictví.

* označuje přibližně zaokrouhlené číslo, které se může lišit ne více než o deset procent od skutečné hodnoty. Nepřesnost je dána rozdíly údajů v různých zdrojích.

Zdroje: Ministerstvo financí, Fond národního majetku, Earle-Frydman-Rapaczynski-Turkewitz (1994), Mejstřík (1993), Mládek (1994), Kočenda (1999), autorovy výpočty.

Zdroj: (Vychodil, 2004:50)

Průběh velké privatizace měl následující schéma“Podniky byly rozděleny do čtyř skupin:

- firmy, které měly být zprivatizovány v první vlně velké privatizace
- firmy, které měly být zprivatizovány v druhé vlně velké privatizace
- firmy, které měly být zprivatizovány později (po pěti letech)
- firmy, které měly být zlikvidovány

(Hanousek, Kočenda, 2003)

Po prvních dvou privatizačních kolech vypadala struktura vlastnictví následovně:

- stát si ponechal 25% z celkové hodnoty aktiv, jednalo se o stoprocentní nebo dominantní podíly ve strategických odvětvích
- dalších 15% z celkové hodnoty aktiv podniků bylo likvidováno, nebo převedeno na municipality nebo restituováno.
- standardními metodami bylo zprivatizováno 15% z celkové hodnoty aktiv
- a nakonec 45% z celkové hodnoty aktiv bylo zprivatizováno skrze kupónovou metodu

Velká privatizace měla za úkol převést vlastnická práva důležitých podniků do soukromých rukou. Tento transfer práv byl viděn jako nutné a vhodné řešení restrukturalizačního problému zmíněných podniků. Jelikož z předešlých údajů je zřejmé, že kupónovou privatizací prošlo 60% všech privatizovaných aktiv, je nezbytné se zabývat důsledky, které sebou tento systém přinesl.

5.1.1 IPF

Obavy, které vyvstaly se změnou vlastnických práv, pomohla v částečné míře vyřešit kupónová privatizace, která představovala rychlou a transparentní cestu. Nad druhou stranu každá mince má i svou rubovou stranu, a tak očekávanými negativními důsledky kupónové privatizace byl nedostatek kapitálu potřebného na restrukturalizaci podniků a obava z rozdrobeného vlastnictví, které by zapříčinilo vznik odděleného vlastnictví, tedy přesunutí kontroly nad podnikem do rukou manažerů. Reakce na možné rozdrobení vlastnictví dala vzniknout investičním privatizačním fondům (dále pouze IP fondy), které měly v zájmu drobných akcionářů provádět kontrolní funkce uvnitř podniků. Kromě monitorovací funkce IP fondy měly poskytnout drobným investorům (DIKům⁷) dostatečné možnosti k investování jejich kupónů.

Abychom mohli posoudit, jak dobře svoji roli IP fondy vykonávali, je vhodné podrobněji nastínit, o jaký druh instituce se jednalo a jak probíhal její vývoj. Vznik IP fondů, jak již bylo

⁷ DIK = držitel investičních kupónů

řečeno, byl úzce spjat s kupónovou privatizací. Tedy není velkým překvapením, že prvním právním dokument, který se o IP fondech zmínil, byl Zákon o velké privatizaci⁸.

Od začátku byly IP fondy omezeny několika podmínkami, které z nich vytvářely instituci velice podobnou západním uzavřeným podílovým fondům. K podmínkám, které dovolovaly vytvoření IP fondů, patří následující omezení:

- a) minimální základní jmění 100.000 Kč
- b) kvalifikace členů managementu fondu
- c) smlouva se zakladatelem fondu
- d) svolení Ministerstva vnitra

První vlna kupónové investice začala pomalu. Do ledna roku 1992 pouze 20% ze všech způsobilých účastníků si pořídilo kupónovou knížku. Avšak v následujících měsících, především díky agresivním kampaním nově vznikajících IP fondů, které slibovali až 1000% výnosy po prvním roce, výrazným způsobem vzrostl zájem o IP fondy. Tento boom odstartoval novou vlnu kupónové privatizace, kde hlavní slovo již měly IP fondy. Na konci této privatizační vlny se kupónové privatizace zúčastnilo 75% způsobilých občanů. Z toho ze všech aktiv, které byly zprivatizovány kupónovou metodou, bylo 72% umístěno v 264 českých IP fondech a zbylých 28% drželi jednotliví občané. Tedy vzniklo prostředí, v kterém byla silná koncentrace vlastnictví v rukou IP fondů. To prezentuje i tabulka č. 3, která pokazuje na fakt, že přes 65% tržního podílu bylo drženo ve vlastnictví pouze devíti společností.

⁸ Zákon o konsolidaci převodu státního majetku na jiné osoby, č. 92/1991 Sb.

Tabulka 3: Pozice hlavních fondů na trhu po první kupónové vlně.

Zakladatel fondu	Počet získaných bodů	Tržní podíl	Kumulativní tržní podíl	Počet IPF
Česká státní spořitelna	950918800	15.494	15.494	1
První investiční, a. s.	713837100	11.631	27.126	11
Harvard Capital and Consulting	565170000	9.209	36.334	6
V+B Invest, a. s.	500668100	8.158	44.492	1
IKS KB spol. s. r. o.	465708300	7.588	52.081	1
Kapitál. Invest. společnost, a. s.	334234900	5.446	57.527	1
Slovenské Investice, s. r. o.	188041300	3.064	60.591	1
Creditanstalt, a. s.	138924800	2.264	62.854	1
Prva Slovenska Investicni, a. s.	136348000	2.222	65.076	11

Zdroj: (Hanousek, Kočenda)

Tedy oproti prvotním předpokladům z rozdrobeného vlastnictví po první vlně kupónové privatizace nastal úplný opak. Nedošlo sice k oddělení vlastnictví díky rozdrobenému vlastnictví, ale došlo k oddělení vlastnictví díky koncentrovanému vlastnictví uvnitř IP fondů.

„Po první vlně kupónové privatizace se však zřetelně projevilo, že kontrola nad podniky byla ve většině případů skutečně oddělena od vlastnictví, ale nepřesunula se do rukou manažerů privatizovaných podniků, nýbrž na čerstvě vzniklé IP fondy.“(Vychodil, 2004:51)

Následující tabulka reprezentuje relativní vliv investorů uvnitř společností privatizovaných v první vlně kupónové privatizace. Z této tabulky je zřetelné, že čtyři největší IP fondy dosáhly většinového kontroly nad 727 společnostmi.

Tabulka 4: Relativní vliv investorů uvnitř společností privatizovaných v první vlně kupónové privatizace

Investoři	50%	40%	30%	20%	10%
Zahraniční investoři	33	40	45	45	51
Domácí přímé investice	24	30	40	47	58
Dočasné vl. FNM ⁹	56	88	135	173	293
Trvalé vl. FNM	3	7	11	11	21
Akcie prodané bankami	12	17	30	47	61
Dodatečná restituce	4	6	7	11	52
Investoři	50%	40%	30%	20%	10%
Největší fond	146	231	442	737	895
Dva největší fondy-kumulativně	473	644	782	974	916
Tři největší fondy-kumulativně	669	760	847	892	918
Čtyři největší fondy-kumulativně	727	790	860	897	918
Pět největších fondů-kumulativně	754	809	867	900	918
Šest největších fondů-kumulativně	761	817	869	902	918
Deset největších fondů-kumulativně	768	821	872	903	919

Zdroj: (Laštovička, Marcinčin , Mejstřík, 1995)

⁹F NM=Fond národního majetku

Reakcí vlády na vzestup IP fondů, bylo vydání dodatků¹⁰, které měly omezit rozrůstající se koncentraci vlastnictví v rukou fondů.

Tyto dodatky obsahovaly následující omezení IP fondů:

- a) zákaz investování více než 10% svého kapitálu do jednoho cenného papíru
- b) zákaz vlastnit více než 20% akcií jednoho emitenta
- c) skupina fondů založených jednou mateřskou společností nesměla vlastnit více než 40% akcií jednoho emitenta

Tyto změny, plus další omezení, jako zákaz účasti státních úředníků ve statutárních orgánech fondů a zavedení nových požadavků regulujících strukturu portfolia, měly zabránit větší koncentraci vlastnictví.

Další snahou o komplexní legislativní úpravu fondů byl Zákon o investičních společnostech a investičních fondech¹¹, který ovšem už nemohl změnit průběh prvního privatizačního kola. Tento zákon sebou přinesl mnoho nových a propracovaných úprav, které např. obsahovaly:

- a) zákaz fondům založeným bankami investovat do akcií privatizovaných bank
- b) byly definovány otevřené a uzavřené podílové fondy
- c) došlo k zpřísnění udělování licencí

Tyto nové formální omezení ovšem postrádaly podporu neformálních institucí, a tedy i přes nové zákony, které měly omezit vliv IP fondů, k této regulaci nedošlo.

Důsledkem první vlny kupónové privatizace bylo vytvoření prostředí s vysokou koncentrací vlastnictví v rukou několika IP fondů, které tím získaly neomezenou kontrolu nad zprivatizovanými podniky.

¹⁰ Dodatky č. 67/1992 Sb. a č. 69/1992 Sb. k Vyhlášce Federální vlády č. 383/1991 Sb.

¹¹ Zákon č. 248/1992 Sb.

5.1.2 Státní vlastnictví

V první vlně kupónové privatizace, které se účastnilo 988 společností, bylo zprivatizováno skrze kupóny 61,4% aktiv. Dalších 15,3% aktiv bylo zprivatizováno jiným způsobem¹² a zbylých 23,3% zůstalo v majetku FNM. Nás v této kapitole zajímá především osud zmíněných 23,3%, které zůstaly ve vlastnictví FNM.

Druhé vlny kupónové privatizace se zúčastnilo 676 dalších společností a 185 společností, které už prošly první vlnou kupónové privatizace. Odhaduje se, že z původních 23,3%, které byly ve státním vlastnictví po prvním kole kupónové privatizace, zbylo po druhé vlně zhruba 14%-16%, což představuje majetek v přibližné hodnotě 60 miliard korun.

V druhé vlně kupónové privatizace si stát ponechal okolo 20% aktiv z výše zmíněných 676 podniků, což přibližně představuje majetek ve výši 30 až 40 miliard korun.

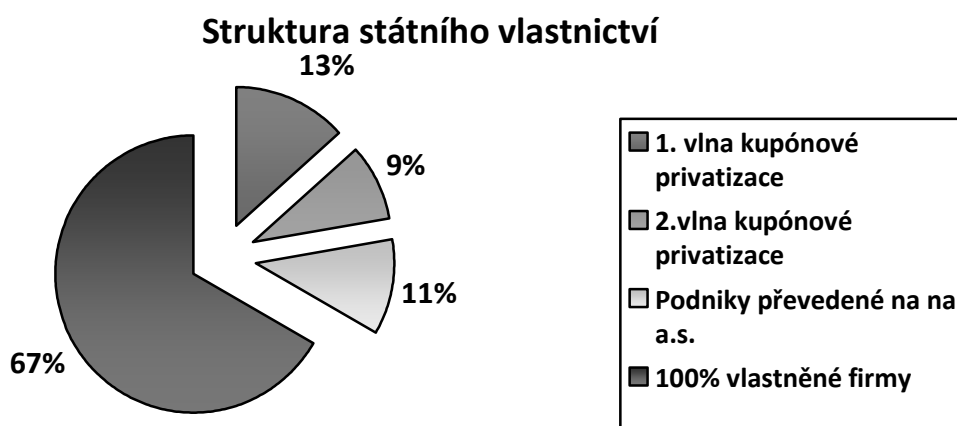
Další akcie zůstaly státu v podnicích, které byly převedeny na akciové společnosti, ale nezapojily se do programu kupónové privatizace. Hodnota těchto firem se přibližně odhaduje na 20 až 50 miliard korun.

K těmto hodnotám je ovšem potřeba ještě přičíst společnosti v hodnotě 300 miliard korun, v kterých si stát ponechal stoprocentní vlastnictví.

Tedy pokud dáme dohromady všechna tato čísla, dojdeme přibližně k hodnotě aktiv, která činí 410 až 450 miliard korun. V těchto společnostech měl stát nadále výrazný vliv.

Pro lepší představu struktury státního vlastnictví přikládáme graf č. 1.

Graf 1: Struktura státního vlastnictví



Zdroj: Autor

¹² Většinou pomocí převedení bezúplatnou cestou na města a obce.

Pokud si navíc uvědomíme, že celková hodnota aktiv ve velké privatizaci činila přibližně 1200 miliard korun, je zřejmé, že stát držel poměrně velké vlastnictví, 34 – 37,5 % aktiv, převedených do soukromého vlastnictví pomocí velké privatizace.

Dokonce je zajímavé, že i o několik let později (téměř do konce tisíciletí) zůstává stát stále významným vlastníkem. Tato skutečnost je podtržena studii, které v některých spíše pesimistických případech stanovují výši státního vlastnictví okolo 180 miliard korun a naopak v některých optimističtější laděných předpokladech dosahuje výše státního majetku až na 340 miliard korun. Je nanejvýše zřejmé, že pravda bude někde uprostřed, ale i tak je hodnota majetku vlastněného státem poměrně vysoká.

Pokud bychom se zabývali pouze přímým vlastnictvím, potom bychom mohli tuto kapitolu uzavřít s konstatováním, že stát i po privatizaci nadále zůstává důležitým hráčem v struktuře vlastnictví českých firem. Ovšem tím bychom zanedbali důležitou část struktury vlastnických práv v České republice, a tou je nepřímé vlastnictví. Abychom dokázali úplně pochopit, co se pod pojmem „nepřímého vlastnictví“ skrývá, musíme se vrátit k IP fondů a „křížovému vlastnictví“.

Při rozhodování o bankovním systému v ČR převládl univerzální systém bankovníctví, který měl poskytnout dostatečnou likviditu a zároveň příležitosti pro investování. Ovšem s příchodem tohoto systému bankovníctví se objevilo i vysoce netransparentní křížové vlastnictví, které bylo zapříčiněno nedostatečnou legislativní úpravou IP fondů.

O jaký problém se vlastně jednalo? Bankám, jako zakladatelům IP fondům, bylo zakázáno investovat do akcií jakýchkoliv bankovních ústavů. Avšak díky neúplné regulaci IP fondů, které sice nebyly přímo zakládány bankou, ale investiční společností, která však byla s bankou svázána, docházelo k tomu, že banky investovaly do akcií cizích bank, ale i do svých vlastních akcií. Důsledkem bylo křížové vlastnictví, kdy jednotlivé banky spravovaly své akcie ale i akcie jiných bankovních ústavů.

Poté, po slibovaném odkoupení akcií, se banky staly významnými vlastníky českých společností a bankovních ústavů.

Zde se opět vrátíme k „nepřímému vlastnictví“ státu. Stát, jako jeden z významných vlastníků bank měl 40 % akcií České spořitelny (ČS), 44 % Komerční banky (KB) a 45 % Investiční banky (IB, později IPB). Tento balík akcií umožňoval státu nepřímo vlastnit skrze tyto instituce významné české podniky. Paradoxem je, že dokonce díky „křížovému vlastnictví“ měl stát větší vliv uvnitř bank, než napovídá hodnota akcií patřící státu.

Pro objasnění, o jak velkou hodnotu aktiv, které byly nepřímo vlastněny státem, se jedná, přikládáme tabulku č. 8, která zachycuje podíl IP fondů, založených finančními skupinami.

Zvýrazněné investiční společnosti spadají pod skupinu, v které si stát stále udržoval kontrolní balíky akcií.

Tabulka 5: Podíl IP fondů, které byly součástí finanční skupiny

Hodnocení v druhé vlně kupónové privatizace	Druhá vlna privatizace			První vlna privatizace		
	Body	% VBF	% VB	Pořadí	% VBF	% VB
Investiční společnosti						
1. A-invest, Agrobank	320	8.2	5.2	14.	1.8	1.3
2. Expandia, Chemapol	306	7.8	5.0	-	-	-
3. Harvard CC	292	7.5	4.7	3.	10.5	7.4
4. OB Invest, ČSOB	198	5.1	3.2	18.	0.8	0.7
5. KIS, Česká pojišťovna	187	4.8	3.0	6	5.5	3.9
6. IS Podnikatelská	157	4.0	2.5	-	-	-
7. YSE	156	4.0	2.5	16.	1.2	0.8
8. Czech kupon	152	3.9	2.5	21.	0.6	0.4
9. PPF	130	3.3	2.1	10.	1.9	1.4
10. SIS, Česká spořitelna	124	3.2	2.0	1.	15.6	11.1
11. IKS, Komerční banka	124	3.2	2.0	5.	7.6	5.4
12. MorCE IS	113	2.9	1.8	-	-	-
13. PIAS, Investiční banka	98	2.5	1.6	2.	11.9	8.5
14. CS fondy	94	2.4	1.5	24.	0.8	0.7
Prvních 14 fondů finančních skupin	2451	60.1	38.2	-	77.6	55.4
Celkový počet ve fondech	3920	100	63.5	-	100	71.3
Celkový počet kupónů	6170	-	100	-	-	100

% VB – % ze všech bodů v první resp. druhé vlně, % VBF - % ze všech bodů ve fondech,

Pořadí – pořadí v první vlně

Zdroj: (Mejstřík, 1999:13)

Tuto část tedy můžeme zakončit konstatováním, že i přes důležitost, jakou je transfer vlastnických práv do rukou soukromého sektoru, si stát ponechal významnou kontrolu nad strategickými podniky, čímž zabránil hlubší restrukturalizaci v těchto společnostech. Dá se říci, že ta mohla nastat až po roce 1998, kdy dochází k prvním privatizačním bank.

5.1.3 Kapitálový trh

Kapitálový trh je jednou z nejdůležitějších institucí tržních ekonomik, především v oblastech kde převládá anglosaský model corporate governance, je kapitálový trh alfou a omegou celého systému.

Způsob, kterým proběhla česká privatizace, bývá často označován za tzv. „privatizaci bez kapitálu“. My se v této kapitole budeme právě zabývat, zda je pravdou, že po privatizačních procesech dochází k nedostatku kapitálu. Zvláště se zde zaměříme na nově vzniklý kapitálový trh a jeho roli v tomto problému.

5.1.3.1 Vznik kapitálového trhu

Kupónová privatizace byla umělou primární emisí neboli IPO (Initial Public Offering), v které vlastnické zájmy byly převedeny ze státu na soukromé jedince. Tento transfer vytvořil jeden velký kapitálový trh, který byl veden podle Zákona o cenných papírech¹³ Burzou cenných papírů Praha a RM-systémem.

Důsledkem tohoto procesu bylo, že přes 1600 firem bylo přes noc kótováno na Burze cenných papírů, která měla poskytnout možnosti investování pro 6 miliónů drobných investorů.

Přestože původní záměrem bylo, že hlavními hráči na kapitálovém trhu budou drobní investoři (DIKové), kteří zde budou moci investovat své kupóny, se vznikem IP fondů se tento záměr nečekaně změnil a kapitálový trh ovládly investiční fondy.

Koncentrace vlastnictví uvnitř IP fondů potom byla příčinou, proč většina akcií byla obchodována mimo kapitálový trh, a to ve formě swapů mezi IP fondy. To samozřejmě snižuje důvěru kapitálového trhu a likviditu zde kótovaných akcií. (Vychodil, 2004)

¹³ Zákon č. 591/1992 Sb.

Kapitálovému trhu také moc nepomohla pomalá a často nedostatečně vyřešená legislativa, které nebyla schopná dostatečně regulovat chování IP fondů. I když v roce 1996 a poté ještě v roce 1998 byly přijaty novelizace k Zákonu o investičních společnostech a investičních fondech, které se pokoušely o větší diverzifikaci portfolia IP fondů, podařilo se některým fondům této snaze uniknout.

Další nedostatečnou legislativní úpravou trpěli především drobní investoři, kteří byli necháni napospas IP fondům, které své dominance často využívaly. Nepatřičná ochrana minoritních akcionářů pak stavěla tyto investory do pozic, v kterých měli pouze možnost exitu se ztrátou. Důsledkem takového institucionální prostředí se potom stává nedůvěra k instituci kapitálového trhu.

Za pozitivní zmínky lze snad jen brát, že v roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry, která měla dohlížet na kapitálový trh, tuto funkci převzala od Ministerstva financí, které ji provádělo do té doby, a vznik etických kodexů (např. UNIS ČR¹⁴) a organizací (OSMA¹⁵), které se snažily o zlepšení prostředí kapitálového trhu.

Celkově se dá říci, že nově vzniklý kapitálový trh utrpěl díky státní benevolenci v přijmutí některých regulací, významné škody na své důvěryhodnosti, což vedlo k obchodování mimo trh, a tedy k nízké likviditě a transparentnosti.

Takový kapitálový trh může jen stěží poskytovat společností potřebný kapitál na jejich restrukturalizaci.

¹⁴ UNIS ČR – Unie investičních společností v České republice

¹⁵ Ochranné sdružení malých akcionářů

6. Bankovní sektor

6.1 Bankovní sektor po privatizaci

V předchozí kapitole jsme si rozebrali přínos kapitálového trhu v post-privatizačním procesu a zjistili jsme, že instituce kapitálového trhu, tak jak je definována v tržní ekonomice, nedokázala vykonávat svoje funkce. Tedy kapitálový trh byl zdeformovaný a silně nelikvidní, a proto nebyl schopen poskytovat firmám tolik potřebný kapitál pro jejich restrukturalizaci. Proto je jen dalším logickým krokem, když zaměříme svoji pozornost na další instituci, schopnou zajistit přísun potřebných financí, a tou jsou banky. Situace v bankovním sektoru v České republice, jak už jsme se zmínili v kapitole týkající se státního a křížového vlastnictví, byla poměrně specifická, neboť velkou část bank stále vlastnil stát. My se zde pokusíme rozebrat, jaké důsledky na firmy v post-privatizačním období a na celou českou ekonomiku tato specifická struktura měla. Zvláště se pak budeme zabývat problémem „měkkého rozpočtového omezení“ v bankovním sektoru a jeho odkazem pro budoucnost.

Celý bankovní sektor byl hned v prvních dnech privatizace zbaven rizikových a špatných pohledávek z minulých let socialismu (došlo zde ke kapitalizaci pohledávek) a byl doplněn dodatečným kapitálem. Pokud budeme v této kapitole mluvit o bankovním sektoru, budeme mít na mysli především čtyři hlavní bankovní ústavy v České republice, Komerční banku, Českou spořitelnu, ČSOB a IPB¹⁶. Tyto čtyři banky byly nejvíce aktivní v privatizačním období.

V důsledku nefunkčnosti kapitálového trhu to měly být právě banky, které měly zajistit potřebné finanční zázemí během transformačních procesů. Na poskytování úvěrů per se samozřejmě není nic špatného, pokud dochází k racionální ekonomické kalkulaci, ale pokud jsou banky z velké části ve státním vlastnictví, může docházet k politickým tlakům, které celý proces ekonomické kalkulace můžou značně pokřivit. Tento příklad bohužel nastal i v České republice, kde banky byly nuceny politickými tlaky k poskytování co nejvíce úvěrů, ve snaze o co největší oživení transformační ekonomiky.

¹⁶ IPB byla v červnu 2000 převzata bankou ČSOB.

Všechny banky se do tohoto procesu s větší nebo menší mírou zapojily a staly se hlavním poskytovatelem finančních prostředků.

Banky, které ze začátku byly velice likvidní, poskytovaly úvěry i na rizikovější projekty, celkově lze říci, že s pocitem „státu v zádech“ byly banky daleko více averzní vůči riziku, než by měly být.

Problémem této strategie byl ovšem fakt, že štedrá úvěrová politika bank se postupem času začala projevovat jako velice riskantní podnik. Klasifikace úvěrů zavedená ČNB a nekvalitní zákon o konkurzu a vyrovnání, který zvýhodňoval dlužníka před věřitelem, tomuto problému také moc nepomohl. Tabulka č.6 dokládá procentuální úspěšnost věřitelů v podávání konkurzů. Navíc nárůst poskytování problematických a riskantních úvěrů brzy způsobil, že banky stály před patovou situací, v které hrozila ztráta velkého množství finančních prostředků.

Jednou z alternativ, jak se zbavit klasifikovaných úvěrů¹⁷, bylo poskytování dlužníkům další úvěrové možnosti, kapitalizovat své pohledávky a poté je prodat. Ovšem v prostředí, v kterém se banky pohybovaly, bylo daleko jednodušší a ziskovější obrátit se na stát, který bankám svým způsobem celou dobu kryl záda. Banky často využívaly této situace a vydíraly stát pod hrozbou konkurzu zadlužené společnosti.

Tabulka 6: Úspěšnost podání konkurzů

Rok	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Konkurzy	5	60	288	480	719	1247	1910	2000	2491
Návrh na konkurz	353	1105	1826	2400	2996	3311	4306	4339	4650
% podíl konkurzů navržených	1,4	5,4	15,8	20	24	37,7	44,4	46,1	53,6

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, Ministerstvo spravedlnosti ČR.

¹⁷Klasifikovaný úvěr je takový úvěr, u kterého jsou splátky jistiny, úroků nebo poplatků po splatnosti více než 30 dní, nebo je splněna alespoň jedna podmínka uvedená v opatření ČNB č. 6 ze dne 17. 9. 1997, která stanoví zásady klasifikace pohledávek z úvěrů a tvorby opravných položek k těmto pohledávkám.

6.2 SBC syndrom v bankovním sektoru

V kapitole zabývající se problémem „měkkého rozpočtového omezení“ jsme se věnovali motivům, které vedou k SBC syndromu uvnitř ekonomického systému. Jedním z těchto motivů byl paternalismus, který převládal zvláště v post-socialistických zemích. Zvláštní paternalistický vztah v České republice vznikl mezi bankami a státem, v kterých si stát stále držel kontrolní balík akcií. Tento vztah byl navíc ještě posílen přítomností křížového vlastnictví, které v České republice vzniklo. Nebyl to ovšem pouze motiv paternalismu, který působil v bankovním sektoru, ale také motiv „utopených nákladů“, který se stal součástí ekonomické reality transformačního období.

V této kapitole navážeme na model „měkkého rozpočtového“ omezení, který jsme prezentovali v kapitole 4.3.2. Naším cílem bude ukázat možné příčiny vzniku měkkého rozpočtového omezení v bankovním sektoru.

6.2.1 Paternalismus a nezávislost bank

Model, který použijeme na analýzu bankovního sektoru, je modifikovanou verzí Dewatripont-Maskin modelu podle Qiana and Rolanda (1993). V prvně jmenovaném modelu se agenti podle tvrdosti rozpočtového omezení, rozhodují, zda daný projekt předložit k financování centru. Qian a Roland ovšem tento předpoklad vynechávají s tím, že do modelu vkládají „úsilí“ agentů. Celý model potom vypadá tak, že každý projekt je již automaticky předložen centru k financování, tedy nezáleží na tom, zda se jedná o dobrý nebo špatný projekt. Každý z agentů, který předloží centru špatný projekt, má možnost vynaložit úsilí na tento projekt, čímž získá stejný zisk ($R_g > 0$ a $B_g > 0$), jako při dobrém projektu. Pokud však úsilí nevyvine a nachází se v prostředí „tvrdého rozpočtového omezení“, pak mu projekt přinese nulový zisk. Qian a Roland tento předpoklad zabudovali do svého modelu, protože se domnívali, že lépe popisuje charakter morálního hazardu. V prostředí měkkého rozpočtového omezení se agentům nevyplácí vynakládat žádné úsilí k zlepšení svého projektu.

Všechny ostatní předpoklady Dewatripont-Maskinova modelu platí, a tak si můžeme popsat první z modelů SBC syndromu.

Tvrzení modelu (1):

Jestliže $B_p > B_g$ a $L < R_p + B_p - 1$, firmy mají měkké rozpočtové omezení, budou

vynakládat nízké úsilí. A jestliže platí, že $\alpha > \alpha^S = \frac{2 - (R_p + B_p)}{(R_g + B_g) - (R_p + B_p) + 1}$, pak

všechny projekty budou financovány a pokud $\alpha < \alpha^S = \frac{2 - (R_p + B_p)}{(R_g + B_g) - (R_p + B_p) + 1}$,

žádný z projektů nebude financován. Refinancování špatných projektů je neefektivní, jestliže platí $R_p + B_p < 2$.

Model (1) popisuje situaci, v které hlavním motivem měkkého rozpočtového omezení je státní paternalismus. To je v modelu zachyceno tím, že vláda bere v úvahu soukromý prospěch B_g a B_p při rozhodování o financování a refinancování projektů. Avšak jak už bylo několikrát řečeno, paternalismus není nutnou podmínkou, ani jediným motivem pro vznik SBC syndromu. Proto je dobré prozkoumat model i v jiných situacích.

Model (2) poukazuje na fakt, že syndrom SBC není pouze problémem socialistických zemí, ale může vznikat i ve vyspělých západních ekonomikách, kde poskytovateli finančních prostředků jsou banky maximalizující zisk.

Tvrzení modelu (2):

Jestliže $B_p > B_g$ a $L < R_p - 1$, pak firmy budou mít měkké rozpočtové omezení a vynakládat nízké úsilí. Všechny projekty budou financované bankami, jestliže

$\alpha > \alpha^B = \frac{2 - R_p}{(R_g - R_p) + 1}$. A financování špatných projektů je neefektivní pro banky

pokud $R_p < 2$.

Pokud pro firmy platí, že $L + 1 < R_p$, pak ex-post optimálním řešením pro banky je refinancování projektů. Jestliže firmy vědí, že bude docházet k refinancování, pak $B_p > B_g$, tedy firmy nebudou vynakládat zbytečné úsilí k zlepšení projektu. V tomto případě je očekávaný zisk roven $\Pi_p = \alpha(R_g - 1) + (1 - \alpha)(R_p - 2)$, odtud potom dostaneme, že

$\alpha > \alpha^B = \frac{2 - R_p}{(R_g - R_p) + 1}$, pro $\Pi_p > 0$. Ztráta bank je potom rovna $2 - R_p$ pro každý špatný projekt.

Tyto dva modely, které jsme podrobně rozebrali, popisují systém poskytování finančních prostředků firmám. Teď se na chvíli zase vraťme zpátky k modelu (1) a pokusme se ho porovnat s modelem (2).

Rozdílné v těchto dvou modelech je pojetí prostředí, v kterém se subjekty nacházejí. V modelu (1) je proto brán zřetel nejenom na hrubý finanční výnos, ale i na soukromý prospěch. Naproti tomu model (2) je reprezentantem tržního prostředí, kde hlavním kritériem je zisk, reprezentovaný pouze finančním ziskem.

Z porovnání obou modelů poté vyplývá, že umožnění poskytování půjček soukromým finančním institucím, které maximalizují svůj zisk, zpevňuje rozpočtové omezení firem $R_p - 1 < L < R_p + B_p - 1$. Avšak to nic nemění na faktu, že pokud $L < R_p - 1$ existuje syndrom SBC i v prostředí, v kterém dochází k maximalizaci zisku.

Nyní se pokusíme model (1) a model (2) aplikovat na české prostředí po privatizaci. Jelikož model (1) je pouze rozšířeným modelem modelu (2), obsahujícím navíc motiv paternalismu, a tedy intervaly měkkého rozpočtového omezení v modelu (1) jsou širší než v modelu (2), je zajímavější zkoumat model (2), v kterém se nachází tvrdší rozpočtové omezení. Předpokladem je, že pokud bude dokázána přítomnost měkkého rozpočtového omezení v modelu (2), pak díky motivu paternalismu platí $R_p - 1 < R_p + B_p - 1$, a tedy model (1) se nachází v prostředí ještě s měkčím rozpočtovým omezením.

Tento předpoklad naprosto splňuje podmínky, které vznikly po privatizaci v České republice, neboť stát nadále zůstával významným vlastníkem podniků a bank, které své postavení zneužívaly a stát vydíraly. Problémem české privatizace bylo, že stát, buď přímou, nebo nepřímou cestou skrze vlastnictví bank, nedokázal odstříhnout pupeční šňůru mezi firmami a jím samým.

Zde je důležité si povšimnout, že pokud by se stát nebo banky zavázaly, že nebudou refinancovat špatné projekty, vyvíjeli by firmy vysoké úsilí, jelikož $B_g > 0$.

Nyní se vraťme k modelu (2), kde nás nejvíce bude zajímat nerovnost $L < R_p - 1$. Jen pro připomenutí písmeno $L > 0$, zde reprezentuje hodnotu likvidovaných aktiv. Jedná se vlastně o jakousi záruku, která je bankám vyplácena při nesolventnosti společností. V České

republice, podobně jako v jiných tranzitivních zemích, míra záruky, kterou bylo možné bankám zaručit, byla velice nízká. Existuje několik důvodů, které zapříčinily tuto situaci:

- a) nepřítomností soukromého vlastnictví během socialismu
- b) nízká funkčnost trhů pro likvidovaná aktiva
- c) politický tlak vyvíjený na banky, aby poskytovaly velké množství úvěrů
- d) nekvalitní zákon o konkurzu a vyrovnání

Tyto faktory se velkou měrou podepsali na faktu, že hodnota záruk, které bankám byly nabízeny, nebyla větší, než zisk z refinancování projektů, což vytváří měkké rozpočtové omezení i v tržním prostředí.

Dalším důležitým parametrem v modelu, který hraje rozhodující roli je α , neboli poměr dobrých úvěrů. Je zřejmé, že čím nižší α je, tím větší jsou ztráty z neefektivity SBC.

Tabulka 7: Množství klasifikovaných úvěrů¹⁸

Rok	1992	1993	1994 ¹⁹	1995	1996	1997	1998	1999
Klasifikované úvěry v mil. Kč	109,7	159,8	293,1	250 504	245 998	266 390	261 641	290 511
v % z celkového objemu úvěrů	19	24	38	33,40	28,21	26,95	26,67	32,09

Zdroj: Výroční zpráva ČNB z roku 1998 a 1999, Jonáš (1997).

Z předchozí tabulky si lze vytvořit představu, jak vypadala úvěrová politika bank v České republice v transformačním období.

Jestliže za špatné úvěry budeme považovat úvěry klasifikované²⁰, potom platí, že $(1-\alpha)$ je rovno poměru klasifikovaných úvěrů k celkovému objemu úvěrů.

¹⁸Jedná se o klasifikované úvěry poskytnuté klientům, správním orgánům a bankám. Hodnoty jsou vypočítány pro banky s platnou licencí k 31. 12. 1999 vč. poboček bank v zahraničí bez Konsolidační banky.

¹⁹Rokem 1994 dochází k změně v definici klasifikovaných úvěrů, proto dochází k nárůstu těchto úvěrů.

²⁰To je samozřejmě výrazné zjednodušení pouze pro účel modelu, jelikož ne všechny klasifikované úvěry byly zcela špatné.

Pak je již jednoduché zjistit, jakou přibližnou hodnotu by mohl mít parametr α , a zda platí, že $\alpha > \alpha^B$. Pokud by platilo, že $\alpha < \alpha^B$ poskytování úvěrů by přestalo, neboť by mělo negativní očekávané výnosy. Avšak nesmíme zapomenout, že to platí pro prostředí, v kterém se nevyskytuje motiv paternalismu. A tedy v případě paternalismu může docházet k poskytování úvěrů, i přestože $\alpha < \alpha^B$, avšak $\alpha > \alpha^S$. Tento příklad jen dokládá, že státní zásahy, ať v dobrém či zlém úmyslu, pouze snižují ekonomickou efektivitu.

V dalších teoretických modelech SBC syndromu budeme předpokládat, že $\alpha > \alpha^B$, ovšem musíme si uvědomit, že není samozřejmé, že tento předpoklad musí být vždy v realitě splněn.

6.2.2 Nesplacené obchodní pohledávky

V této kapitole prozkoumáme, jak zpoždění či dokonce nesplácení obchodních pohledávek může ovlivňovat syndrom SBC. Při nesplácení pohledávek vzniká specifický vztah mezi odběratelem a dodavatelem, který se de facto stává nedobrovolným poskytovatelem úvěru. Tato struktura nesplácení pohledávek potom poškozují i zdravé firmy, které jsou spojeny s nezdravými společnostmi. Důsledkem je, že banky stojí před problémem „too many to fail”²¹, který je nutí k refinancování špatných firem. V případě, že banky by špatným firmám nepomohly, hrozilo by jim, že se dostanou do ještě horší situace, kdy díky provázanosti mezi dobrými a špatnými firmami, by se zhoršila solventnost zdravých firem. Avšak je zřejmé, že pokud banky nebo dokonce stát často využívají pomoci nezdravým společnostem, vytváří to ve společnosti jisté očekávání, které vede k morálnímu hazardu.

Ke zkoumání problému nesplacených pohledávek upravíme náš model podle Perottiho (1993), který zavedl nové parametry. Jedním z těchto parametrů je θ , který reprezentuje podíl firem se špatným projektem, které vynakládají úsilí na restrukturalizaci tohoto projektu. Další nový parametr λ reprezentuje podíl firem, které se nepokusily vyvinout úsilí o restrukturalizaci projektu, a které se banky rozhodly poslat do likvidace.

Z těchto parametrů vyplývá, že $(1 - \alpha)(1 - \theta)\lambda$ projektů bylo posláno do likvidace.

Pokud budeme předpokládat, že zdravé firmy jsou finančně spojeny s nezdravými, pak pro restrukturalizované a zdravé firmy platí, že výnos je roven:

²¹ Efekt „too many to fail“ je ekvivalentní s „domino efektem“.

$$R_g(1 - \omega(1 - \alpha)(1 - \theta)\lambda),$$

kde ω reprezentuje podíl špatných projektů, s kterými byly zdravé firmy spojeny.

Tato propojenost mezi nezdravými, zdravými a restrukturalizovanými podniky způsobuje problém bankám, které s likvidací nezdravých firem trestají i ostatní podniky, a tím zhoršují i vlastní situaci.

Pro banky platí:

$$\omega < L + 1 - R_p,$$

kde parametr λ je vybrán bankou až po rozhodnutí firem o parametru θ .

Důležitým předpokladem je, že parametr ω snižuje hodnotu aktiv, které jsou poskytnuty bankám jako záruka. Tedy platí $L^* = (L - \omega)$, kde L reprezentuje hodnotu likvidovaných aktiv. Pak lze ziskovou funkci pro banky přepsat jako:

$$\Pi(\lambda, \theta) = (\alpha + (1 - \alpha)\theta)R_g + (1 - \alpha)(1 - \theta)[\lambda(L - \omega) + (1 - \lambda)(R_p - 1)].$$

Z této funkce potom vyplývá, že:

Tvrzení modelu (3)

Jestliže $\omega > L + 1 - R_p$, pak mají firmy měkké rozpočtové omezení a pokud

$\omega < L + 1 - R_p$, potom mají firmy tvrdé rozpočtové omezení.

Základní myšlenkou tohoto modelu je, že čím větší a pevnější jsou vazby mezi společnostmi s rozdílnými projekty, tím vzniká silnější motiv pro měkké rozpočtové omezení.

Nyní se pokusíme tento model aplikovat na realitu českého post-privatizačního období. V několika předchozích kapitolách, zvláště však v kapitole o státním vlastnictví, jsme si rozebírali pojem a důsledky křížového vlastnictví. Tento model je však přímým důkazem k čemu propletená struktura vlastnických práv, tak jak vznikla právě díky křížovému vlastnictví, vede.

Závěrem tedy je, že vznikem netransparentní vlastnické struktury bylo vytvořeno prostředí, které bylo charakteristické vysokou propojeností bank, firem, státních podniků, atd. Toto prostředí potom poskytovalo dostatečný motiv pro vznik SBC syndromu.

Model (3) lze upravit na model (3*), v kterém parametr ω už není konstantní, ale platí, že je funkcí $\omega(\theta)$, která má následující vlastnosti:

- a) je hladká
- b) záporná
- c) má derivaci na celém svém definičním oboru
- d) $\frac{d\omega}{d\theta} < 0$ pro $\forall \theta \in (0,1)$.

Pak pro model (3*) platí:

Pokud $\omega(1) < L + 1 - R_p < \omega(0)$, existují mnohočetné body rovnováhy, pro které platí, že:

- a) mají dva hraniční body rovnováhy: první, v kterém firmy nerestrukturují a banky refinancují a druhé, v kterém všechny firmy restrukturují.
- b) má bod rovnováhy, který je důsledkem částečné restrukturalizace $\theta^* \in (0,1)$ a částečné likvidace $\lambda^* \in (0,1)$.

Jestliže $\omega(1) > L + 1 - R_p$, pak existuje pouze jeden rovnovážný bod s měkkým rozpočtovým omezením a pokud $L + 1 - R_p > \omega(0)$, pak existuje pouze jeden rovnovážný bod s tvrdým rozpočtovým omezením.²²

Tento upravený model nám umožňuje nahlédnout na zajímavý rys restrukturalizace, a tím je, že s rostoucí mírou restrukturalizace (s růstem θ) roste i záruka, kterou firmy poskytují bance ($L - \omega(\theta)$). Tedy pokud firmy restrukturalizují, banky se ex-post zavazují k likvidaci nezdravých firem a vytváří tvrdší rozpočtové omezení. Ovšem na druhé straně pokud firmy nerestrukturalizují, snižují ($L - \omega(\theta)$), a tím snižují záruku pro banky. Důsledkem je, že banky mají silnější motiv k SBC.

Model (3*) je jen obtížně aplikovatelný na české privatizační prostředí, protože pojem restrukturalizace v českém prostředí získal poněkud odlišný význam. Spousta projektů, která byla provedena uvnitř firem novým managementem, byla nazývána restrukturalizačními procesy, avšak často se jednalo o úkony, které měly sloužit pouze k osobnímu obohacení zainteresovaných osob. Nelze tedy s jistotou říci, kolik firem se snažilo o restrukturalizaci se záměrem o lepší chod společnosti.

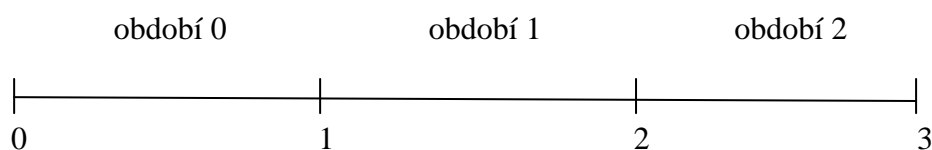
²² Důkaz nerovností v tomto modelu je popsán v příloze.

Závěrem této kapitoly lze říci, že propojenost mezi státními a soukromými firmami, která vznikla křížovým vlastnictvím, měla za důsledek vytvoření silného motivu SBC uvnitř bankovního sektoru. I pokud do naší analýzy přidáme snahu firem restrukturalizovat, která by měla snížit možnost vzniku SBC syndromu, musíme být poněkud skeptičtější, neboť skutečná restrukturalizace v České republice začala probíhat až později.

6.2.3 „Credit crunch“

V této části, která navazuje na model popsany v kapitole 6.2.1, se pokusíme objasnit vztah mezi probíhajícími a novými projekty, které jsou financovány bankami. Dále se budeme zabývat problémem nazývaným „credit crunch“, který popisuje situaci, kdy dochází k nedostatku kapitálu.

Novými předpoklady oproti zmiňovanému modelu (1) je přidání jednoho časového období.



Jedná se o časové období 0, v jehož počátku banky financují určité množství projektů. Firmy se špatnými projekty na základě jejich očekávání o refinancování jejich projektů poté mají celé období od bodu 0 do bodu 1 k rozhodnutí o restrukturalizaci jejich projektů. Banky se na začátku období 1 musí rozhodnout, zda budou refinancovat předešlé špatné projekty, nebo budou financovat úplně nové projekty. Jedním z důležitých předpokladů je, že nových projektů je více než finančních prostředků k jejich financování, neboli nabídka projektů je dokonale elastická. Dalším důležitým předpokladem je, že podíl dobrých projektů v bodě 1 nemusí být stejný, jako je podíl dobrých projektů v bodě 0. Pokud β bude reprezentovat podíl dobrých projektů v bodě 1, pak platí, že rovnost $\alpha = \beta$ nemusí platit. Pro firmy, jejichž projekty byly financovány v bodě 1, platí stejný proces, jako pro firmy financované v bodě 0, jediným rozdílem je posunutí časových úseků. V bodě 2 již nedochází k přísunu nových projektů, a tak bankám zbývá pouze rozhodnutí o refinancování špatných

projektů z bodu 1, pomocí výnosů, které získaly s investic v bodě 1. Výnos z těchto refinancovaných projektů je získán na konci druhého období.

Předpokládáme, že $2 > R_p > 1$ tedy, že výnos z refinancování projektu je větší než náklady na refinancování, ale je menší než náklady vložené do celého projektu.

Pokud implementujeme tento předpoklad do chování bank a firem, vyplývá z toho, že pro banky je financování takových projektů ex-ante nevýhodné, ale refinancování projektů ex-post je již výhodné. Firmy na druhou stranu očekávají, že banky se přikloní k refinancování, a proto vynakládají nízké úsilí na restrukturalizaci.

Potom pro nové projekty, které jsou financovány v bodě 1, platí:

$$\Pi^1 = (\beta R_g + (1 - \beta)(R_p - 1))R_g - 1.$$

Banky můžou v bodě 1 buď refinancovat špatné projekty, které jim přinesou $\Pi_{ref}^0 = (R_p - 1)$, nebo poskytnout úvěry na nové projekty, pro které platí $\Pi^1 = \beta(R_g - 1) + (1 - \beta)(R_p - 2)$. Toto rozhodnutí samozřejmě ovlivní rozpočtové omezení, a tím i očekávání firem. Pokud např. banky v bodě 1 využijí všechny své finanční prostředky, získané z investic v bodě 0, na financování nových projektů, projeví se tento fakt na motivech firem v bodě 0. Firmám v bodě 0 se potom vyplatí restrukturalizace svých projektů, do té doby dokud bude platit $B_g > 0$. Pokud však bude platit $B_p > B_g$, pak firmy nebudou mít důvod k restrukturalizaci svých projektů v případě, že očekávají pomoc bank.

Opačný účinek bude mít rozhodnutí bank poskytnout špatným projektům finanční pomoc, firmy pak budou vykazovat nízkou ochotu restrukturalizovat své projekty.

Tvrzení modelu (4)

Nechť je parametr α daný a platí $2 > R_p > 1$, firmy mají tvrdé rozpočtové omezení v období 1 pokud $\Pi^1 = \beta(R_g - R_p) > (R_p - 1) = \Pi_{ref}^0$, tedy jestliže β je větší než $\hat{\beta} = \frac{1}{(R_g - R_p + 1)}$. Pokud platí $\beta < \hat{\beta} = \frac{1}{(R_g - R_p + 1)}$, pak mají firmy v období 1 měkké rozpočtové omezení.

Jedním z důsledků tohoto tvrzení je, že čím je větší rozdíl ve výnosech mezi dobrým a špatným projektem ($R_g - R_p$), tím menší je pravděpodobnost vzniku SBC. Druhým a důležitějším důsledkem je, že s větším podílem dobrých projektů v bodě 1 (s větším β), klesá pravděpodobnost vzniku SBC.

Další důležitý důsledek, u kterého bychom se domnívali, že není v přímém kontaktu s problémem SBC, je “credit crunch” neboli nedostatek kapitálu.

Díky modelu (4), lze říci, že:

“Méně nových projektů je financováno v období 1, pokud firmy mají měkké rozpočtové omezení.”

Toto tvrzení vychází z předpokladů, že zisk je při tvrdém rozpočtovém omezení roven $(\beta R_g + (1 - \beta)(R_p - 1))R_g - 1$ a při měkkém rozpočtovém omezení roven $(\beta R_g + (1 - \beta)(R_p - 1))(\alpha R_g - (1 - \alpha)) + (1 - \alpha)R_p - 1$, pokud porovnáme dostupné finanční prostředky pro nové projekty v bodě 1, odhalíme, že $(\alpha R_g - (1 - \alpha)) < R_g$, kde $(\alpha R_g - (1 - \alpha))$ a R_g charakterizuje finanční prostředky při měkkém respektive tvrdém rozpočtovém omezení. Výsledkem tedy je, že čím nižší je parametr α (podíl dobrých projektů v čase t-1), tím hrozí větší nedostatek kapitálu pro nové projekty.

Závěrem tohoto modelu je konstatování, že jedním z hlavních motivů způsobujících SBC je nedostatek dobrých nových projektů a utopené náklady předešlých investic, které snižují rozdíl mezi výnosem dobrých a špatných projektů.

Hlavním klíčem k vytvoření prostředí s tvrdším rozpočtovým omezením je podle Berglof a Rolanda (1998) větší monitorovací role bank, která umožňuje bankám vyhýbat se špatným projektům, a tím zvyšuje parametr β .

Pokud se pokusíme aplikovat tento model na realitu transformačního prostředí, zjistíme, že v mnoha tranzitivních zemích banky kompenzovaly ztrátu ze špatných úvěrů investováním do nových projektů, i přestože velká část těchto úvěrů byla špatná, pokud dobré projekty nebyly dostatečně ohodnoceny. Tento proces samozřejmě jen udržuje syndrom SBC déle ve společnosti. (Berglof, Roland:1998)

6.2.4 Banky a stát

V kapitole 6.2.1, která byla zčásti věnovaná problému paternalismu, jsme se již zmínili o roli státu v syndromu SBC. V této kapitole se pokusíme popsat vztah mezi státem a bankami. Především se zaměříme na rozpočtové omezení bank a pokusíme se ukázat, jak státní intervence do bankovního systému ovlivňují tvrdost rozpočtového omezení. K tomuto použijeme model, který je upraveným modelem podle Mitchella (1997). Na závěr kapitoly se budeme snažit o aplikaci tohoto modelu na prostředí české transformace.

První, co v této kapitole uděláme, je, že si popíšeme nový model, který nazveme model (5). Základem modelu je model (1), který je prezentován v kapitole 6.2.1.

Ted' když už víme, na jaký model navazujeme, je dobré si popsat nové modifikace modelu. Novým předpokladem je, že v případě, kdy je špatný projekt refinancován, existuje pravděpodobnost δ , s kterou výnos z této investice bude R_p , a pravděpodobnost $(1-\delta)$, s kterou výnos z této investice bude $L_s < L$. Ovšem soukromý prospěch B_p bude získán v obou případech. Z těchto nových předpokladů vyplývá, že chování firem v modelu zůstane stejné, jediné co se může změnit, je chování bank, které vyhodnocují situaci podle vztahu s vládou.

Nyní se přesuneme k aktivitám, které v tomto modelu může vykonávat vláda. Vláda hraje v tomto modelu funkci kontrolního orgánu, který má za úkol monitorovat poskytovatele úvěrů (v našem případě banky), zda jsou aktivní či pasivní v likvidaci špatných projektů. S tímto monitorovacím úkolem přichází do modelu i nová funkce $C(D)$, která reprezentuje náklady na pozorování, kde D je pravděpodobnost odhalení pasivního jednání banky. Budeme předpokládat, že tato funkce je konvexní funkcí, tedy $\frac{\partial^2 C(D)}{\partial D^2} \geq 0$.

Samotný proces monitorování je zahájen po rozhodnutí bank o refinancování nebo likvidaci špatného projektu. Pokud vláda odhalí, že banka se chová pasivně, přijme příslušné opatření, kterým je změna managementu banky. V předchozí větě je zahrnut předpoklad, že vláda je schopna donutit banku ke změně managementu.

Nyní si popíšeme dynamiku modelu (5). V období 1 pro banky a firmy probíhá vše stejně jako v modelu (1), tedy banky poskytují úvěry na projekty a firmy se špatnými projekty se rozhodují o vynaložení úsilí na restrukturalizaci. Jediným rozdílem oproti modelu (1) je

rozhodování vlády o parametru D a nákladech $C(D)$. V období 2 banky získávají výnosy z předchozích investic a rozhodují se o své aktivitě či pasivitě, tedy zda refinancovat respektive likvidovat špatné projekty, vybráním úrovně aktivity $a \in [0,1]$.

Zde přichází na řadu vláda, která monitoruje snahu bank a v případě odhalení pasivního chování mění management bank. Poslední fází modelu je rekapitalizace ztrátových bank vládou. Tedy vláda poskytne ztrátovým bankám kapitál ve výši K .

Problémem vlády je, jak udržet výdaje $C(D)+K$ na co nejmenší úrovni, tedy budeme se zabývat minimalizací těchto položek za podmínek, které máme na konci druhého období. Necht' suma K a čistých bankovních zisků je nezáporná. Poté výtěžek bank je $\max\{0, \pi\} + \rho$, kde π je čistý zisk z předchozích investic a ρ je soukromý prospěch z řízení banky. Díky špatným projektům, může být čistý zisk bank záporný, avšak jak již bylo řečeno, vládní rekapitulací se tyto ztráty zahladí. A proto $K = \max\{-\pi, 0\}$ a pro ρ platí, že $\rho = 0$ pokud je management zbaven řízení. Obměna ve vedení banky nemůže změnit ziskovost nebo ztrátovost banky, jelikož přichází až po rozhodnutí o refinancování a likvidaci projektů.

Následující tvrzení nám umožní zabývat se pouze vztahem mezi bankami a vládou, jelikož popisuje chování firem v tomto modelu.

Tvrzení modelu (5)²³:

Firmy mají měkké rozpočtové omezení, právě když $(1-a)B_p \geq B_g$.

Firmy se nacházejí v prostředí s rozpočtovým omezením, které je tvrdé nebo měkké v případě, že banky jsou dostatečně aktivní respektive pasivní. Avšak samo chování firem ovlivňuje finanční situaci bank. Pak platí, že pokud firmy mají tvrdé rozpočtové omezení, bude bankovní výtěžek roven

$$\Pi_{\text{tvrdé}}^{\text{banka}} = -1 + R_g + \rho.$$

Pokud se firmy nalézají v prostředí měkkého rozpočtového omezení, pak nevynakládají úsilí na restrukturalizaci svých projektů a pro banky platí, že výtěžek je roven

²³ Toto tvrzení se týká firemního sektoru a snaží se o usnadnění analýzy měkkého rozpočtového omezení tím, že zjednodušuje analýzu měkkého rozpočtového omezení orientací pouze na vztah mezi vládním rozhodováním a bankami.

$$\Pi_{m\u011bk\u00e9}^{banka} = a \left[\max \{-1 + \alpha R_g + (1 - \alpha)L, 0\} + \rho \right] + (1 - a)(1 - D) \left[\delta(\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1) + \rho \right].$$

Nyn\u00ed se vr\u00e1t\u00edme k parametru δ a prozkoum\u00e1me jeho roli v tomto modelu. Jak u\u017e jsme se zm\u00ednili, parametr δ ur\u00e1uje \u00fasp\u011bšnost bank p\u0159i refinancov\u00e1n\u00ed špatn\u00fdch projekt\u016f. Tedy plat\u00ed, \u017e pasivn\u011b jednaj\u00edc\u00ed banky s pravd\u011bpodobnost\u00ed δ z\u00edskaj\u00ed $\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1$ a s pravd\u011bpodobnost\u00ed $(1 - \delta)$ z\u00edskaj\u00ed $\alpha R_g + (1 - \alpha)(L_s - 1) - 1$. Pro $\alpha R_g + (1 - \alpha)(L_s - 1) - 1$ plat\u00ed, \u017e m\u016f\u017ee b\u00fdt z\u00e1porn\u00e9, pokud parametr α nen\u00ed moc velk\u00fd a L_s je dostate\u00e7n\u011b mal\u00e9.

Z p\u0159edchoz\u00edch \u00fadaj\u016f vypl\u00fdv\u00e1, \u017e v prost\u0159ed\u00ed m\u011bkkeho rozpo\u00e7tov\u00e9ho omezen\u00ed, z\u00edsk\u00e1 vl\u00e1da v\u00fdt\u011b\u017eek

$$\Pi_{m\u011bk\u00e9}^{vl\u00e1da} = -C(D) - a \max \{0, 1 - \alpha R_g - (1 - \alpha)L\} - (1 - a) \max \{0, (1 - \delta)(1 - \alpha R_g + (1 - \alpha)(1 - L_s))\}$$

V prost\u0159ed\u00ed tvrd\u00e9ho rozpo\u00e7tov\u00e9ho omezen\u00ed z\u00edsk\u00e1 vl\u00e1da v\u00fdt\u011b\u017eek

$$\Pi_{tvrd\u00e9}^{vl\u00e1da} = -C(D^{tvrd\u00e9}).$$

Mno\u017estv\u00ed kapit\u00e1lu pot\u0159ebn\u00e9ho k rekapitalizaci z\u00e1le\u017e\u00ed na parametru a , kter\u00fd je v\u0161ak z\u00e1visl\u00fd na parametru D .

K zjednodu\u0161en\u00ed cel\u00e9 anal\u00fdzy p\u0159edpokl\u00e1d\u00e1me, \u017e banky pot\u0159ebuj\u00ed rekapitalizaci, pokud jsou pasivn\u00ed, tedy plat\u00ed $(1 - \alpha R_g + (1 - \alpha)(1 - L_s)) > 0$ a nepot\u0159ebuj\u00ed rekapitalizaci, pokud jsou aktivn\u00ed, tedy plat\u00ed $(1 - \alpha R_g - (1 - \alpha)L) < 0$. Dal\u0161\u00edm d\u016fal\u0161\u00edm p\u0159edpokladem je, \u017e $(L_s - 1) < L$. Tato nerovnost implikuje, \u017e s rostouc\u00ed aktivitou bank roste i v\u00fdt\u011b\u017eek vl\u00e1dy.

Pokud $D \geq 0$, budou banky aktivn\u00ed ($a = 1$), pokud

$$(-1 + \alpha R_g + (1 - \alpha)L + \rho) > (1 - D) \left[\delta(\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1) + \rho \right].$$

Z p\u0159ede\u0161l\u00e9 nerovnice lze odvodit, \u017e

$$D > \hat{D} = \frac{(1 - \alpha) \left[\delta(R_p - 1) - L \right] - (1 - \delta)(\alpha R_g - 1)}{\delta(\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1) + \rho}. \quad (*)$$

Te\u0161 kdy\u017e v\u00edme jak\u00fd \u00e1seln\u00fd tvar funkce \hat{D} m\u00e1, pokus\u00edme se zjistit n\u011bkter\u00e9 její vlastnosti.

K prozkoum\u00e1n\u00ed vztah\u016f mezi funkc\u00ed \hat{D} a prom\u011bn\u00fdmi α a ρ pou\u017eijeme derivace $\frac{d\hat{D}}{d\alpha} < 0$ a

$$\frac{d\hat{D}}{d\rho} = - \frac{\left[(1 - \alpha) \left[\delta(R_p - 1) - L \right] - (1 - \delta)(\alpha R_g - 1) \right]}{\left[\delta(\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1) + \rho \right]^2} < 0. \quad \text{Ze z\u00e1porn\u00e9 prvn\u00ed derivace obou}$$

proměnných vyplývá, že s jejich růstem klesá \hat{D} . V případě parametru α z derivace vyplývá, že s větším počtem dobrých projektů, dochází k zvýšení nákladů příležitosti při rekapitalizaci, a tak dochází k nižším očekávaným ziskům z refinancování špatných projektů. V případě parametru ρ z derivace vyplývá, že s růstem soukromého prospěchu z řízení banky, bude klesat nutnost monitorování banky²⁴.

Tvrzení modelu (5)

Banky získají tvrdé rozpočtové omezení, pokud $C(\hat{D}) < (1 - \delta)(1 - \alpha R_g + (1 - L_s))$, v opačném případě, kdy $C(\hat{D}) > (1 - \delta)(1 - \alpha R_g + (1 - L_s))$ mají banky měkké rozpočtové omezení.

Z předchozí rovnice (*) víme, že pokud $D < \hat{D}$, pak $a = 0$. V tomto případě nejlepším bodem pro vládu je bod $D = 0$.

Dále víme, že pokud $D \geq \hat{D}$, pak $a = 1$. V tomto případě je nejoptimálnější bodem pro vládu bod $D = \hat{D}$, protože $\forall D, D > \hat{D} : a = 1$.

Za těchto předpokladů má vláda dvě možnosti:

- a) vynaložit náklady $C(\hat{D})$, při kterých mají banky tvrdé rozpočtové omezení, a tedy není nutná rekapitalizace.
- b) nevynakládat žádné výdaje na monitorování bank, a tím vytvořit měkké rozpočtové omezení a nutnost rekapitalizace ex-post.

Pokud porovnáme tyto dvě možnosti je zřejmé, že banky budou mít tvrdé rozpočtové omezení, pokud náklady na rekapitalizaci převyšují náklady na monitorování bank. V opačném případě platí, že banky mají měkké rozpočtové omezení.

Náklady na rekapitalizaci se snižují s rostoucím parametrem α . V tranzitivních zemích jsou jak náklady na rekapitalizaci tak na monitorování poměrně vysoké. Ovšem pokud náklady na rekapitalizaci jsou dostatečně důležité, vláda se bude snažit o ukončení měkkého rozpočtového omezení v bankovním sektoru.

²⁴ Obava managementu z možné změny řízení při pasivním jednání banky.

Možným pokusem o eliminaci měkkého rozpočtového omezení v bankovním sektoru může být rekapitalizace ex-ante. Potom C bude množství kapitálu poskytnutého vládou a $\lambda(C)$ jsou náklady příležitosti, které vláda mohla investovat do jiných projektů. Označme \hat{C} množství kapitálu nutného k zabránění pasivního jednání bank:

$$\hat{C} - 1 + \alpha R_g + (1 - \alpha)L + \rho = \delta(\alpha R_g + (1 - \alpha)(R_p - 1) - 1 + \hat{C}) + \rho,$$

Kde levá strana rovnice reprezentuje výnos bank z aktivního chování a pravá strana reprezentuje výnos z pasivního chování bank.

Jestliže platí, že:

$$C \geq \hat{C} = \frac{1 - \alpha}{1 - \delta} [\delta(R_p - 1) - L] - (\alpha R_g - 1),$$

pak banky budou vždy preferovat aktivní jednání před pasivním.

Otázkou ovšem je, zda se rekapitalizace ex-ante vyplatí vládě. Je zřejmé, že pokud $\hat{C} + \lambda(\hat{C}) > K$, pak je lepší provádět ex-post. Důležité je prozkoumat co se děje pokud se zvětší nebo zmenší parametr δ . Když dojde k růstu δ , pak z definice $\hat{C} = \frac{1 - \alpha}{1 - \delta} [\delta(R_p - 1) - L] - (\alpha R_g - 1)$, je zřejmé, že vzroste \hat{C} . V případě definice $K = (1 - \delta)(1 - \alpha R_g + (1 - L_s))$, je zřejmé, že růst δ způsobí pokles K . Tedy může nastat následující nerovnost $\hat{C} > K$. Na druhé straně pokud δ je velmi malé číslo, pak může platit, že $\hat{C} \ll K$.

A pokud $\hat{C} + \lambda(\hat{C}) < C(\hat{D})$, pak rekapitalizace ex-ante vytváří tvrdé rozpočtové omezení s menšími náklady než při monitorování bank.

Tato kapitola poukazuje na fakt, že v některých případech může docházet k refinancování špatných projektů, aniž by se jednalo o optimální činnost. To je zapříčiněno zárukou, kterou banky mají v pojištění vkladů, které jsou kryté vládou.

Nyní se přesuňme k praktickému využití tohoto modelu a povězte si trochu více, jak dobře tento model odpovídá realitě české transformace.

Z předešlých kapitol víme, že kapitálový trh, jako poskytovatel potřebného kapitálu, nevykonával své funkce. Ovšem není pravda, že jediným důsledkem tohoto selhání je nedostatek finančních prostředků. Dalším a také velice důležitým důsledkem, který plyne z netransparentního a nelikvidního kapitálového trhu, je nedostatek informací o akciových

společnostech a možností jejich monitorování. Z informační asymetrie, která byla charakteristickým prvkem transformace a z neaktivního kapitálového trhu vyplývá, že náklady na pozorování $C(\hat{D})$ musely být ohromné, snad jediným faktem, který by mohl tuto situaci zmírnit, je skutečnost, že stát si ponechal kontrolní balíky ve významných bankovních ústavech.

Použití tohoto modelu, na prostředí české transformace, je sporné. Hlavním problémem, který plně neumožňuje aplikaci tohoto modelu, jsou velice silné předpoklady. Speciálně se jedná o předpoklad možného odvolání managementu bank. Post-privatizační struktura vlastnictví, která byla silně ovlivněna vznikem IP fondů, neumožňovala odvolání managementu fondů. To bylo zapříčiněno hlavně tím, že manažeři měli často šesti až desetileté obtížně vypověditelné smlouvy. (Mejstřík, 1999)

Dalším důvodem, proč je aplikace tohoto modelu na prostředí české transformace sporná, je, že vláda v České republice k rekapitalizaci bankovního sektoru sice přistoupila, ale i přesto pevně a věrohodně bankám ukázala, že se nebude jednat o častý děj.

6.2.5 Rent seeking bank

V předchozí kapitole jsme si popsali specifický model, v kterém vystupovaly banky a vláda. Zjistili jsme, že hlavním motivem, proč banky jednají pasivně a vytvářejí měkké rozpočtové omezení, je ochrana jejich vkladů proti možnému riziku. V této kapitole navážeme na předchozí model a pokusíme se ukázat, že existují i jiné motivy, které vytváří měkké rozpočtové omezení v bankovním sektoru. Především se zaměříme na zneužívání výhod, které jsou bankám v prostředí měkkého rozpočtového omezení vládou poskytované.

Budeme používat modifikovaný model (1), který byl podrobně popsán v podkapitole 6.2.1. Nejdůležitější změnou v modelu bude předpoklad $L > R_p - 1$, neboli fakt, že banky nemají zájem o refinancování špatných projektů per se. Tímto předpokladem se model výrazně odlišuje od modelů odvozených z práce Dewantriponta a Maskina (1995), kde syndrom SBC je charakterizován, jako problém utopených nákladů počátečních investic, kdy financování určitých projektů ex-post není výhodné ex-ante. Naproti tomu v tomto modelu, banky refinancují špatné projekty a podporují měkké rozpočtové omezení, díky možnosti získat dotace od vlády.

Nyní se podíváme na jednotlivá období modelu. Předpokládáme, že v bodě 0 vláda poskytne finanční výpomoc bankám v hodnotě 1, která si vyžádá náklady v hodnotě $\lambda(1) > 1$. Finanční možnosti banky jsou omezené, a tak může poskytnout úvěr pouze k projektům a musí si nechat rezervy ve výši $E = 1 - k$. V bodě 1, kde banky refinancují špatné projekty, vláda nabízí bankám, které se zavážou, že finančně pomohou firmám, dotaci ve výši S , náklady této dotace jsou $\lambda(S)$. Naproti od minulých modelů, kde finanční prostředky, které byly vloženy do špatných projektů, vynesly poskytovateli kapitálu výnos R_p , v tomto modelu vláda, která zajišťuje potřebný kapitál ve formě dotací, nedostane z těchto prostředků žádný finanční výnos. Vláda poskytuje dotace v případě, pokud

$$(1 - \alpha)k(R_p + B_p - 1) > \lambda(S),$$

tato nerovnost lze charakterizovat slovy, že vláda se snaží o maximalizaci prospěchu firem a bank.

Vláda je ochotna investovat do všech projektů ex-ante, v případě že platí

$$\alpha(R_g + B_g) + (1 - \alpha)(R_p + B_p - 1) - 1 \geq \lambda(S) + \lambda(1 - \alpha - \alpha R_g),$$

kde levá strana představuje čistý očekávaný prospěch pro vládu a pravá strana představuje očekávané náklady.

Rovnice

$$S = k[(1 - \alpha) - \alpha R_g] - (1 - k)$$

reprezentuje hodnotu dotace S , která pokryje finanční prostředky potřebné pro záchranu firem se špatným projektem. Nyní si popíšme jednotlivé členy této rovnice, $(1 - \alpha)k$ představuje náklady na refinancování projektu, $\alpha k R_g$ jsou ověřitelné výnosy z dobrých projektů a $(1 - k)$ je původním příspěvním vlády bez investic.

Pro banky je nabídka dotace zajímavá pouze v případě, že hodnota dotace převyší ztrátu z povinnosti refinancovat špatné projekty.

Matematicky to lze zapsat takto:

$$S - (1 - \alpha)k(1 + L - R_p) \geq 0.$$

Potom platí, že $S - (1 - \alpha)k(1 + L - R_p) \geq 0$, je nutnou podmínkou měkkého rozpočtového omezení pro firmy.

Nyní se budeme více zajímat o parametr k , který představuje množství financovaných projektů. Hodnota, která se nabízí pro tento parametr, je $k = 1$. Pokud se soustředíme na tuto hodnotu, pak z našeho modelu plyna následující tvrzení.

První tvrzení modelu (6)

Jestliže $k = 1$, existuje $\alpha^{tvrdé}$ taková, že pokud $\alpha \leq \alpha^{tvrdé} = R_p - \frac{L}{R_p} - L + R_g$, pak

rozpočtové omezení bude tvrdé.

K popsání tohoto tvrzení použijeme nutnou podmínku firem pro měkké rozpočtové omezení a definici optimální dotace. Pak platí, že $S = (1 - \alpha) - \alpha R_g \geq (1 - \alpha)(1 + L - R_p)$, z čehož postupnou úpravou dostaneme, že pro tvrdé rozpočtové omezení platí

$$\alpha \leq \alpha^{tvrdé} = R_p - \frac{L}{R_p} - L + R_g.$$

V následující části textu ještě k předchozímu předpoklad $1 > R_p - L$ přidáme nový předpoklad $R_p - L > 0$. Celkově tedy pro rozdíl $R_p - L$ platí následující nerovnost $1 > R_p - L > 0$.

Důsledkem tohoto nového předpokladu je, že i v případech, kdy $\alpha < \alpha^{tvrdé}$, banky můžou vytvořit rezervy $E = 1 - k$ a financovat pouze k projektů. Platí, že čím více rezerv banka vytvoří, tím méně jí zajímá „rent seeking“ na úkor státu.

Bod, v kterém bude banka indiferentní mezi měkkým a tvrdým rozpočtovým omezením, lze matematicky zapsat následujícím způsobem:

$$\Pi_{měkké}^{banka} = (1 - k) + k(\alpha R_g - (1 - \alpha)) + S + (1 - \alpha)kR_p = (1 - \alpha)kR_p,$$

tedy

$$E = k((R - L_p) - \alpha(R_p + R_g - L)).$$

Vezmeme-li v úvahu počáteční vládní pomoc v hodnotě 1, pak je banka postavena před následující vztah. Banka si může vybrat, zda bude preferovat měkké rozpočtové omezení, což znamená, že se bude aktivně podílet na získávání dotací od vlády, nebo raději dá přednost tvrdému rozpočtovému omezení, což znamená, že si vybere $k < 1$ a zaváže se nevyhledávat vládní pomoc.

V případě, že banka zvolí měkké rozpočtové omezení, bude její zisk roven:

$$\Pi_{měkké}^{banka} = (1 - k) + k(\alpha R_g - (1 - \alpha)) + S + (1 - \alpha)kR_p = (1 - \alpha)kR_p,$$

navíc je zřejmé, že $\frac{d\Pi_{m\acute{e}kk\acute{e}}^{banka}}{dk} > 0$, a proto největší zisk $\Pi_{m\acute{e}kk\acute{e}}^{banka}$ bude v bodě $k = 1$.

$$\Pi_{m\acute{e}kk\acute{e}}^{banka} = (1 - \alpha)R_p, \text{ pro } k = 1.$$

Pro tvrdé rozpočtové omezení je zisk roven:

$$\Pi_{tvrd\acute{e}}^{banka} = k(R_g - 1).$$

Abychom dostali funkci zisku závislou na stejné proměnné, jako v případě měkkého rozpočtového omezení, je potřeba vyčíslit hodnotu proměnné k v závislosti na α .

Potom tedy existuje

$$k^{tvrd\acute{e}} = \frac{1}{1 + (R_p - L) - \alpha(R_p + R_g - L)},$$

pro které platí, že $\frac{dk}{d\alpha} > 0$.

Z těchto vlastností vyplývá, že s klesající kvalitou projektů, je zapotřebí zvyšovat rezervy bank k udržení tvrdého rozpočtového omezení.

Tvrdé rozpočtové omezení, které je dosaženo zajištěním těchto minimálních rezerv, přináší bankám větší zisk, pokud je splněna tato nerovnost:

$$\frac{(R_g - 1)}{1 + (R_p - L) - \alpha(R_p + R_g - L)} > (1 - \alpha)R_p,$$

kteřá je ekvivalentní s následující nerovností:

$$(R_g - 1) > (1 - \alpha)R_p [1 + (R_p - L) - \alpha(R_p + R_g - L)].$$

Je zřejmé, že pro $\alpha = 1$ je předchozí nerovnost splněna. Ovšem pro $\alpha = 0$, dostaneme nerovnost $(R_g - 1) > R_p(1 + (R_p - L))$. Tato nerovnice lze za pomoci předpokladu $(R_p - L) < 1$, upravit na $(R_g - 1) > 2R_p$. Problémem však je, že nejsme schopni říci, zda je tato nerovnost splněna. A tak pro nízké hodnoty α může nastat situace, kdy $\Pi_{tvrd\acute{e}}^{banka} < \Pi_{m\acute{e}kk\acute{e}}^{banka}$.

Závěrem tedy je, že tvrdé rozpočtové omezení přináší bankám vyšší výnosy ale na méně projektech.

Co je výhodné a nevýhodné pro banky jsme již prozkoumali, a tak nás čeká optimální strategie pro vládu.

Pro vládu platí, že při měkkém rozpočtovém omezení je její výtěžek roven

$$-\lambda(1) - \lambda(1 - \alpha - \alpha R_g) + \alpha B_g + (1 - \alpha)(R_p + B_p)$$

a při tvrdém rozpočtovém omezení je roven

$$-\lambda(1+(R_p-L)-\alpha(R_p+R_g-L))+(R_g+B_g).$$

S využitím těchto dvou faktů se dostáváme k tvrzení:

Druhé tvrzení modelu (6)

Vláda preferuje měkké rozpočtové omezení a finanční výpomoci před tvrdým rozpočtovým omezením a vznikem problému „credit crunch“, pokud je následující nerovnost splněna:

$$\lambda(1+(R_p-L)-\alpha(R_p+R_g-L))-\lambda(1-\lambda(1-\alpha(R_g+1)))>\alpha(B_g-R_p-B_p)+(R_g+B_g-R_p-B_p).$$

Pokud do tohoto vztahu dosadíme $\alpha=0$ a $\alpha=1$, zjistíme, že lze získat oba možné body rovnováhy.

Do tohoto bodu jsme předpokládali, že vláda není schopna zjistit kvalitu bankovního portfolia. Domnívali jsme se, že v možnostech vlády bylo pouze zjištění poměru dobrých a špatných projektů a likvidity jednotlivých bank. Ovšem pokud tento předpoklad uvolníme a představíme si, že by bylo možné identifikovat špatné úvěry v bankovním portfoliu, potom by to znamenalo, že státu stačí odstranit tyto úvěry z bankovního portfolia a refinancovat je např. skrze speciální vládní instituci.

Agentura, která měla za úkol očistit banky od špatných úvěrů a vyhnout se tak dotování bank, byla založena v mnoha tranzitivních zemích.

Ovšem skutečnost, kdy všechny špatné úvěry jsou zlikvidovány, je daleko nákladnější než finanční výpomoc ve formě dotací²⁵. Samozřejmě v případě pokud všechny špatné úvěry jsou převedeny do pomocné agentury, jsou náklady na dotování bank vždy vyšší²⁶.

Předpokládejme, že pouze h projektů je převedeno do pomocné agentury. Potom pro dotaci bude platit

$$S(h) = (1-\alpha) - h - \alpha R_g.$$

Hlavní snahou vlády tedy musí být očistění bank o příslušný počet špatných projektů, který dostatečně sníží hodnotu dotací, a tím odradí banky využívání finanční podpory. Pro takové množství musí platit

²⁵ Nerovnost $(1-\alpha) - \alpha R_g < (1-\alpha)$, kde levá strana představuje náklady na finanční výpomoc ve formě dotací a pravá strana reprezentuje náklady na zlikvidování špatných úvěrů, potvrzuje tento fakt.

²⁶ Důvodem je, že vláda bude muset nést plné náklady refinancování, a ne pouze schodek, který vznikl až poté, co k refinancování byly použity bankovní zdroje.

$$S(h) - (1 - \alpha)h(1 - R_p) \leq (1 - \alpha)L,$$

což je ekvivalentní s

$$h \geq \frac{(1 - \alpha)(1 - L) + \alpha R_g}{1 + (1 - \alpha)(1 - R_p)}.$$

Pokud vláda usiluje o tvrdé rozpočtové omezení, nastaví $h = \frac{(1 - \alpha)(1 - L) + \alpha R_g}{1 + (1 - \alpha)(1 - R_p)}$. Parametr

h je rostoucí s hodnotou likvidovaných aktiv L a klesající v jistých výnosech z dobrých i špatných projektů. Dále pro $\alpha = 0$ platí, že $h \in (0, 1)$ a pro $\alpha = 1$, není potřeba pomocné agentury, rozpočtové omezení bude tvrdé v každém případě.

V předchozích pěti kapitolách jsme se zabývali problémem SBC v bankovním sektoru, se snahou poukázat na teoretických modelech hlavní motivy a principy tohoto syndromu. Zvláště jsme se zaměřili na možný vznik a přetrvání měkkého rozpočtového omezení v tranzitivních zemích, jmenovitě v České republice.

Jelikož syndrom SBC, bývá často spojován právě s tranzitivními zeměmi, bylo překvapivým zjištěním, že vznik a přetrvání měkkého rozpočtového omezení, podle jednotlivých modelů a jejich výsledků, není pouze fenoménem transformačních procesů, ale může k němu docházet a i dochází v západních tržních ekonomikách.

Pokud se ještě vrátíme k jednotlivým modelům, je zřejmé, že modely (1) až (4) jsou jistou obměnou modelu Dewatripont-Maskina, který je podrobně probrán v podkapitole 4.3.2., avšak modely (5) a (6), které se více zabývají rolí vládních zásahů do bankovního sektoru, jsou poněkud odlišné.

Přesto však navzdory jednotlivým rozdílům mezi těmito modely, motiv syndromu SBC zůstává stejný - refinancování projektů ex-post je pro poskytovatele finančních prostředků výhodné, avšak poskytování finančních prostředků na takové projekty ex-ante je neúčinné. S tím také souvisí chování organizací (firem a bank), které přizpůsobují své chování podle očekávání měkkého či tvrdého rozpočtového omezení.

Hlavním prostředkem, jak dosáhnout tvrdého rozpočtového omezení, je zavedení institucionálních pravidel, které sníží motiv bank k refinancování projektů.

Závěrem této kapitoly je potřeba říci, že syndrom SBC není pouze fenoménem tranzitivních ekonomik, ale ze své podstaty může vznikat i ve vyspělých ekonomikách. Avšak je důležité si

uvědomit, že hlavním důvodem proč je syndrom SBC často viděn v tranzitivních zemích, je nedostatečně vyspělé institucionální prostředí, které ztěžuje zabraňování vzniku SBC.

7. Corporate governance v ČR

V této kapitole se dostáváme k analýze správy společností během transformace neboli CORPORATE GOVERNANCE. V předchozích kapitolách jsme krok po kroku podrobně probírali jednotlivé prvky české transformace s hlavní snahou o popsání prostředí, v které vznikala corporate governance. Zvláště jsme se zaměřili na finanční trhy, které z velké části ovlivňují chod a způsob možné správy společnosti.

Nyní se pokusíme všechny tyto charakteristické prvky spojit dohromady a popsat systém, který vznikl.

V podkapitole 2.2 jsme si popsali dva hlavní modely corporate governance. My těchto modelů využijeme a přidáme k nim ještě model jednotného vlastníka a pokusíme se na nich ukázat, k jaké formě správa společností v ČR vedla.

7.1 Jednotný vlastník

Model jednotného vlastníka je nejjednodušším modelem corporate governance, který nevyužívá veřejných finančních trhů. Tak jako každý model má své výhody a nevýhody. Hlavní výhodou je přímá kontrola nad chodem společnosti. Na druhé straně hlavní nevýhodou modelu je, že není kótován na kapitálovém trhu, tedy informace týkající se takovéto společnosti jsou velice těžko získatelné, což samozřejmě snižuje věrohodnost společnosti. Nepřítomnost společnosti na kapitálovém trhu implikuje, že základním zdrojem finančních prostředků jsou banky.

Tento model nesehrál významnější roli, i přestože některé specifické rysy české transformace umožnily získání dominantního postavení jednotlivých vlastníků uvnitř firem.

7.2 Anglosaský model (Shareholder model)

Cílem této kapitoly je pokusit se zjistit, zda prostředí české transformace vytvořilo dostatečné institucionální zázemí pro anglosaský model.

Pokud se podíváme zpátky do podkapitoly 2.2.1, která podrobně popisovala tento model, zjistíme, že existuje několik předpokladů, bez kterých tento model nemůže efektivně fungovat.

Nejjednodušším způsobem, jak zjistit, zda jsou jednotlivé předpoklady splněny je zkontrolovat hlavní mechanismy corporate governance, mezi které patří kapitálový trh, trh produktů a služeb a trh práce.

Jelikož nejdůležitější částí pro anglosaský model je kapitálový trh, začneme s ním celou analýzu, neboť pokud nebudou splněny podmínky pro tento trh, nemá již cenu kontrolovat ostatní trhy.

Vznik a vývoj kapitálového trhu je nastíněn již v podkapitole 5.1.3, ale my se zde pokusíme probrat jednotlivé rysy poněkud podrobněji s důrazem na předpoklady zkoumaného modelu. Kapitálový trh byl v České republice úplně novou institucí, která byla výrazným způsobem spojena s privatizací. Neočekávaný vývoj privatizace tak i výrazným způsobem ovlivnil kapitálový trh.

Důsledkem bylo, že v České republice neexistoval přístup na likvidní kapitálový trh, který by akcionářům zajistil neomezený exit, bez vysokých nákladů, to je částečně spojeno s faktem, že obchodování s malým množstvím akcií bylo velice zanedbatelné. Navíc převažovala tendence k odchodu malých, středních ale i velkých firem z kapitálového trhu, firmy nebyly ochotné poskytovat ze zákona povinné informace pro společnosti kótované na kapitálovém trhu.

Primární kapitálový trh byl neaktivní a pokud docházelo k nějakým novým IPO²⁷, pak měly spíše charakter důchodových plateb než skutečného upsání akcií. S tím navíc souvisí ta skutečnost, že v případě skutečných IPO by bylo zapotřebí snížit nominální hodnotu všech kótovaných cenných papírů, aby P/E ratio těchto akcií přesáhlo úrokovou míru u běžných bankovních účtů. (Mejstřík, 1999)

Tyto závažné nedostatky, které znemožňovaly likvidní a transparentní chod kapitálového trhu byly z velké části zapříčiněny nedostatečnou legislativou a podceněním institucionálního charakteru kapitálového trhu.

Nyní se tedy zaměříme na institucionální prostředí kapitálového trhu. Významným nedostatkem byla neexistence omezení týkajících se převzetí společností, to umožňovalo získávat firmám obrovské prémie z akvizic. Teprve v roce 1996 byla zavedena povinná nabídka výkupu akcií při převzetí firmy 50% většinou. To však ještě nezaručovalo

²⁷ IPO = Initial public offering

dostatečnou ochranu akcionářů, jelikož zaprvé výkupní ceny, které závisely na lehce zmanipulovatelném veřejném trhu, byly nízké a zadruhé firmy byly často ovládány dvěma až čtyřmi IP fondy, které dohromady získaly většinu, ale jako jednotlivci měly ve vlastnictví méně než 50% akcií.

V otázce ochrany minoritních akcionářů také nedošlo k výrazným posunům směrem k vyspělým západním ekonomikám, drobní akcionáři byli bez možnosti získávat dostatečné informace či podíly na zisku společností, na které měli právo. Dalším poměrně důležitým omezením byla nemožnost hlasovat bez přítomnosti na valné hromadě. Tento paradox poté dospěl až tak daleko, že valná a mimořádná shromáždění, které projednávaly důležité otázky²⁸, se uskutečňovaly na pro většinu akcionářů vzdálených a obtížně dosažitelných místech.

Všechny tyto skutečnosti potom vedly k situaci, kdy firmy se nehodlaly chovat způsobem, který by jim zajistil možný přísun finančních prostředků z kapitálového trhu, neboť převládlo přesvědčení, že akcionáři nebudou riskovat své peníze investováním do akciových společností, nad kterými nemají dostatečnou kontrolu. Poté není žádným překvapením, že ekonomika se dostává do začarovaného kruhu, v kterém firmy nemají zájem přizpůsobovat své jednání drobným akcionářům a drobní akcionáři, kteří si uvědomují chování firem, na tento stimul reagují negativně.

Pokud se na celý problém podíváme z hlediska institucí, neschopnost kapitálového trhu vytvořit stabilní a důvěryhodné prostředí, v kterém lze vytvářet racionální očekávání, vyhnala náklady na financování skrz kapitálový trh do prohibitivní výše.

Ze zmíněných faktů je více než zřejmé, že mechanismus kapitálového trhu, který je hlavním pilířem anglosaského modelu, nefungoval.

Závěrem této kapitoly tedy je, že způsob corporate governance během transformace v České republice se nemohl přiblížit anglosaskému modelu, jelikož jeho hlavní předpoklad nebyl splněn.

7.3 Německý model (Stakeholder)

Stejně jako v předchozí části je hlavním úkolem této kapitoly pokusit se zjistit, zda prostředí české transformace vytvořilo dostatečné předpoklady pro německý model.

²⁸ Dokonce se tyto okolnosti týkaly i otázek převzetí.

Oproti předchozímu modelu je prostředí německého modelu odlišné. Jedním z hlavních rozdílů je bankovní systém, který je univerzální. Banky zde hrají velice důležitou roli, jelikož jsou poskytovatelé finančních úvěrů ale i významnými akcionáři.

V České republice byl tento model nejčastěji spojován s částečnou privatizací hospodářských jednotek, které měly regionální monopol na nějaký produkt či službu. Většinou se jednalo o firmy, které zajišťovaly poskytování energie, plynu, vody, atd. Jelikož jejími hlavními odběrateli byly města a obce, byly městům a obcím podle počtu obyvatel přiděleny akcie²⁹, zajišťující jim blokuující menšinu³⁰, která měla napomoci v jednání se společností.

Avšak v prostředí, které bylo charakterizováno špatnou ochranou minoritních akcionářů a netransparentním a málo likvidním kapitálovým trhem, ani města a obce nechtěli držet tyto akcie, a proto s vidinou akviziční prémie prodávali opce na tyto akcie zahraničním firmám.

A tak i přes administrativní snahu o vytvoření německého modelu corporate governance se projevila síla neformálních pravidel, která zamýšlený projekt zhatila.

Jistý druh vztahů mezi organizacemi, který vzdáleně připomínal tento způsob správy společností, se objevil mezi dlužníky a věřiteli, kteří byli díky nedostatečně propracovanému zákonu o konkurzu a vyrovnání nuceni navazovat speciální vztahy na principu důvěry. Toto jednání samozřejmě jen zvyšovalo možnosti morálního hazardu a podporovalo vznik měkkého rozpočtového omezení.

Pokud si uvědomíme, že hlavním principem stakeholder modelu není pouze dosahování co největšího zisku pro vlastníky firmy, ale snaha o co nejlepší výsledek pro všechny osoby zúčastněné v chodu firmy, pak musíme konstatovat, že mnoho prostoru pro tento model v transformaci nebylo. Nejlépe je vidět tento poznatek na chování jednotlivých, bank, IP fondů, manažerů, ale i státních úředníků a politiků, kteří se snažili o získání co největších zisků.

7.4 Model corporate governance v ČR

V předchozích dvou částech jsme poukazovali na fakta, proč nemohly být aplikovány dva z hlavních modelů corporate governance v České republice. V této kapitole se konečně dostaneme k popisu skutečné správy společností, tak jak vznikla během transformace.

²⁹ Jednalo se o registrované akcie s omezenou možností převedení na jiného vlastníka.

³⁰ V České republice se jednalo o 34% vlastnictví akcií.

Forma corporate governance v České republice byla určitým mixem německého a anglosaského modelu, avšak nelze mluvit o plynulém přechodu mezi těmito modely, ale spíše vždy o převzetí části modelu.

V podkapitole 2.2 jsme si rozdělili systém corporate governance na tři segmenty. První z těchto segmentů je způsob financování firem a účast kapitálového trhu. Druhým segmentem je vlastnictví podniků, způsob řízení a monitorování managementu a třetí částí je způsob nakládání s informacemi a transparentnost firemní politiky.

Nyní si rozebereme tyto jednotlivé segmenty, jak přibližně vypadaly v České republice (body), ale budeme postupovat v obráceném pořadí, tedy začneme s nakládáním s informacemi a transparentností firemní politiky a skončíme finančními trhy.

Získávání informací o firmách a jejich projektech je jedním z nejdůležitějších úkonů, které investor potřebuje. Pokud zde mluvíme o investorech, máme na mysli i banky, které poskytovaly finanční úvěry firmám.

Jak již bylo několikrát řečeno, hlavním informačním kanálem, který poskytuje dostatečné informace, je ve vyspělých tržních ekonomikách kapitálový trh. V České republice jedinou funkcí kapitálového trhu bylo převedení státních firem, pomocí kupónové privatizace do soukromých rukou. Neočekávané následky vzniku IP fondů a koncentrace vlastnictví poté měly za následek nevyužívání kapitálového trhu. Navíc firmy, které byly kótované na Burze cenných papírů, se často snažily o zrušení obchodovatelnosti jejich akcí, aby nemusely splňovat ani základní požadavky o poskytování informací, které byly na Burze cenných papírů uzákoněny. Lze tedy říci, že náklady na získání informací dosahovaly závratné výše, a proto často docházelo k morálnímu hazardu a obcházení legislativních norem. S tím souvisí i možnost monitorování činnosti firem a managementu, a tak se pomalu dostáváme k druhému segmentu, kterým je způsob řízení a monitorování managementu. Tento bod je znovu spojen se vznikem IP fondů a jejich regulací. Předpoklady vlády o struktuře vlastnictví po kupónové privatizaci vzaly za své, když čtyři největší IP fondy vlastnily podíl přes 50% v 727 společnostech. Hlavní vinu na vzniku takto koncentrovaného vlastnictví nese především nedostatečná regulace IP fondů, která navíc dovolila i vznik „křížového vlastnictví“, které se také negativně podepsalo na průběhu transformace. Pokud si navíc uvědomíme, že práva drobných akcionářů byla chráněna jen sporadicky nebo vůbec, pak je zřejmé, že řízení firem se přesunulo do rukou manažerů IP fondů.

Co lze tedy říci o monitorování manažerů? Bylo poměrně obtížné snad až nemožné, protože práva, která byla zaručena minoritním akcionářům, nebyla dostatečně chráněna.

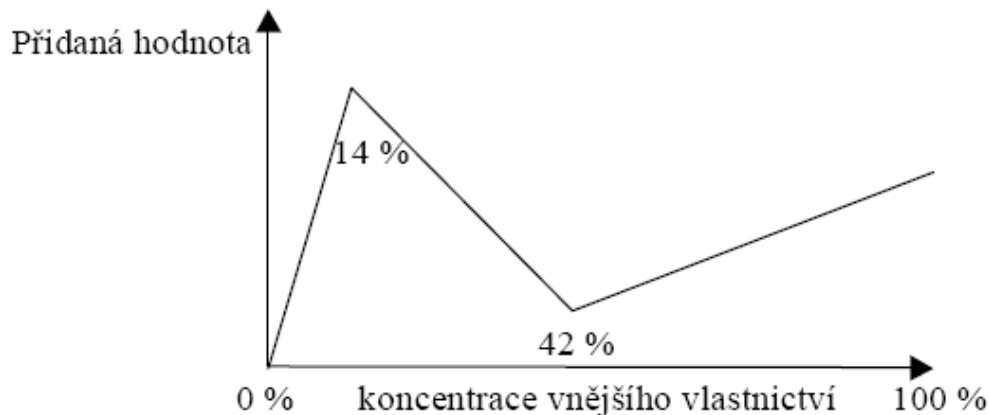
Stát se majoritním vlastníkem poté znamenalo neomezenou moc uvnitř firem. Společnosti tak byly nuceny se účastnit pro ně nevýhodných smluv a projektů, jejich jediným cíle bylo získání osobního prospěchu. Vše zašlo až tak daleko, že pokud se objevily informace, že institucionální investor získá kontrolní podíl v konkrétní firmě, ihned se tato informace projevila v poklesu ceně akcií.

Další bod, který je spojen s nabýváním kontrolní pozice uvnitř firmy, byla pozdní implementace zákona, který nutil investory při převzetí firmy, reprezentované 50% akcií, učinit nabídku na výkup akcií zbylých akcionářů. I přes snahu vlády docházelo k obcházení tohoto zákona tvořením koalic mezi IP fondy, které dohromady převyšovaly 50% hranici, ale jako jednotlivci vlastnily méně.

Zajímavé tak může být zkoumání hodnoty společnosti s růstem vlastnictví v rukou manažerů. Takovou analýzu pro data firem v České republice provedl např. Bagdasarian (2003), který přišel na následující závislost.

Schéma 4: Empiricky zjištěný vliv vlastnické koncentrace v ČR

Empiricky zjištěný vliv vlastnické koncentrace v ČR (Baghdasarian, 2003)



Zdroj: (Vychodil, 2004)

Závěrem je, že forma řízení společností je významně ovlivněna strukturou vlastnictví, což pro prostředí s vysoce koncentrovaným vlastnictvím, tak jak nastalo v České republice, znamená zvýšení neefektivnosti a menší hospodářský růst.

V poslední části této kapitoly se konečně dostáváme k finančním trhům, které byly hlavním tématem této práce. Bankovní sektor a kapitálový trh, jako poskytovatelé finančních prostředků, jsou úzce propojeny s celou ekonomikou, a tedy každá distorze, která postihne

ekonomiku, se projeví na těchto trzích a obráceně. Je proto velice zajímavé zkoumat, jak se ovlivňují tyto finanční instituce a zbylé organizace, které se účastní hospodářské soutěže.

Již sama informace, že kapitálový trh je málo likvidní a netransparentní, v sobě nese zajímavou informaci o prostředí, v kterém transformace probíhala. Avšak pro další zkoumání to činní kapitálový trh poněkud nezajímavým.

Proto jsme náš pohled zaměřili na banky, které hrály daleko větší roli. Univerzální systém bankovníctví, který byl vybrán, jako vhodný pro zvolenou cestu transformace, umožňoval bankám stát se poskytovateli finančních prostředků ale zároveň také investory. Tato možnost však byla příčinou ke vzniku „křížového vlastnictví“, které vytvořilo složitou vlastnickou strukturu mezi bankami a firmami.

V nevyspělém institucionálním prostředí, které bylo charakterizováno vysokými transakčními náklady, tak vznikaly osobní vazby mezi bankami a firmami. V takovém prostředí poté dochází k posílení motivu vzniku měkkého rozpočtového omezení, a to má za následek pokřivený systém exitu. Na trhu tak zůstávají společnosti, které by při HBC byly nuceny opustit trh, to samozřejmě ovlivňuje chování firem a investorů, kteří jsou ochotni vytvářet a financovat špatné projekty. S tím je spojen dalším velice důležitý důsledek syndromu SBC, kterým je neochota firem inovovat. Pokud si vzpomeneme na kapitolu týkající se institucionálního vývoje a prostředí, říká se v ní, že jsou to právě organizace (v našem případě hlavně firmy), které díky adaptační efektivnosti pomáhají k vývoji institucí. Důsledkem SBC je tedy zakonzervování neefektivního institucionálního prostředí, v které nedochází k inovacím, restrukturalizaci a vytváření nových technologií.

Tedy systém corporate governance v České republice by se dal popsat, jako pokroucený model jednotného vlastníka, v kterém jednu z hlavních rolí hrají banky, které, díky nedokonalému institucionálnímu prostředí, rozšiřují syndrom měkkého rozpočtového omezení do ostatních odvětví, čímž umožňují přežívat na trhu nezdravým firmám, které snižují efektivitu cenového systému.

8. Závěr

Celá tato práce se snaží o zviditelnění institucí v hlavním proudu ekonomické teorie. Transformace je dobrým příkladem, který zpětně reflektuje některé chyby, vzniklé právě z podcenění významnosti institucí. Bystrý čtenář si jistě povšimne, že v předešlé větě jsme použili slovo „zpětně“, je zřejmé, že ex-post je vždy jednodušší kritizovat jednotlivé chyby či problémové body, avšak pro ekonomii a s ní spojené vědní disciplíny je daleko důležitější nacházet a napravovat takovéto chyby předtím, než se stanou skutečností. K tomuto účelu jsme se snažili poukázat na problém měkkého rozpočtového omezení, který je založen na dynamičnosti mezi ex-ante očekáváním a ex-post konáním.

Zaměřením se na syndrom SBC v bankovním sektoru nám přišlo, jako nejlogičtější řešení, neboť banky ve specifické vlastnické struktuře České republiky tvořily vlastnickou síť, která byla charakterizovaná „křížovým vlastnictvím“.

Zvláště nás zajímalo, zda teorie měkkého rozpočtového omezení je především fenoménem tranzitivních zemí, nebo k vzniku tohoto problému může docházet i ve vyspělých ekonomikách.

A v konečné fázi jsme se pokusili popsat možné efekty měkkého rozpočtového omezení v bankovním sektoru na corporate governance v České republice.

K analýze tohoto syndromu jsme použili několik modelů, které popisovaly různé motivy vzniku syndromu SBC.

Výsledek této analýzy nebyl nijak překvapující, potvrdilo se, že vznik měkkého rozpočtového omezení v prostředí tranzitivních zemí je velice častý a pravděpodobný. Tento závěr pramení především z nedostatečné ochoty bank a vlády zavázat se k dlouhodobě konzistentní politice tvrdého rozpočtového omezení. I když se může zdát, že bankám a vládě se vyplácí podpora měkkého rozpočtového omezení, z našich modelů vyplývá, že tomu tak není. Obava vlády a bank z velkého množství bankrotů při tvrdém rozpočtovém omezení je neopodstatněná, neboť firmy, které by při tvrdém rozpočtovém omezení byly zlikvidovány, v prostředí měkkého rozpočtového omezení pouze snižují efektivnost a pokrývají systém exitu.

Pokud tento poznatek použijeme na model corporate governance, zjistíme, že jedním z hlavních důvodů nefunkčního systému správy společností je právě onen zmíněný špatně fungující systém exitu, který dovoluje nezdravým firmám zůstat na trhu a neochota firem podílet se na nových inovacích.

To se samozřejmě projevuje na chování manažerů těchto firem, kteří se poté chovají neefektivně a dochází k špatné alokaci vzácných zdrojů, čímž se ztrácí funkce jednoho z nejdůležitějších systémů v ekonomie, a tím je cenový systém.

Co říci závěrem, snad jen, že problém měkkého rozpočtového omezení není možné brát na lehkou váhu, jelikož se objevují důkazy o jeho vzniku i ve vyspělých ekonomikách, v kterých převládá předpoklad silného institucionálního prostředí.

Prameny a literatura

ASX Corporate Governance Council, (2003): „Principles of Good Corporate Governance and Best Practices Recommendations”, March 31, 2003.

(<http://www.shareholder.com/visitors/dynamicdoc/document.cfm?documentid=364&companyid=ASX>).

Berglöf, Erik - Gerard Roland, (1995): “Bank restructuring and soft budget constraints in financial transition” *Journal of the Japanese and International Economies* 9: 354-375.

Berglöf, Erik - Gerard Roland, (1998): “Soft Budget Constraints and Banking in Transition Economies,” *J. Comp. Econ.* 26:1, pp. 18-40.

Berle, A. A. JR. - Means, G. C., (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan; reprint New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1991.

Coase, R. H. (1991): „The Institutional Structure of Production.“ Prize Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1991.

(www.nobel.se/economics/laureates/1991/coaselecture.html).

Cubbin, J. - Leech, D. (1983): „The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement.“ *Economic Journal*, vol. 93, June, pp. 351–369.

Dewatripont, Mathias - Eric Maskin, (1995): “Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies,” *The Review of Economic Studies* 62:4, pp. 541-55.

Dewatripont, Mathias - Gerard Roland, (2000): “Soft budget constraints, transition and financial systems” *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 156 (1): pp. 245-260.

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*, Budapest: CEU Press.

Hanousek, J. – Kočenda, E. (2003): “The Impact of Czech Mass Privatisation on Corporate Governance”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 30 No. 3/4, 2003, pp. 278-293.

Hodgson, G. M. (2006): “What Are Institutions?“, *Journal of Economic Issues*, Vol. XL No. 1, 2006, pp. 1- 25.

Iskander, Magdi R. - Chamlou Nadereh (2000): Corporate Governance: A Framework for Implementation, Washington D.C.

Ježek, Tomáš (1996): Kodex Převzetí a Fúzí Londýnského City (překlad), London, 1996.

Jonáš, J. (1997): Bankovní krize: zkušenosti a příčiny. VP č. 78, Institut ekonomie ČNB.

Keasey, K. – Thompson, S. – Wright, M., (1997): „Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions“ v: *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*, Keasey, K. Thompson, S. a Wright, M. (editori); Oxford University Press.

Kornai, J., (2001): „Hardening the budget constraint: The experience of the post-socialist countries“, *European Economic Review* 45 (2001), s. 1573-1599.

Kornai, J. - Maskin, E. - Roland, G.,(2003): „Understanding the Soft Budget Constraint“ *Journal of Economic Literature*, 41, 1095–1136.

Kouba, K. (1994): „Systémová transformace a mikroekonomické základy makrostability“, *Politická ekonomie* 3, s. 310 – 313.

Kouba, K., (2004): „Transformace a privatizace v původních představách a třináct let poté“, v “Privatizace bez kapitálu: Zvýšené transakční náklady české transformace“, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, Studie 4/2004, s. 5-46.

La Porta, Rafael - Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei, (2002): “ Government Ownership of Banks“ *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1. (Feb., 2002), pp. 265-301.

Lašťovička, Radek (1993): Investment behaviour in Czech voucher privatization, Praha, 1993.

Maskin, Eric - Chenggang Xu, (2001): “Soft Budget Constraint Theories: From Centralization to the Market,” *Economics of Transition* 9:1, pp. 1-27.

Mejstřík, M. (1999): Správa velkých akciových společností: Teorie a česká praxe, working paper IES, ies.fsv.cuni.cz.

Mitchell, Janet, (1997): Strategic Creditor Passivity, Regulation, and Bank Bailouts, The Davidson Institute Working Paper Series, No. 46. Univ. of Michigan Business School, 1997.

Mlčoch, L. (2005): Institucionální ekonomie, Karolinum, Praha.

Morck, R., - Shleifer, A., - Vishny, R. (1988): „Management Ownership and Market Valuation.“ *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293–315.

North, D. C. (1990): Institutions, institutional change and economic performance, Cambridge University Press, 1990.

North, D. C. (1993): „Economic Performance through Time.“ Prize Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1993.

(www.nobel.se/economics/laureates/1993/northlecture.html).

North, D. C. (1994): “Economic Performance through Time.” *American Economic Review* 84, no. 3 (June 1994): 359–67.

OECD, (2004): „OECD Principles of Corporate Governance 2004“, OECD.

Perotti, Enrico, (1993): “Bank Lending in Transition Economies.” *J. Bank. Fin.* 17, 5:1021-1032, Sept.1993.

Qian, Yingyi, - Roland, Gérard, (1993): Regional Decentralization and the Soft Budget Constraint: The Case of China, Discussion Paper 1013. Centre for Economic Policy Research, 1994.

Roberts, J., (2004): “Privatizační a úvěrové hry v průběhu velké privatizace” v “Privatizace bez kapitálu: Zvýšené transakční náklady české transformace”, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, Studie 4/2004, s. 85-108.

Shleifer, A. – Vishny, R.W. (1997): „A Survey of Corporate Governance“, *Journal of Finance*, vol. LII, No. 2 (June, 1997): 737-83.

Švejnar, Jan (1993): The past and present of Czechoslovak privatization, Praha, 1993.

Tchipev, Plamen D. - Backhaus Jurgen G. - Stehen Frank H. (1998): Mass Privatisation Schemes in Central and East European Countries. Implications on Corporate Governance, Gorex Press, Sofia, 1998.

Vychodil, O., (2004): “Dopady postprivatizační koncentrace vlastnictví na výkonnost českých podniků” v “Privatizace bez kapitálu: Zvýšené transakční náklady české transformace”, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, Studie 4/2004, s. 47-83.

Přehled použitých výročních zpráv, statistických ročenek a internetových stránek

Statistické ročenky České republiky 1992 až 1999. Český statistický úřad, Scientia v jednotlivých letech.

Výroční zprávy České národní banky 1995, 1999.

Výroční zprávy FNM za roky 1992 až 1998.

<http://portal.justice.cz/ms/ms.aspx?o=23&j=33>

www.imf.org

www.mpo.cz

Příloha

V této části dokážeme tvrzení modelu (3*) z podkapitoly 6.2.2.

Budeme potřebovat následující rovnici:

$$\Pi(\lambda, \theta) = (\alpha + (1 - \alpha)\theta)R_g + (1 - \alpha)(1 - \theta)[\lambda(L - \omega) + (1 - \lambda)(R_p - 1)], \quad (*)$$

v které namísto parametru ω použijeme $\omega(\theta)$.

Pokud derivujeme funkci (*) podle λ , dostaneme $L - \omega(\theta) - R_p + 1$. Jestliže platí, že $\omega(1) < L + 1 - R_p < \omega(0)$, pak existuje hodnota θ^* , pro kterou platí $L - \omega(\theta^*) - R_p + 1 = 0$.

Neboť platí $\frac{d\omega}{d\theta} < 0$, platí pro hodnoty, které jsou větší než θ^* , že banky dají přednost

likvidaci a pro hodnoty menší než θ^* banky budou raději refinancovat projekty.

Firmy tak čelí problému, v které jsou pouze dva pravé body Nashovy rovnováhy, a těmi jsou body $\theta = 0$ nebo $\theta = 1$.

Je zřejmé, že firmy budou vynakládat úsilí k restrukturalizaci pokud $B_g > (1 - \lambda)B_p$.

Pro všechny $\theta < \theta^*$, $\lambda = 0$. A pro jakékoliv $0 < \theta < \theta^*$, protože $B_g > B_p$, firmy budou snižovat úsilí o restrukturalizaci, až nakonec bude $\theta = 0$. V opačném případě pokud $\theta > \theta^*$, $\lambda = 1$. A pro jakékoliv $\theta < \theta^* < 1$, protože $B_g > 0$ budou se snažit o restrukturalizaci, až nakonec bude $\theta = 1$.

V případě, že $\theta = \theta^*$, pak platí, že bankám je jedno, o jakou hodnotu $\lambda \in [0, 1]$ se jedná. Pro bod rovnováhy θ^* existuje λ^* takové, že platí $B_g = (1 - \lambda^*)B_p$.

V případě, že $\omega(0) < L + 1 - R_p$, $\omega(\theta) < L + 1 - R_p$, pro jakékoliv θ , pak banky budou vždy preferovat likvidaci před refinancování.

A v případě, že $L + 1 - R_p < \omega(1)$, $L + 1 - R_p < \omega(\theta)$, pro jakékoliv θ , banky budou vždy refinancovat bez ohledu na úsilí firem o restrukturalizaci.

Seznam schémat a tabulek

Schéma 1: Vztah organizací v syndromu SBC	18
Schéma 2: Kauzální řetězec vztahů SBC syndromu	22
Schéma 3: Dewantripont-Maskinův model.....	24
Schéma 4: Empiricky zjištěný vliv vlastnické koncentrace v ČR.....	70
Tabulka 1: Produktivita soukromého sektoru (v procentech HDP)	28
Tabulka 2: Česká privatizace	29
Tabulka 3: Pozice hlavních fondů na trhu po první kupónové vlně.....	33
Tabulka 4: Relativní vliv investorů uvnitř společností privatizovaných v první vlně kupónové privatizace	34
Tabulka 5: Podíl IP fondů, které byly součástí finanční skupiny.....	38
Tabulka 6: Úspěšnost podání konkurzů	42
Tabulka 7: Množství klasifikovaných úvěrů	46

UNIVERSITAS CAROLINA PRAGENSIS
založena 1348

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd
Institut ekonomických studií



Opletalova 26
110 00 Praha 1
TEL: 222 112 330,305
TEL/FAX:
E-mail:
ies@mbox.fsv.cuni.cz
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2006/2007

TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student:	Jan Seifert
Obor:	Ekonomie
Konzultant:	Prof. Ing. Lubomír Mlčoch CSc.

Garant studijního programu Vám dle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a Studijního a zkušebního řádu UK v Praze určuje následující bakalářskou práci

Předpokládaný název BP:

Privatizace v České republice a corporate governance

Charakteristika tématu, současný stav poznání, případné zvláštní metody zpracování tématu:

Hlavním tématem této práce je snaha objasnit, jaký vliv na corporate governance v České republice měla kupónová privatizace.

Struktura BP:

1. Úvod
2. Privatizace v České republice
3. Corporate governance
4. Stav české ekonomiky v prvních letech po privatizaci a očekávaný vývoj
5. Závěr

Seznam základních pramenů a odborné literatury:

Švejnar, Jan: The past and present of Czechoslovak privatization, Praha, 1993

Laš'ovička, Radek: Investment behaviour in Czech voucher privatization, Praha, 1993

Tchipev, Plamen D., Backhaus Jurgen G., Stehen Frank H.: Mass Privatisation Schemes in Central and East European Countries. Implications on Corporate Governance, Gorex Press, Sofia, 1998

Ježek, Tomáš (přeložil): Kodex Převzetí a Fúzí Londýnského City, London, 1996

Iskander, Magdi R., Chamlou Nadereh: Corporate Governance: A Framework for Implementation , Washington D.C., 2000

Datum zadání:	říjen 2006
Termín odevzdání:	červen 2007

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne 19.10.2006