Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha
Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2
Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171
Fax: (02) 215 93 203
Výkoná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

OBSAH

Petr CHVOJKA: Finanční rámec procesu re- M .137
strukturalizace české ekonomiky

Juraj NEMEC: Zdravotnictvo – tržové prost- .158
redie, alebo státna regulácia?

Jiřina JILKOVÁ – Miroslav HÁJEK: Mimoroz- .167
počtové fondy jako nástroj státní politiky ži-

votního prostředí

Jan ZEMAN: Nekalkulované náklady a vý-

nosy v železniční a silniční dopravě

Recenze

Miroslav ZAJÍČEK: Oslava měnové teorie a .190
zkoumání měnové historie (M. Friedman)

Informace

Bojka HAMERNÍKOVÁ – Květa KUBÁTOVÁ – .195
Václav URBÁNEK: 53. kongres Mezinárodní-

ho institutu veřejných financí

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní .197
č. 3 a 4/98

CONTENTS

Petr CHVOJKA: The Financial Framework of
the Czech Economic Restructuring .137

Juraj NEMEC: Health Care: Market Forces or .158
Government Regulation?

Jiřina JILKOVÁ – Miroslav HÁJEK: Extra-
Budgetary Funds as an Instrument of Envi-

ronmental Policy

Jan ZEMAN: Hidden Costs and Revenues in
Railway and Road Transport

Book-Review

Miroslav ZAJÍČEK: Demonstration of Mone-
yary Theory and Lessons from Monetary His-

try (M. Friedman)

Information

Bojka HAMERNÍKOVÁ – Květa KUBÁTOVÁ – .195
Václav URBÁNEK: 53th Congress of the In-

ternational Institute of Public Finance

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning
Taxation: No 3-4/98

Autorská práva vykonává vydavatel (viz č. 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publiko-

vaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména me-

chanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.


Finanční rámec procesu restrukturalizace české ekonomiky*

Petr CHVOJKA**

1. Vztah privatizace a restrukturalizace

Jakkoliv problematika procesu privatizace v ekonomikách, které nastoupily cestu k nastolení tržního řádu, nemá být hlavním předmětem této úvahy, nelze ji ani zcela vynechat. Představuje důležitou determinantu a základní podmínku navazujícího procesu, jímž se chceme zabývat, tj. procesu restrukturalizace.

Avšak ani sama změna vlastnictví ze státního na soukromé nemůže být chápána jako dostávající podmínka pro celkovou restrukturalizaci. Úspěšná restrukturalizace (zejména restrukturalizace podniková) nezáleží pouze na vlastnictví a jeho formě (státní versus soukromé), ale také na struktuře řízení a na finančních tlacích, jímž je nutné při změně vlastnictví čelit. Postupně se ukazuje, že programy masové privatizace, které buď ponechaly kontrolu v rukou původních zaměstnanců či manažerů, nebo ji rozptylily mezi držitele privatizačních kuponů (jako např. u nás nebo v SR), zatím vyústily do pouze omezené restrukturalizace, restrukturalizace zejména pasivního typu, která je nesena omezením zdrojů. Oproti tomu privatizace s dominující převahou „vnějšího“ vlastnictví (zejména v kombinaci s přílišněm přímých zahraničních investic) obvykle vyvolala „hlubší“, „aktivnější“ restrukturalizaci, která je nesena novými investicemi a ústí do významných zlepšení výkonů daného podniku.1

* Jde o upravený příspěvek „Banking Sector’s Role in Restructuring of CEEC Economies (Case Study of the Czech Republic)“, předložený na workshopu k projektu PHARE-ACE č. P-95-2169 R, konaném ve Vídni ve dnech 23.–24. 5. 1997. Údaje zahrnuté v původním materiálu nebyly aktualizovány o vývoj v mezí době.

** Doc. Ing. Petr Chvojka, CSc. – hlavní ekonom Československé obchodní banky, a. s., Praha

1 Viz (Transition Report 1995). Podle citované studie (s. 129) lze v transformujících se ekonomikách odlíšit následující hlavní typy vlastnické struktury, jež determinují řízení příslušných společností a firem:
1. státní vlastnictví řízené „zevnitř“ podniku (manažery a zaměstnanci),
2. podnikové vlastnictví zaměstnanců,
3. podnikové vlastnictví manažerů,
4. tuzemské „vnější“ podnikové vlastnictví (např. individuální vlastnické podíly z kuponové privatizace),
5. vlastnictví příslušných zahraničních investorů (individuálních investorů, firem nebo investičních fondů).
Tyto vlastnické struktury (a formy řízení jimi generované) vedou k rozdílným restrukturalizačním výsledkům: cíle (a samozřejmě i možnosti financování atd.) se u příslušných subjektů liší a s nimi i rozsah a efektivnost vlastní restrukturalizace.
Je tedy zásadně důležité vidět vzájemnou vazbu mezi celkovou restrukturalizací ekonomiky – zvláště průmyslu – a procesem privatizace. Privatizace nemůže být hodnocena jako cíl sám o sobě a omezena pouze na změnu vlastnictví (na „vlastnickou restrukturalizaci“): konečným cílem je odpovídající restrukturalizace celé ekonomiky zaměřená právě na zvýšení její výkonnosti a konkurenceschopnosti. Tato restrukturalizace zahrnuje všechny ekonomické procesy, které zvyšují nejen efektivnost ekonomiky jako celku, ale také – a to nevyhnutečně – efektivnost každé jednotlivé společnosti (firmy) jako skladově části tohoto celku.

Vlády zemí střední a východní Evropy (ZSVE) nebyly obvykle před privatizací podniků (firem) v jejich restrukturalizaci nijak zvláště angažovány. Problém „časové následnosti privatizace a restrukturalizace“ – tj. toho, zda by společnosti měl být restrukturalizovány před tím, než jsou prodány nebo volně předány držitelům privatizačních kuponů, či nikoliv – byl zcela jednoznacně vyřešen v České republice: bylo rozhodnuto privatizovat všechna aktiva před jejich restrukturalizací. 2 Restrukturalizace tedy čekala na příští soukromé vlastnictví, na nichž pak leželo její brímě. (V Maďarsku byly některé podniky restrukturalizovány před jejich privatizací, část jich zůstala ve sféře vlivu státu i poté. V Polsku se plánovalo provést restrukturalizaci dostatečně ziskových společností v čase jejich převodu do rukou soukromě řízených národních investičních fondů. S restrukturalizací ztrátových podniků se však čekalo.)

Nedostatečná aktivní účast státu v restrukturalizačních procesech vedla k nedostatečnému (či vůbec žádnému) přizpůsobení se existujících společnosti a firem, k likvidaci fungujících výrobních kapacit atd. Vládní politika v tomto ohledu obvykle pouze volně – pokud vůbec – sledovala určitou promyšlenou koncepci transformace. Byla spíše odrazem vývoje kompromisů mezi různými ekonomickými a politickými silami a nátlakovými skupinami (existuje i názor, že pragmatizmus nebyl výrazem nedostatku koncepčních východisek, řádu a záměru, ale spíše nemožností aplikace jakéhokoliv dokonalého realizačního plánu v evolučních procesech) [Hunyá 1997]. Určitý koncepční přístup k (byť dílčímu) problému časování restrukturalizačních procesů můžeme však nalézt ve výši zmíněném českém řešení: bylo na jedné straně podmíněno důrazem na urychlení celého privatizačního procesu (kdy byla dána přednost zpravitování před restrukturalizací), na druhé straně koncepčním východiskem, že stát není již ze své definice schopen přijímat správnou podnikatelská rozhodnutí.

---

2 Tento přístup však měl svou (a to nikoliv obecně známou) historii:

Ve „Scenáři ekonomické reformy“ federální vlády schváleném v září 1990 byl zahrnut i určitý program odvětvová strukturální politiky. Šlo o specifické programy restrukturalizace některých odvětví, jako je těžba uhli, ocelárství, výroba energie, různé strojírenské obory atd. Program předvídal i útlum neefektivních průmyslových výrob a současně podporu odvětví s vysokým podílem přidané hodnoty. Měl být zřízen speciální fond pro strukturální změny jak na federální, tak na republikové úrovni. Původní koncepce z r. 1990 tak byla založena na předpokladu, že v období transformace by vláda měla realizovat aktivní a selektivní strukturální politiku s tím, že by centrální orgány byly vybaveny relativně rozsáhlými příslušnými kompetencemi. Vycházelo se z názoru, že samotné privatizace by měla předcházet rozsáhlá restrukturalizace průmyslu.

Tento přístup však byl postupně opouštěn a převládla koncepce postavená na názoru, že nej-důležitějším nástrojem v rukou vlády ve vztahu k restrukturalizačním úpravám je privatizace jako taková. Privatizace v této oficiální interpretaci (platně doposud) není pouhou změnou vlastnické struktury, ale má zároveň za úkol přispívat ke změnám ve struktuře jednotlivých odvětví, v rozmezí jednotlivých podniků atd. [Urban 1995, s. 4–5]. Právě zde je možné nalézt koreny všech problémů s restrukturalizací, které následovaly a které trvají dodnes.
V případě, kdy privatizace – jakožto „vlastnická restrukturalizace“ – předcházela výrobní restrukturalizaci, ovšímela její průběh a výsledky svou formou a tím, jakého vlastníka nastolila. Povaha subjektu, který se vypořádal s úkolem realizovat potřebné restrukturalizační a adapační procesy na svůj náklad a ve svém zájmu, podmíněvala průběh, rozsah a výsledky těchto procesů. Dosavadní zkušenosti prokázaly, že standardní metody a formy privatizace (jako např. přímé prodeje, veřejné soutěže a aukce), spojené s nastolením konkretních vlastníků, vedly v převážné většině případů k relativně rychlé a účinné restrukturalizaci, jež zahrnovala výrobní inovace, formulaci nové podnikové strategie, zlepšení technologie a kvality výroby atd.

Obtížněji je správně vyhodnotit důsledky masové privatizace realizované nestandardní formou více či méně bezplatného transferu akcií občanům (např. kuponová privatizace v ČR). Vedla k významnému rozptylení držby akcií mezi jednotlivé investory a investiční fondy s následným omezením vlivu majitelů akcií na management privatizovaných společností. Vystavil tak problém překonání této vlastnické fragmentace a nalezení způsobu „reálné realizace“ vlastnické, tj. takové disponibility privatizovaným majetkem, která by stimulovala potřebnou výrobní restrukturalizaci v příslušných společnostech.

Kromě toho, že kuponová privatizace ovšímela proces výrobní restrukturalizace zejména tím, že nevytvorila zainteresované „akceschopné vlastníky“, nechala také zcela stranou řešení problému finančních zdrojů na tuto restrukturalizaci: nevytvorila a nepřinesla kapitál, protože šlo pouze o vlastnickou realokaci již existujícího majetku. Souběžně realizovaný způsob privatizace tradičními formami (přímý prodej atd.) měl však své problematiky finanční a kapitálové důsledky také, a to pro podnikovou sféru dokonce významněji než kuponová privatizace: finanční závazky vyplývající z příslušných privatizačních aktů zbavily nového majitele jeho kapitálových prostředků nebo vedly k nárůstu jeho zadluženosti, takže poté mohl pouze s velkými obtížemi investovat do dalšího rozvoje a potřebné restrukturalizace získaného podniku.

Tuto část můžeme uzavřít třemi stručnými poznámkami:

- Výše zmíněné charakteristiky privatizačního procesu ukazují, že privatizace sama (všimneme-li si blíže jejich individuálních forem) může vystupovat nikoliv jako stimul, ale – ceteris paribus – naopak jako určitá překážka restrukturalizace.

- V tomto ohledu jako obecně důležitá determinanta vystupuje nutnost „externího“ financování restrukturalizačních procesů; zatím však existují značné problémy se získáváním potřebných finančních zdrojů na kapitálovém trhu, takže významnou formou financování restrukturalizačních investic zůstávají bankovní úvěry (o dalších možnostech bude ještě řeč v následujícím textu).

- Nedostatečné fungování kapitálové trhu (jako trhu primárního, tj. jako zprostředkovatele příspěvu kapitálu) má v případě ČR další závažné aspekty, jež se vztahují k jeho sekundárnímu fungování: Atomizované individuální držitelé akcií mají pouze omezenou možnost uplatňovat politiku hluboké restrukturalizace; to však znamená, že pro úspěšnou transformaci české ekonomiky a její optimální restrukturalizaci je nezbytný další vývoj „poprivateizačních“ vlastnických struktur, koncentrace akcií, docilení efektivního řízení firmy (tj. tzv. corporate governance) atd.; toto kapitálový trh zatím neumožňuje (přesněji: nestimuluje žádoucí vlastnické transfery vedoucí k pozitivním vlastnickým restrukturalizačním výsledkům).
2. Pojetí restrukturalizace

Kontinuální restrukturalizace, tj. restrukturalizace jako proces, je pro každou ekonomiku obecným předpokladem docílení a udržení jejího růstu a zvýšování její efektivnosti. U transformujících se ZSVE jde však ve srovnání s klasickými, léta se již vyvíjejícími tržními ekonomikami o podstatně naléhavější – protože mj. nový a „iniciační“ – problém: jezměna ve svém počátku má kvalitativně i kvantitativně značné nároky na zdroje, jejich realokaci, jejich dodatečné rozšíření, na hospodářskopolitické zarámování a vytvorení nezbytných podmínek tohoto procesu atp. (nemluvě o nárocích na vlastní koncepční práci, která by měla být základem pro optimální řešení).

Sama restrukturalizace je souhrnem mnoha aspektů a momentů: zahrnuje řízení, organizaci, technické a technologické stránky procesu, optimální volbu výrobků, marketing atd. Zatímco některé změny mohou proběhnout rychle, restrukturalizace v jiných oblastech (zvláště v těch, které zahrnují investice do nové výroby) je časově náročná. Stigma několika desetiletí existence centrálně řízené ekonomiky nelze odstranit během několika let. Uvedli jsme již, že obecné podmínky pro to představuje vytvoření efektivních forem corporate governance, tj. řízení společností; druhou množinou nezbytných obecných předpokladů je stabilní makroekonomické prostředí (s dobře fungujícím finančním, právním, regulačním ap. rámcem).

Transformace ekonomik ZSVE tak využívá vytvoření řady podmínek, které jsou otázku makroekonomických reforem. Zahrnuje např. cenovou liberalizaci (protože cenové signály jsou hlavní determinantou všeho podnikového rozhodování a jako takové jsou důležité pro znovuobnovení funkce schopnosti trhu a peněz), liberalizaci zahraničního obchodu atd. Při zásadní změně role státu v kontextu privatizačního procesu jde o podporu rozvoje soukromého sektoru jako vlastního nositele ekonomické transformace v rámci celkové restrukturalizace národního hospodářství, zejména průmyslu.

Lze říci, že počátek transformace ZSVE byl úspěšný právě v těchto makroekonomických reformách.

V průběhu přizpůsobování ekonomiky novým systémovým podmínkám (stejně tak jako vývoji reálné ekonomiky, která v letech 1990–92 zaznamenala podstatný pokles výroby jako neadekvátní reakci mj. na eliminaci státních podpor) se vytvořil a rozštítil nový soukromý sektor, jenž konkuroval státnímu sektoru, případně ho doplňoval a fungoval v symbióze s ním. Prudce rostla odvětví, která se předtím nerozvíjela – tabulka 1. Podstatnou obecnou charakteristikou restrukturalizace ve všech postkomunistických ekonomikách tak byly především makroekonomické posuny v podílech a významu jednotlivých národníhospodářských sektorů. Šlo zejména o růst podílu služeb, které byly dlouhá léta zanedbávány jako „neproduktivní činnosti“, pokles podílu zemědělství, strukturální posuny mezi odvětvími a obory při vývoji průmyslu atp. Podíl průmyslu na růstu GDP se snížil i při růstu výroby, přičemž makroekonomické změny (i když jen v určité míře) organicky doprovázela restrukturalizace i na nižších úrovních, včetně podnikové.

Tyto národníhospodářské významné tendence potvrzuji i údaje o zaměstnanosti a jejích meziodvětvových změnách. Během transformace české ekonomiky směřoval pohyb pracovní síly od sféry primární (zemědělství, lesnictví a dobývání nerostných surovin) a sekundární (zpracovatelský průmysl, výroba a rozvoz elektřiny, tepla a vody, stavebnictví) do sféry terciární (služby tržní a netržní). I když se tento tok v posledních letech zpo-
malil a začaly se v něm ukazovat určité odchylky od dosavadního vývoje, celkově lze shrnout, že během prvních šesti reformních let odešla v ČR ze zemědělství polovina lidí; dnes v něm pracuje 220 000 občanů. V průmyslu se celkový počet pracovníků snížil do konce r. 1995 o půl milionu osob; minimálně 40 % pracovníků změnilo v tomto období své zaměstnání, a to při růstu productivity práce (úhrnně za toto období) o 13,5 %. To, že míra nezaměstnanosti celkově zůstala ve srovnání s ostatními ZSVE velice nízká, ukazuje vysokou míru absorpce sektoru služeb, který narůstal (např. v pěněžnictví a pojišťovnictví pracovalo v r. 1996 ve srovnání s r. 1990 zhruba trojnásobek osob, tj. 87 000, ve veřejné správě téměř dvojnásobek, tj. 180 000 osob). Zřejmě tak nelze údaje o nízké míře nezaměstnanosti v ČR jednoznačně vykládat jako důkaz tvrzení o nízké míře realizované restrukturalizace.

Analýza hospodářské politiky ZSVE a jejích výsledků však naznačuje, že při soustředění se na makroekonomické aspekty reformy a restrukturalizaci ekonomiky jako celku se nevěnovala dostatečná pozornost mikroekonomickým aspektům reformy, tj. reformě na podnikové a institucionální úrovni. (Proto před některými ekonomiky ZSVE stojí ještě důležitá hospodářskopolitická rozhodnutí, jako to např. ukazuje současná situace v ČR). Žádoucí pozitivní výsledků procesu restrukturalizace lze dosáhnout pouze tehy, je-li odpovídající pozornost věnována i rozhodujícím mikroekonomickým aspektům (viz např. [Assaf]).

Z tohoto hlediska je žádoucí (a možná přímo nezbytné) rozlišovat dvě úrovně restrukturalizačních procesů:

- V širším („makroekonomickém“) smyslu restrukturalizace zahrnuje všechna hospodářskopolitická opatření a docílený pokrok zvyšující efektivnost ekonomiky či podniku (včetně jejich mezinárodní konkurenceschopnosti). V tomto chápání pokrývá celý transformační proces.

- V „mikroekonomickém“ smyslu se restrukturalizace vztahuje ke změně využití aktiv s cílem zvýšit tuto efektivnost; pokrývá hlavně adaptaci podniků na nový tržní rámec ekonomiky a na změny poptávky. Ekonomický, právnický a politický systém, stejně jako samu privatizaci, politiku přímých zahraničních investic atp. je z tohoto hlediska nutné vidět jako obecné prostředí pro restrukturalizaci podniků [Hunya 1997, s. 275] dané a zaručené makroekonomickou politikou státu.

Po pěti (či více) letech od vytvoření základního rámce tržní ekonomiky v ZSVE se podniky stále ještě nacházejí ve fázi adaptace na nové podmínky.
K tomu několik poznámek:
- Nejde o nic samo o sobě negativního; uvedl jsem již, že restrukturalizace je svou podstatou a svým zacínáním průběžný, fakticky nikdy neukončený proces.
- Výsledky dosavadního průběhu restrukturalizace jsou zatím vidět zejména v národních hospodářských, makroekonomických průměrech; podstatná změna národních hospodářských (sektorové, odvětvové) struktury je přece výsledkem souhrnu parcílních rozhodnutí vlastníků a organizačních jednotek z podnikové sféry, tj. z restrukturalizace v ní se „skládá“ („sečítá“) podoba a tvar restrukturalizace celého národního hospodářství. (Obránceně řečeno, právě z vývoje národních hospodářských struktur můžeme odvodit, že se něco odehrálo i o „úroveň niže".) V tomto ohledu se obě úrovně restrukturalizace vzájemně determinují a fakticky jde o dvě strany téže mince.
- Tvar a dimenze restrukturalizace se na obou úrovních navenek projevují již samotnou změnou počtu podniků. Vedle podniků „odcházejících“, tj. bankrotujících (kterými však bylo v ČR nejméně málo, jak o tom ještě bude řeč), je nutné uvést nově vzniklé a rychle expandující segment malých podniků (do 99 zaměstnanců) a jednotlivých podnikatelských subjektů v ČR po roce 1990. Tento segment přispíval k celkové průmyslové výrobě v r. 1991 pouhým 1,3 %, v r. 1995 již celou jednou pětinou. Roční míra přírůstku výroby v tomto sektoru přesáhla 25 % v prvních letech transformace a pokračovala vysokými temply poté (např. 20 % v r. 1995) [Czech Industry 1996]. V současnosti je roční míra přírůstku 13,1 %, podíl výroby na celkové produkci průmyslu 21,5 %.
- Málo transparentní, pokud jde o úspěšnost procesu restrukturalizace, je ovšem (a to zcela zákonitě) již před rok 1990 existujících „starych“ podniků. U většiny z nich došlo k „vlastnické restrukturalizaci“. Její aplikované formy ovším, jak již bylo výše v textu naznačeno, jak vlastnické podmínky (koncentraci vlastnictví) a jimi generovanou „corporate governance“, tak i finanční situaci společností. Výsledky ukazují, že tyto okolnosti hrají významnou roli při vzniku rozdílů v „restrukturalizačním chování“ podniků a v jejich výkonnosti (jako globální kritéria hodnocení kvalitativních i kvantitativních charakteristik úspěšnosti jejich restrukturalizace jako takové).
- Při tomto pohledu se propojuje stránka „věcná“, materiální (na národních hospodářských úrovňích odvětvová, na podnikové úrovni výrobková, popř. faktorová, tj. stránka optimálního využití jednotlivých činitelů výroby a jejich kombinace) a stránka finanční, stránka nákladů a s nimi dočíleného finančního efektu. Obě úrovně restrukturalizace (národních hospodářská a podniková) a obě její stránky (věcná a finanční – k té se vrátíme v další části výkladu) by se měly perspektivně protonout a sladit. Výsledná restrukturalizace odpovídající existujiícím podmínkám by měla vyústít ve sladění jak domácí, tak vnější poptávky a požadované kvality a konkurenceschopných cen nabízené produkce. (Právě v tomto ohledu lze nalézt důvody a argumenty pro negativní hodnocení výsledků dosavadní restrukturalizace v ČR: výroba neuspokojuje ani domácí poptávku, a proto normně roste dovoz, ani zahraniční poptávka, a proto je míra růstu vývozu nízká. Narůstající pasivní saldo obchodního bilance tak lze zjednodušené vztáhnout právě k neuspokojivé restrukturalizaci české výroby.)

---
3 Existuje ovšem celá řada dalších momentů, které přitom hrají roli; viz autorův pokus o utržení příslušných hlavních determinant [Chovjoka 1997].
3. Potřeba zdrojů

V předchozím textu jsme se již zmínilí o obdobnosti a zároveň rozdílnosti restrukturalizačního procesu v ZSVE a v klasických tržních ekonomikách. Ve vztahu k ekonomice ZSVE restrukturalizace představuje určitý „náraz“, „šok“, tj. v podstatě opuštění a negaci struktur budovaných léta na principi- pech plánované státní ekonomiky. Zejména v období zlomu, tj. okolo r. 1990, lze hovořit o určitém „nárokovém šoku“, který charakterizoval (a do určité míry i poté, během celého dalšího vývoje, charakterizuje) strukturální a (tím i) růstové okolnosti vývoje státní ekonomiky. Jasnéji řečeno: proces restrukturalizace – představující podstatné změny relací mezi jednotlivými skladobními prvky a segmenty národního hospodářství, které vycházejí ze změn uvnitř těchto prvků (podniků) a ovlivňují celkový národo hospodářský výsledek – vyžaduje odpovídající zdvojové krytí, které by umožnilo tyto změny realizo- vat (jak je „projektuje“ zejména trh, protože apriorní koncepce restrukturalizace a odpovídající hospodářská politika nebyly v podstatě k dispozici ani v jedné ze zemí ZSVE).

Sám transformační proces a jeho průvodní okolnosti však žádné potřebné zvýšení finančních zdrojů pro podniky nepřinesly, právě naopak. Privati- zaci se podniky odtrhly nejen od státní kontroly a řízení, ale i od finančních zdrojů státu. Podnikům byly přidělovány již jen omezené zdroje, a tak se s novou situací musely vypořádat v podstatě samy. Některé z nich namísto snah o nalezení adekvátních řešení, která by odpovídala novému systému (tj. zastavení neefektivní výroby, propouštění nadbytečných pracovních sil a reagování na tržní signály standardním, na maximalizaci zisku oriento- vaným způsobem), daly přednost zvyšování cen, politice udržení zaměst- nanosti a usilovněmu lobování o zvýšení státních podpory a pomoci [Survey of Europe 1995].

Ústup státu od financování podniků nezahrnoval jen krácení státních transferů na podnikové investice, ale také reformu podnikového zdaňování a v neposlední řadě změnu automatického bezúročního poskytování tzv. „úvěrů“ na trvale se obracející zásoby (TOZ) na normální krátkodobé úvěry s obvyklou úrokovou sazbou. (Úvěry na TOZ byly důsledkem administra- tivního rozhodnutí v r. 1970 o odčerpání obratových fondů většiny podniků do státního rozpočtu a jejich nahrazení speciálním bankovním úvěrem. Za- čátkem 90. let šlo o cca 180 mld. Kčs.) V nových podmínkách transformu- jící se ekonomiky tyto úvěry představovaly jádro tzv. „špatných úvěrů“ zde- děných z minula. Jejich běžně přeslo na komerční banky (přičemž však nárůst úroků zatížil finanční hospodaření podniků) a spolu s některými „starými“ dlouhodobými investičními úvěry – a stejně tak „novými“, majícími původ v procesu privatizace – zatěžuje banky v podstatě dodnes.⁴

⁴ K vyřešení problémů „špatných úvěrů zděděných z minula“ přijaly státní orgány ČSFR (později ČR) řadu opatření (vztahujících se v určitém rozsahu také k problému nedostatečné kapitalizace většiny komerčních bank). Primárním opatřením bylo založení Konsolidační banky v březnu 1991 jako speciální státní banky s omezenou licencí. Byly na ni předvedeny úvěry poskytnuté před r. 1990 (na oběžné prostředky ve výši 110 mld. Kčs), které s týkaly více než 6 000 podniků, pro něž by nutnost splatit příslušné částky komerčním bankám představovala nevyloučitelné finanční problémy. Současně byl na Konsolidační banku převeden i odpovídající podíl závazků komerčních bank vůči Státní bankě a Společně. Konsolidační banka transformovala úvěry na TOZ na běžné bankovní úvěry se splatností 8 let a úrokovou sazbou 13 %. Následovaly další převody nekvalitních aktiv komerčních bank na Konsolidační banku v r. 1992 (15 mld. Kč), komerční banky mimo to dostaly možnost část svých půjček odepset, atd. atd. (Viz [Chvojka 1997]).
Paralelním řešením nedostatku obratových fondů, které byly kdysi podnikům odebrány a jejichž potřeba nyní zvýšuje úvěrovou náročnost podniků, je i vzájemné (do značné míry nedobrovolné) poskytování obchodních úvěrů mezi podniky. Přesáhlo již rámec původní determinace (tak, jak je mnohé podniky zneužívají jako nejlevnější zdroj úvěrů) a v podobě opožděných platů reprezentuje určitou síť mezipoznankové vzájemné zadluženosti. Údaje Ministerstva průmyslu a obchodu ČR svědčí o tom, že koncem r. 1996 dosahovaly závazky po lhůtě splatnosti u podniků z nefinanční sféry cca 132,4 mld. Kč (tj. vzrostly o 8,2 % ve srovnání s r. 1995), podíl podniků z průmyslu byl 82,8 mld. Kč (růst o 5,5 %).


Přímo s restrukturalizací souvisel (a souvisí) další významný blok výdajů státu financovaných z prostředků státního rozpočtu: financování útlumových programů některých provozů (krytí likvidačních nákladů spojených s uzavíráním výrob, příslušných sociálních nákladů atp.), zejména v hornictví – tabulka 2.

Sama „aktivní“ restrukturalizace, restrukturalizace nesená podnikovou sférou v návazu na zmíněné přesuny mezi národněhodpodárnými sektory (kdy pokles váhy průmyslu na tvorbě HDP je doprovázen posuny v rámci jeho vnitřní struktury, jež jdou až na změny na úrovni vnitroodvětvové, vnitrooborové a výrobkové), trpěla a trpí nedostatkem kapitálových prostředků. Řešení samozřejmě nespočívá ve využití systému odkládání vzájemných plateb a v růstu platební neschopnosti jako zdroje financování (jejíž příčiny a průběh souvisí i primárně skutečně zejména s provozními faktory). Rozhodující nedostatek kapitálových prostředků je záležitostí investičního charakteru a je dán nutností adaptovat výrobu na nové podmínky, změnit její deformovanou strukturu, která byla dlouhá léta vytvářena centrálními plánovači podle apríorních politickoekonomických koncepcí a bez ohledu na reálné tržní tlaky (či s velkými zpožděními a množstevními mezerami při reagování na ně) atd. Právě tato nutnost vyvolává

**TABULKA 2 Dotace útlumových programů**

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>těžba rud</td>
<td>0,4</td>
<td>0,3</td>
<td>0,2</td>
<td>0,2</td>
<td>0,2</td>
<td>0,2</td>
<td>0,2</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>těžba uhli</td>
<td>0,3</td>
<td>0,6</td>
<td>2,8</td>
<td>3,3</td>
<td>3,3</td>
<td>3,7</td>
<td>14,0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>těžba uranové rudy</td>
<td>2,3</td>
<td>2,0</td>
<td>1,9</td>
<td>2,3</td>
<td>1,9</td>
<td>1,9</td>
<td>14,4</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

*pramen: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR*
již zmíněný „nárokový šok“ ve smyslu mimořádné potřeby mimořádných kapitálových zdrojů.

Transformační procesy doprovázené makroekonomickými reformami, o nichž již byla řeč, však nepříznivě ovlivnily finanční postavení podniků. Makroekonomická stabilizace spojená s restrikтивní měnovou a finanční politikou (snížením nabídky peněz, snížením dostupnosti úvěrů v důsledku růstu úrokové míry) vedla k drastickému poklesu poptávky na začátku 90. let. Propad poptávky byl zesílen rozpadem integračního seskupení zemí RVHP jako hlavního vývozního trhu. Pokles průmyslové výroby sám o sobě a jeho finanční dopady (podmiňující investiční činnost podniků) byly nezbytným důsledkem.

Propad výkonu průmyslu v letech 1990–92 tak může být interpretován právě jako určité (pasivní) přizpůsobení se podnikům novým tržním podmínkám. Vývoj průmyslové produkce v těchto letech však nepřispíval k očekávané a žádoucí změně její strukturní, k jejímu „vyčištění“; zejména znamenalo zřetelný negativní dopad na finanční pozici podniků (projevující se mimo jiné právě ve zmíněném značném zvýšení jejich platebních neschopností). Důsledkem toho byla neschopnost či nemožnost aktivních restrukturalizačních zásahů, jež zpravidla vyžadují investiční vklady.

Změnu trendu přineslo tepře oživení a růst ekonomiky v r. 1994. Znovunastolení růstu průmyslové výroby vedlo k určitému zvýšení tvorby zisku podniků a příznivý vývoj státních financí umožnil, aby podniky mohly v r. 1995 začít s částečným odpisem svých nedobytných pohledávek.

Pozitivní vývojový trend tvorby zisku, nesený zrychlovaným tempa růstu průmyslové výroby (o 8,7% v r. 1995, kdy poté byl ve srovnání s r. 1994 vykázán meziroční růst hospodářského výsledku o 27,6%), byl narušen určitým zlomem v říjnu 1996; došlo ke snížení tempa růstu výroby a v r. 1997 dokonce k jejímu poklesu. Znamenalo to nutně i snížení vlastních finančních zdrojů podniků. (Zisky podniky klesly v r. 1996 o 40% oproti r. 1995.)

Podstatným nepříznivým vlivem bylo souběžně probíhající omezování úvěrových aktivit bank mj. zvýšením jejich povinných minimálních rezerv (kdy výrazné snížení růstu úvěrové emise je vykládáno často právě jako příčina poklesu tempa růstu výroby). V každém případě však úvěrová restrikce ztížila restrukturalizaci a rozvoj průmyslové výroby: ta trpí nejen nedostatkem investičního, ale i provozního kapitálu. (To se odrazilo mimo jiné i v určitém zvýšení mezipodnikové zadluženosti v r. 1996.) Rozměry dosavadní zadluženosti podniků – tj. existující úrokové bremeno (kdy úrokové platby představují v průměru ke mzdam přes 30%, zatímco v jiných zemích nepřekročí 10%) –, ale i výše daňových sazeb, odpisová politika atp. nepustí podniky ze začarovávaného kruhu. Nedostatečné finanční zdroje podniků potřebné na restrukturalizaci jsou ovšem primárně determinovány nízkou rentabilitou podniků, nízkým objemem přidané hodnoty ve vztahu k používaným fondům, což vše je naopak ovlivněno právě opožděním potřebné restrukturalizace podniků jako reakcemi existujícího lidského, věcného i finančního kapitálu z oblastí nižšího do oblastí vyššího hodnotového využití. A opět dokola: na tuto žádoucí restrukturalizaci podniky nemají prostředky, takže bludný kruh se skutečně točí bez možnosti zastavit interdeterminaci a zpětné vazby mezi příčinami a následky...

Údaje o vývoji v r. 1996, které zveřejnilo Ministerstvo průmyslu a ob-

Malý počet konkurzů a vyrovnaní vypovídá o tom, že prostředky, jež připívají do podnikové sféry, jsou využívány spíše k její sanaci, k udržení dosavadního stavu, k úhradě dřívějších dluhů, aby se mohlo za každých okolností „jet dál“, a k dotování neefektivních výrob (leckdy včetně nadbytečných pracovníků) než na financování potřebné perspektivní restrukturalizace. Prostředky, kterých je v podnikové sféře pociťováno nedostatek a po jejichž příspěvu bankami se volá, se tedy mívají svým účelem a účinkem; ze strany těch, kteří je poskytují, jde v mnoha případech vlastně o (nechtěné a nezamýšlené) „protirestrukturalizační konání“.

Pod tímto zorným úhlem je zřejmě nutné:
- jinak hodnotit ony „zlie komerční banky, které brzdí podnikání“ tím, že údajně neposkytují dostatečně finanční zdroje podnikům,
- uvést do správných souvislostí skutečnost, že fakticky naopak „brzdí restrukturalizaci“, pokud svými úvěry udržují při životě neefektivní a zadalžené neperspektivní podniky,

4. Nabídka zdrojů

Cílem této části materiálu není konzistentní výklad problému financování restrukturalizace z hlediska požadavků na jeho celkovy institucionální rámec, ale pouze určitá inventarizace možností, jejichž využitím si podniky mohou opatřit potřebné finanční prostředky, identifikace příslušných specifických „kapitálových kanálů“. Jakkoliv je v ČR – pro nevyhodnost ostatních finančních institucí a kapitálového trhu – možnost financování obecně zaužívána zejména na využití bankových úvěrů, k dispozici jsou i další alternativy financování podnikových záměrů.

---

5 Obecné totiž platí, že banky a ostatní věřiteli obvykle vahají s podáním návrhů na konkurz, dokud jsou dlužníci schopni plnit v pro ně přijatelné míře podmínky splátek úvěrů a úroků z nich. Dokonce i s jejich plněním posečkávají v očekávání pozitivního obratu v plnění splátek. V tomto ohledu je v ČR „bankrot vízdy až posledním řešením".

146
Finance a úvěr, 48, 1998, č. 3
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>celkem</td>
<td>304,7</td>
<td>100</td>
<td>322,6</td>
<td>100</td>
<td>351,2</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>použitelný zisk</td>
<td>76,1</td>
<td>25,0</td>
<td>87,6</td>
<td>27,2</td>
<td>76,7</td>
<td>21,8</td>
</tr>
<tr>
<td>odpisy</td>
<td>100,3</td>
<td>32,9</td>
<td>110,9</td>
<td>34,4</td>
<td>123,7</td>
<td>35,2</td>
</tr>
<tr>
<td>emise obligací</td>
<td>4,7</td>
<td>1,5</td>
<td>10,3</td>
<td>3,2</td>
<td>14,3</td>
<td>4,1</td>
</tr>
<tr>
<td>dotace ze státního rozpočtu</td>
<td>5,1</td>
<td>1,7</td>
<td>5,5</td>
<td>1,7</td>
<td>4,6</td>
<td>1,3</td>
</tr>
<tr>
<td>přírůstek úvěrů:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>– korunových</td>
<td>74,1</td>
<td>24,3</td>
<td>51,1</td>
<td>15,8</td>
<td>74,5</td>
<td>21,2</td>
</tr>
<tr>
<td>– v cizí měně</td>
<td>13,0</td>
<td>4,3</td>
<td>37,5</td>
<td>11,6</td>
<td>24,8</td>
<td>7,1</td>
</tr>
<tr>
<td>– zahraničních</td>
<td>31,4</td>
<td>10,3</td>
<td>19,7</td>
<td>6,1</td>
<td>32,6</td>
<td>9,3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>38,9</td>
<td>33,6</td>
<td></td>
<td>37,6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

* nefinanční organizace a společnosti s více než 25 zaměstnanci, v průmyslu s více než 100 zaměstnanci

Vzhledem k různorodosti, neúplnosti a vzájemné nesouřadnosti podkladových materiálů není v této etapě možná věrohodná kvantifikace podílů těchto alternativ (a fakticky ani jejich absolutní vyjádření) z hlediska uspořádání celkových finančních potřeb. Určitý obraz o skladbě alternativních možností financování investic přesto podává tabulka 3.

Bude zřejmě užitečné shrnout základní výpovědi, popř. uvést disponibilní údaje týkající se těchto (a některých dalších) možných forem financování, jež nabízejí určitou substituci za klasické bankovní zprostředkování převodu domácích úspor k dispozici pro podnikové investice.

4.1 Samofinancování podniků

Této oblasti jsme se více či méně dotklí v části 3, a to v kontextu úvah o finančním postavení podniků. Privatizace nastolila problém jejich finanční soběstačnosti, tj. nutnosti spoléhat jednak na vlastní vytvořené zdroje, jednak na vlastní iniciativou obstarané cizí zdroje, které už podniky nezískávají automaticky od státu.

Od počátku privatizačního procesu hrají v podnikových finančních významnou roli vlastní zdroje. Podíl vlastních úspor při financování investic v transformujících se ekonomikách se zda být podobný jako v průmyslových zemích (např. Německu či Japonsku) v tom smyslu, že u obou skupin zemí je významný důraz kladen na interní financování [Transition Report, s. 97]. V transformujících se ekonomikách však mechanizmus efektivní alokace kapitálu při investičním rozhodování může mít – za daných vlastnických struktur, nedostatku finanční disciplíny atd. – slabiny, jež odpovídají charakteristikám předchozích režimů.

Ve finančním postavení a finančních výsledcích českých podniků existují velké rozdíly. Obecně je samofinancování, tj. menší nároky na externí zdroje podniků, charakteristické zejména pro již dříve existující „velké“ podniky (pokud ovšem nepatří mezi ztrátové). Nové výrobní projekty, které mohou již ze
své podstaty přispět právě k restrukturalizaci dosavadních aktivit, však ke svému financování nemají obvykle nic jiného než převážně „cizí“, zapůjčené prostředky. (Je to problém tzv. malých a středních podniků, představujících perspektivně nejdyňamičtější kategorii podniků. Přitom však právě tyto podniky mají v podstatě nej obtížnější přístup k finančním zdrojům.)

4.2 Bankovní úvěry

Komerční banky se aktivně angažovaly při privatizaci (jako určité „vlastnické restrukturalizace“) a stejně tak v navazující „výrobně relevantní“ restrukturalizaci.

V prvním případě šlo nejen o poskytování úvěrů klientům na financování privatizace, ale i o účasť bank v ní formou založení, financování a správy investičních privatizačních fondů a společností.6 (K některým problémům, které to pro další vývoj české ekonomiky znamenalo, se jižte vrátilme.)

V druhém případě, tj. při aktivní účasti komerčních bank ve výrobně relevantní restrukturalizaci české ekonomiky, nesené zejména její podnikovou sférou, banky úvěrovaly a úvěrují investiční projekty a příslušnou činnost, jejímž cílem by mělo být přizpůsobení struktury, rozsahu, kvality, nákladových a cenových charakteristik české ekonomiky novým podmínkám.

Komerční banky dávaly české ekonomice k dispozici značné sumy prostředků – tabulka 4. Šlo přitom zejména o úvěry krátkodobé a střednědobé, zatímco podíl dlouhodobých úvěrů – sloužících realizaci investičních záměrů nejlépe – setrvalá na nízké úrovní kolem 30 % z celkového úhrnu úvěrů. (Tento dlouhodobý trend je nutným výsledkem působení několika faktorů: omezenosti dlouhodobých fondů držených komerčními bankami, obezřetnosti bank při poskytování úvěrů, kvality projektů, na jejichž základě klienti žádají o dlouhodobé úvěry, a kredibility žadatelů.)

Určitou strukturální orientaci těchto finančních fondů zachycuje tabulka 5, která vypovídá více o vlivu komerčních bank na restrukturalizaci v jejích odvětvových aspektech.

V roce 1996 došlo k absolutnímu růstu úvěrů ve většině odvětví. Míra jejich alokace odrážela v podmínkách celkového ekonomického růstu specifické podmínky, které výrazně převažovaly v jednotlivých odvětvích a oborech a v každém z podniků, přičemž se přihlíželo i k míře stabilizace vlastnictví a managementu, potřebě restrukturalizace, úrovni domácí a zahraniční poptávky, výrobové konkurenceschopnosti a – v neposlední řadě – k finanční situaci odvětví.

O rostoucím vlivu bankovních úvěrů na vývoj soukromého podnikání v ČR svědčí tabulka 6.

4.3 Leasing

Leasing představuje jednu z (zejména perspektivně) důležitých forem financování podnikových investic. Napomáhá mobilizaci zdrojů potřebných

---

6 Viz [Chvojka 1997], kde lze nalézt i příslušné údaje o úvěrech na privatizaci atp.
**TABULKA 4** Celkové objemy a růst úvěrů komerčních bank klientům

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>úvěry v korunách</td>
<td>567,8</td>
<td>672,9</td>
<td>776,8</td>
<td>825,7</td>
<td>895,6</td>
</tr>
<tr>
<td>růst</td>
<td>14,6</td>
<td>18,5</td>
<td>15,4</td>
<td>6,4</td>
<td>8,4</td>
</tr>
<tr>
<td>úvěry v cizí měně</td>
<td>19,6</td>
<td>28,6</td>
<td>45,7</td>
<td>104,3</td>
<td>139,8</td>
</tr>
<tr>
<td>růst</td>
<td>69,2</td>
<td>59,8</td>
<td>128,2</td>
<td>34,0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>celkové úvěry poskytnuté domácími bankami</td>
<td>584,7</td>
<td>701,5</td>
<td>822,2</td>
<td>930,0</td>
<td>1035,4</td>
</tr>
<tr>
<td>růst</td>
<td>20,0</td>
<td>17,2</td>
<td>13,1</td>
<td>11,3</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

*a* objemy v mld. Kč, růst v % oproti 1. lednu předchozího roku

**pramen:** ČNB

**TABULKA 5** Odvětvová struktura korunových úvěrů

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>zemědělství</td>
<td>4,8</td>
<td>3,9</td>
<td>3,3</td>
<td>3,7</td>
<td>3,6</td>
</tr>
<tr>
<td>lesnictví</td>
<td>0,5</td>
<td>0,1</td>
<td>0,2</td>
<td>0,2</td>
<td>0,3</td>
</tr>
<tr>
<td>hornictví</td>
<td>1,9</td>
<td>1,8</td>
<td>1,4</td>
<td>1,3</td>
<td>1,1</td>
</tr>
<tr>
<td>zpracovatelská odvětví</td>
<td>32,9</td>
<td>29,4</td>
<td>30,7</td>
<td>30,7</td>
<td>31,5</td>
</tr>
<tr>
<td>výroba a distribuce</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>elektriny, plynu, vody</td>
<td>3,0</td>
<td>2,8</td>
<td>2,1</td>
<td>2,4</td>
<td>3,3</td>
</tr>
<tr>
<td>stavební průmysl</td>
<td>2,9</td>
<td>3,4</td>
<td>3,5</td>
<td>3,5</td>
<td>3,4</td>
</tr>
<tr>
<td>obchod, prodej, stravování a ubytování</td>
<td>22,1</td>
<td>22,9</td>
<td>25,5</td>
<td>25,9</td>
<td>24,2</td>
</tr>
<tr>
<td>doprava a komunikace</td>
<td>2,2</td>
<td>2,2</td>
<td>2,9</td>
<td>2,5</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>jiné</td>
<td>29,6</td>
<td>33,5</td>
<td>30,4</td>
<td>29,8</td>
<td>30,1</td>
</tr>
<tr>
<td>celkově</td>
<td>100,0</td>
<td>100,0</td>
<td>100,0</td>
<td>100,0</td>
<td>100,0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**pramen:** ČNB

**TABULKA 6** Podíl soukromého sektoru na celkovém objemu korunových úvěrů poskytnutých komerčními bankami

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>% celkového objemu</td>
<td>37,4</td>
<td>52,5</td>
<td>58,0</td>
<td>66,7</td>
<td>71,2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**pramen:** ČNB

k naplnění řady investičních záměrů. Všude v Evropě je 20–25 % investic financováno právě jeho prostřednictvím.

Téměř 20 % představuje leasing i v ČR, pokud jde o podnikové investice do movitých předmětů. Okolo 75 % z celkového leasingového portfolia zahrnovala v r. 1996 dopravní technika (55 % osobní automobily), 16 % stroje a zařízení, 5 % počítače, kopírky a podobné vybavení kanceláří, 0,5 % letadla, lodě, vagony ap., rok od roku se zvyšuje podíl leasingu zdravotnických potřeb a zařízení. Největší objem leasingu je poskytován soukromým subjektům podnikajícím ve službách (přes 45 % celkového objemu leasingu v r. 1996), významná část (téměř 30 %) směřovala do strojírenství a sta-
vebnictví. V r. 1995 se leasing v ČR podílel na všech čistých investicích zhruba 18 %.


Leasing jako forma financování podniků z jiných než bankovních zdrojů je svým charakterem jen formou jejich jiného „přerozdělení“, „přísunu přes jiné kanály“: fakticky také (nepřímo) váže na úvěry komerčních bank, z nichž se leasingové společnosti významným způsobem financují (jejich vlastní zdroje představují jen 6–8 % v poměru k cízim zdrojům).

4.4 Vzájemná podniková zadluženost (závazky po lhůtě splatnosti)

Tento (v podstatě nelegitimní) způsob získávání disponibilních prostředků podniky zde opět zmiňujeme jen pro úplnost, jakkoliv se v národní hospodářském rozmezí v ČR jedná o významné částky (okolo 132,4 mld. Kč na konci roku 1996). Jak již bylo řečeno, původní podstata těchto mezipodnikových úvěrů je v oblasti obchodní, tj. jde o krátkodobé obchodní úvěry. Částky „usěřené“ a naakumulované odsunem uhraje partnerovi však mohou být obecně využity jako dodatečný a náhradní (a to i dlouhodobý) podnikový zdroj, poslouží k překlenutí dřívějších závazků i z jiné, než čistě provozních úvěrů, popř. – samy o sobě – k nějaké účelové finanční aktivitě podniku.

4.5 Financování prostřednictvím domácího kapitálového trhu

Obecně jsou komerční banky jako nositelé a přerozdělovatelé finančních zdrojů významné pro nižší úroveň vývoje finančních struktur. S postupným rozvojem ekonomiky stále větší váhu získávají specializované finanční instituce a akciové trhy. Významná je i emise obligací; rozvoj burzy, jako vrcholové organizace kapitálového trhu, přitom nesměřuje k nahrazení, ale k doplnění bankovních úvěrů o vydávání jak obligací (bond market), tak akcií (equity market) a k obchodování s nimi. V ČR byl rozvoj trhu akcií, jímž začal proces formování kapitálového trhu, důsledkem zejména kuponové privatizace a emise příslušných akcií v druhé polovině roku 1993. Obchodování s „kuponovými akciemi“ výrazně determinovalo jak šíři (počet obchodovatelných titulů), tak hloubku (objem obchodů) kapitálového trhu. V roce 1995 dale narošel význam tohoto trhu, protože byly vydány akcie podniků z druhé vlny kuponové privatizace. Tržní kapitalizace (42 % HDP v polovině r. 1996 počítaje v to volný trh nekotovaných cenných papírů) tak v ČR byla větší než v kterékoli jiné ZSVE. Rozvoj tohoto trhu však podnikům nepřinesl žádné finanční prostředky. (Akcie byly buď transferovány státem na soukromý sektor přes bezúplatně roz-

---

7 Údaje Asociace českých leasingových společností, která sdružuje 140 společností z cca 250 existujících v ČR; Asociace přitom obhospodařuje kolem 90 % trhu (viz [Válek 1996]).
dělené privatizační kupony, nebo byly prodávány zahraničním investorům Fondem národního majetku, který tím získané příjmy využíval na řešení národněhospodářských problémů s transformací ekonomiky – [Šmídková 1996].

_Trh obligací_, závislý zejména na finančních potřebách vládního sektoru (původně bez jakéhokoli velkých emisí státních cenných papírů), byl ve srovnání s trhem akcií málo vydatný. Podíl obligací na celkovém obchodu vzrostl teprve v r. 1995, kdy se s nimi začalo obchodovat ve větších rozměrech v důsledku emise obligací podniků. (a) tak se však trh obligací nevyvinul jako podstatný nástroj získávání financí pro podnikovou sféru – _tabulka 7._

Získávání finančních prostředků podniky emisí akcií je však zatím také brzděno, a to nikoliv jen dosavadní nerozvinutostí kapitálového trhu jako takového, jeho nízkou transparentií, neetickým chováním rozhodujících subjektů atp., ale i jeho „kuponovým původem“: nynější účastníci trhu a jejich aktivity jsou zpravidla jen pasivním důsledkem bezúplatného nabytí akcií v průběhu kuponové privatizace. Emise nových akcií (tj. rozvoj primárního trhu) jsou ovlivněny negativně:

– jak přístupem managementu jednotlivých podniků a držitelů akcií, kteří se obávají ztráty kontroly a zředění podnikového kapitálu natolik, že režimují na tuto možnost překonání nedostatku kapitálu,

– tak nezájemem občanů o „reálný“ nákup (tj. za naspořené peníze) týchž – co do typu a kategorie – aktiv, která předtím získali v podstatě bezúplatně ve dvou vlnách kuponové privatizace (a která jim často neprinesla vůbec žádné dividendy),

– a částečně i dosavadní preferenci úkládání úspor do spořitelny či banky místo investování do cenných papírů (což stejně tak ovlivňuje vývoj na trhu obligací ve smyslu nezájmu a neúčasti českých soukromých subjektů).

Ani forma financování podniků přes kapitálový trh (stejně jako tomu bylo v leasingu) není prosta vazby na komerční banky: ty financují podniky nikoliv jen formou bankovních úvěrů, ale i formou _investic do podnikových obligací_.

---

8 Je zřejmě užitečné upozornit na determinaci rozvoje kapitálového trhu jak historickými podmínkami (tj. jak brzo příslušná země nasoupila cestu transformace), tak i zmíněnými průvodněmi charakteristikami procesu privatizace. Ty vedly buď k vyšší míře likvidity akcií na trhu (např. Polsko) na úkor rozsahu tržní kapitalizace v relaci k rozmezí ekonomiky, či naopak (ČR s kuponovou privatizací) – [Transition Report 1995].

9 Prameny ukazují, že i v rozvinutých ekonomikách je pouze malý podíl produktivních investic financován emisí nových akcií (viz [Pöschl 1997, s. 5]).
4.6 Financování prostřednictvím zahraničních portfoliových investic

U této formy (na rozdíl od předcházející možnosti financování prostřednictvím cenných papírů emitovaných a prodávaných na domácím trhu) jde o jejich prodej nerezidentům, tj. o příliv zahraničního kapitálu – tabulka 8. Tyto investice zahraničních subjektů v České republice jsou významnou hybnou silou českého kapitálového trhu (např. v 1. pololetí 1996 dosáhl podíl obratu s nerezidenty na celkovém obchodu na organizovaném a neorganizovaném trhu přibližně 50%).


Z korunových cenných papírů emitovaných na tuzemském trhu ve vlastnictví nerezidentů bylo 73% (92,9 mld. Kč) akcií a 27% (33,6 mld. Kč) obligací. V obligacích největší podíl představují obligace podnikové (42%) a bankovní (39%). Zbývajících 19% případá na větší dluhopisy.

O strukturální a teritoriální skladbě zahraničních portfoliových investic v České republice vypovídá tabulka 9.

4.7 Přímé zahraniční investice

Velký význam pro financování restrukturalizačních aktivit v ČR měl (a má) příliv nedluhoucího kapitálu majího charakter přímých zahraničních investic. Příslušný zákon (č. 219/1995 Sb.) definuje přímé investice jako jednu z následujících forem:

1. vznik nebo získání výlučného podílu na podnikání včetně jeho rozšíření,
2. účast v nově vzniklém nebo existujícím podnikání, jestliže investor vlastní nebo získá nejméně 10 % podílu na základním jmění obchodní společnosti nebo nejméně 10 % podílu na obchodním jmění nebo nejméně 10 % hlasovacích práv,
3. finanční úvěr na pět nebo více let poskytnutý investorem na podnikání, na němž má investor účast podle bodu 1 nebo 2, nebo úvěr spojený s dohodou o podílu na rozdělení zisku,
4. užití zisku ze stávající přímé investice do této investice (reinvestice zisku).

V tomto odlišení tedy jde nejen o „výstavbu na zelené louce“, ale i – či jejměna – o zakoupení se do důležité existující společnosti. Obě formy zahraniční kapitálové účasti při financování rozvoje české ekonomiky v sobě zahrnují markantní restrukturalizační znaky. Lze říci, že míra důrazu na restrukturalizační aspekty investování je u přímých zahraničních investic nejvyšší z uvedených forem financování; patří téměř k definici náleži-
TABULKA 8  Portfoliové investice (čistý příliv) v ČR

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>v mil. USD</td>
<td>1 600,5</td>
<td>854,6</td>
<td>1 362,0</td>
<td>725,5</td>
</tr>
<tr>
<td>v mil. Kč</td>
<td>46 658,5</td>
<td>24 595,9</td>
<td>36 144,4</td>
<td>19 692,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

přínem: ČNB


| odvětvová struktura | %   | tržní hodnota cenného papíru | teritorijní struktura | %   | tržní hodnota cenného papíru | podle druhu CP | %   | tržní hodnota cenného papíru |%
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>peněžní nástroje</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>33,4</td>
<td>42,3</td>
<td>Velká Británie</td>
<td>37,4</td>
<td>47,4</td>
</tr>
<tr>
<td>vč. státního dluhu</td>
<td>15,5</td>
<td>19,6</td>
<td>USA</td>
<td>21,9</td>
<td>27,7</td>
<td>bondy</td>
<td>16,0</td>
<td>20,2</td>
</tr>
<tr>
<td>energetika</td>
<td></td>
<td></td>
<td>Slovensko</td>
<td>17,4</td>
<td>22,0</td>
<td>státní duhopisy vč. FNM</td>
<td>4,9</td>
<td>6,2</td>
</tr>
<tr>
<td>doprava</td>
<td>15,1</td>
<td>19,1</td>
<td>SRN</td>
<td>5,5</td>
<td>7,0</td>
<td>směnek</td>
<td>5,7</td>
<td>7,2</td>
</tr>
<tr>
<td>CP z 1. vlny kuponové</td>
<td></td>
<td></td>
<td>privatizace vč. vlastnictví slovenských subjektů (nerozděleno)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>potravinářství, nápoje a tabák</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>13,8</td>
<td>17,5</td>
<td>Nizozemsko</td>
<td>2,5</td>
<td>3,2</td>
</tr>
<tr>
<td>dřevo a papír</td>
<td>6,2</td>
<td>7,8</td>
<td>ČR</td>
<td>1,9</td>
<td>2,3</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>stavebnictví</td>
<td>4,3</td>
<td>5,5</td>
<td>Francie</td>
<td>0,8</td>
<td>1,0</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>chemie</td>
<td>3,9</td>
<td>4,9</td>
<td>ostatní</td>
<td>1,5</td>
<td>1,9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ostatní</td>
<td>2,3</td>
<td>2,9</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>CELKEM</td>
<td>100</td>
<td>126,5</td>
<td>100</td>
<td>126,5</td>
<td>100</td>
<td>126,5</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

přínem: ČNB

tostem (či alespoň základním charakteristikám) tohoto způsobu vstupu kapitálu do české ekonomiky.

Rozhodující přítom není jen objem připlyvajícího zahraničního kapitálu. Dopad přímých zahraničních investic jdecí nad příliv finančních prostředků je možná důležitější. Restrukturalizace navozená zahraničním investorem ve formě nastolení moderního managementu, organizace, marketingu, přístupu k novým trhům a známým výrobním značkám atp. zvyšuje efektivnost společností dokonce i při malé investované sumě kapitálu. Domácí společnosti mohou mít v tomto kontextu prospěch i z kvalitnějších produktů a služeb dodávaných zahraničními investujícími společnostmi. Využívání místních zdrojů a nadnárodní sítě zahraničních investorů může indukovat rozprostření restrukturalizace na společnosti vlastněné v tuzemsku [Hunya 1997, s. 289]. Nezanedbatelný je samozřejmě i ten moment, že přímé zahraniční investice – jako poskytnutí externích prostředků pod-
nikům – s sebou přinášejí také vyšší finanční disciplínu, formulaci nové podnikové strategie, restrukturalizaci řízení (tj. lepší corporate governance) atd. [Transition Report 1995, s. 98].


Celkový příliv přímých zahraničních investic do ČR byl a je důležitou složkou kapitálových toků do české ekonomiky. Od r. 1990 do r. 1996 dosáhl souhrnné částky 193 mld. Kč (7,1 mld. USD), což je přibližně jedna třetina veškerého kapitálového přílivu do ČR. Nejvíce zahraničních investic bylo orientováno do dopravy a spojů (22,1 %), výroby dopravních zařízení (15 %) a spotřebních produktů (13,9 %). Nejvíce prostředků připlynulo ze zemí OECD (96,9 % přímých zahraničních investic v ČR), ze států OECD (69,1 % ze zemí EU. Největším investorem bylo Německo (27,5 %), následované Nizozemím (14,5 %) a USA (14,4 %).

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>v mil. USD</td>
<td>72,0</td>
<td>523,0</td>
<td>1 003,0</td>
<td>568,0</td>
<td>862,0</td>
<td>2 559,0</td>
<td>1 428,0</td>
</tr>
<tr>
<td>v mil. Kč</td>
<td>1,1</td>
<td>15,4</td>
<td>28,4</td>
<td>16,6</td>
<td>24,8</td>
<td>67,9</td>
<td>38,8</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.8 Zahraniční půjčky a přímé úvěry podnikům


Jde v podstatě o objemově nejvýznamnější podniky přílivu dlouhodobého kapitálu. Podle České národní banky dluží různí podniková sféra kolem 9 mld. USD. (K této částce je však fakticky třeba připočítat ještě něco ze zadlužeností komerčních bank, která představuje dalších 5,5 mld. USD: určitě, jen obtížně specifikovatelný podíl z toho opět sněruje do podniků ve formě úvěrů poskytovaných komerčními bankami v zahraniční měně.)

Zahraniční půjčky a úvěry jsou pro podniky výhodné v době kurzové stability. Vývoj kurzu Kč v meziobdobí však může podstatně narušit efektivnost příslušné úvěrové transakce: případná devalvace Kč by znamenala, že se úměrně se změninu kurzu zdraží pro český podnik splátky, které musí hradit do zahraničí. Původní pozitivní výhody z rozdílu úroků tím mohou být sníženy, popř. překonány (pokud se podnik nezajistil hedgingem). Vzhledem k ceně zajišťovacích operací si však své závazky jistí jen zhruba 15–20 % dlužníků z podnikové sféry.

10 Celkové údaje o úvěrech poskytovaných v cizí měně byly uvedeny v přehledové tabulce 8.
5. Úloha bankovního sektoru při restrukturalizaci

Z předchozího výkladu lze vyvodit určité závěry. Mají formu stručných tezí k dílčím problémům, které se ukázaly být důležité:

- Není výlučným úkolem jen komerčních bank (bankovního sektoru jako celku) zajišťovat a národnostním rozdělovat zdroje na investice, které vystupují jako zásadní podmínka (a současně jako hlavní ukazatel) reálné a „hluboké“ podnikové restrukturalizace.

- Pro podniky existují další možnosti, jak získat potřebné finance. Je pro ně typická jak komplementarita a substituovatelnost bankovních úvěrů, tak naopak podmíněnost jimi (např. u leasingu a obchodu s podnikovými obligacemi). Nejde však o žádný ucelený či vzájemně provázaný systém; vazby mezi jeho jednotlivými prvky jsou dány spíše cílovými charakteristikami odděleně se vyvíjejících a na získání potřebných finančních prostředků orientovaných aktivit. Lze však z něj vyjít jako ze základu pro hodnocení celkových možností, popř. pro perspektivní vytvoření společného institucionálního rámce krytí investičních potřeb souvisejících s restrukturalizací.


- V tomto ohledu je zásadně důležitá i vazba bankovního systému na kapitálový trh, a to na trh sekundární, na obchodování s akcemi. Zatímco primární trh zapadá do systému jako externí kapitálový zdroj podniků, sekundární trh je nositelem (mohl by být nositelem) překonání fragmentace „kuponového vlastnictví“ a vytvoření žádoucí formy řízení společnosti.


- Historická zkušenost ukázala, že důsledná realizace těchto práv (o to více pod zorným úhlem žádoucí restrukturalizace) je podmíněna existenci možnosti – a na druhé straně odhadlaností bank – jít při uplatňování těchto práv až tak daleko, že se neprosperující a zadlužený podnik nechá zbankrotovat. Sám jeho „odchod z ekonomické scény“ je de facto příspěvkem ke restrukturalizaci (ubývá neefektivní výroba), a tedy národnostního výslechu nově pozitivním řešením.

- Vzhledem k výši ztrát věřitelů, kteří získají zpět jen nízké procento svých pohledávek, vzhledem k délce příslušného řízení ap. jde však ze strany banky až o „řešení poslední instance“. Banky k němu sahají nejraději. V žádném případě to není důsledkem „nepřímého vlastnictví“ podniků komerčními bankami, navozeného účasti bank na kuponové privatizaci formou založení privatizačních investičních fondů a investičních společností. Tato souvislost je zřejmě neúměrně zveličována (viz často deklarované teze o nadměrném provádění zájmů bank a jejich dlužníků, kteří přestali být pouhými dlužníky).

Finance a úvěr, 48, 1998, č. 3

- Přístup komerčních bank k restrukturalizací lze ostatně vůbec definovat tak, že sama restrukturalizace – její věcná, odvětvová, oborová, výrobková hlediska jako taková – není pro rozhodování bank tím hlavním hlediskem. Při alokaci zdrojů jim jde o maximální prokázání (a poté samozřejmě realizaci) efektu, získu z rozpůjčených částek, tj. rozhodující je hledisko efektivnosti vynaložení prostředků. Přes parciální přístup k jednotlivým úvěrovým transakcím, které by všechny měly být projektovány jako efektivní, se následně (či průběžně) skládá efektivní celková struktura.

- Řečeno z jiného hlediska: komerční banky ve vztahu k podnikům ovlivňují apriorně ne věcnou (výrobní), utvářející se strukturu, ale její efektivnostní dopad, a to při sledování jednotlivých transakcí. Výsledek (a tedy i celková struktura a její optimalita) závisí na kvalitě koncepční práce příslušných zaměstnanců banky. Přes špatné, neefektivní, popř. vůbec nenávratné úvěry se v dané oblasti ukládání zdrojů fakticky nedosáhne úspěšné restrukturalizace.

- Z druhé strany však výsledek závisí na kvalitě práce žadatelů o úvěr, tj. na kvalitě předkládaných projektů a jejich následné realizací. (Závisí na tom ostatně již samo poskytnutí úvěru; v současných podmínkách lze říci, že kapitálu mají banky dostatek, ale dobrych projektů nikoliv. Rozhodčení subjektů z podnikové sféry, že banky jim neposkytují potřebné úvěry, by mělo hledat odpověď a řešení právě zde.)

LITERATURA


SUMMARY

The Financial Framework of the Czech Economic Restructuring

Petr CHVOJKA – Chief Economist of the ČSOB, a. s., Prague

This article is based on a paper, „The Banking Sector’s Role in Restructuring of CEEC Economies (Case Study of the Czech Republic)“, that was presented at a workshop held in Vienna in May, 1997. The study deals with problems of restructuring the Czech economy as regards i) the effect of privatization on the restructuring process and its circumstances, and ii) the role of the financial sector in the restructuring process as such.

According to the study, the circumstances of the privatization process (its chosen forms, speed, type of new owner and the like) determine to a great extent the need for external capital resources for enterprises, the possibility and forms of acquisitions etc.

The study then tries to summarize the possible ways in which enterprises can acquire the necessary funds, i.e. to identify specific „capital channels“. From this point of view it deals with self-financing through home capital, foreign portfolio investments, and – last but not least – foreign direct investments. Foreign loans and direct credits to enterprises are also included.

The last part of the article draws certain conclusions about the commercial banks’ role in the restructuring process. The bank credits are discussed in terms of their compatibility and/or sustainability with other „capital channels“.