

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

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Petr CHVOJKA: Finanční rámec procesu re-
strukturalizace české ekonomiky137
Juraj NEMEC: Zdravotníctvo – trhové prost-
redie, alebo štátna regulácia?158
Jiřina JÍLKOVÁ – Miroslav HÁJEK: Mimoroz-
počtové fondy jako nástroj státní politiky ži-
votního prostředí167
Jan ZEMAN: Nekalkulované náklady a vý-
nosy v železniční a silniční dopravě . . .179

Recenze

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

Informace

Bojka HAMERNÍKOVÁ – Květa KUBÁTOVÁ –
Václav URBÁNEK: 53. kongres Mezinárod-
ního institutu veřejných financí195

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní
č. 3 a 4/98197

CONTENTS

Petr CHVOJKA: The Financial Framework of
the Czech Economic Restructuring . . .137
Juraj NEMEC: Health Care: Market Forces or
Government Regulation?158
Jiřina JÍLKOVÁ – Miroslav HÁJEK: Extra-
Budgetary Funds as an Instrument of Envi-
ronmental Policy167
Jan ZEMAN: Hidden Costs and Revenues in
Railway and Road Transport179

Book-Review

Miroslav ZAJÍČEK: Demonstration of Mone-
tary Theory and Lessons from Monetary His-
tory (M. Friedman)190

Information

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

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning
Taxation: No 3–4/98197

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů – rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, Ing. Miroslav Singer, Ph.D., Mgr. Kateřina Šmídková, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, Ph.D., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mičoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

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 *dostačující* 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 rozpustily 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 přílivem 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 mezidobí.

** 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 odlišit 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 nevyhnutelně – efektivnost každé jednotlivé společnosti (firmy) jako skladebné části tohoto celku.

Vlády zemí střední a východní Evropy (ZSVE) nebyly obvykle před privatizací podniků (firem) v jejich restrukturalizaci nijak zvlášť angažovány. Problém „časové následnosti privatizace a restrukturalizace“ – tj. toho, zda by společnosti měl být restrukturalizován před tím, než jsou prodány nebo volně předány držitelům privatizačních kuponů, či nikoliv – byl zcela jednoznačně vyřešen v České republice: bylo rozhodnuto privatizovat všechna aktiva před jejich restrukturalizací.² Restrukturalizace tedy čekala na příští soukromé vlastníky, na nichž pak leželo její břímě. (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 společností 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 pragmatismus nebyl výrazem nedostatku koncepčních východisek, řádu a záměru, ale spíše nemožnosti aplikace jakéhokoliv dokonaleho realizačního plánu v evolučních procesech) [Hunya 1997]. Určitý koncepční přístup k (byť dílčímu) problému časování restrukturalizačních procesů můžeme však nalézt ve výše zmíněném českém řešení: bylo na jedné straně podmíněno důrazem na urychlení celého privatizačního procesu (kdy byla dána přednost zprivatizování před restrukturalizací), na druhé straně koncepčním východiskem, že stát není již ze své definice schopen přijímat správná podnikatelská rozhodnutí.

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

Ve „Scénáři ekonomické reformy“ federální vlády schváleném v září 1990 byl zahrnut i určitý *program odvětvové strukturální politiky*. Šlo o specifické programy restrukturalizace některých odvětví, jako je těžba uhlí, ocelářství, výroba energie, různé strojírenské obory atd. Program předvídal i útlum neefektivních průmyslových výroba 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 privatizaci by měla předcházet rozsáhlá restrukturalizace průmyslu.

Tento přístup však byl postupně opouštěn a převládla koncepce postavená na názoru, že nejdůležitějším nástrojem v rukou vlády ve vztahu k restrukturalizačním úpravám je *privatizace jako taková*. Privatizace v této oficiální interpretaci (platné doposud) není pouhou změnou vlastnické struktury, ale má zároveň za úkol přispívat ke změnám ve struktuře jednotlivých odvětví, v rozměrech jednotlivých podniků atd. [Urban 1995, s. 4–5]. Právě zde je možné nalézt kořeny všech problémů s restrukturalizací, které následovaly a které trvají dodnes.

V případě, kdy privatizace – jakožto „vlastnická restrukturalizace“ – předcházela výrobní restrukturalizaci, ovlivnila její průběh a výsledky svou formou a tím, jakého vlastníka nastolila. Povaha *subjektu*, který se vypořádával s úkolem realizovat potřebné restrukturalizační a adaptační procesy na svůj náklad a ve svém zájmu, podmiňovala 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 *konkrétních 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.

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

Kromě toho, že *kuponová privatizace* ovlivnila proces výrobní restrukturalizace zejména tím, že nevytvořila zainteresované, „akceschopné vlastníky“, nechala také zcela stranou řešení problému finančních zdrojů na tuto restrukturalizaci: nevytvořila a nepřinesla kapitál, protože šlo pouze o vlastnickou realokaci již existujícího majetku. Souběžně realizovaný způsob privatizace *tradičními formami* (přímý prodej atd.) měl však své problematické finanční a kapitálové důsledky také, a to pro podnikovou sféru dokonce významnější 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 jejích 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 kapitálového trhu* (jako trhu primárního, tj. jako zprostředkovatele přísunu kapitálu) má v případě ČR další závažné aspekty, jež se vztahují k jeho *sekundárnímu fungování*: Atomizovaní 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 „poprivatizačních“ vlastnických struktur, koncentrace akcií, docílení 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 zvyšování její efektivity. U transformujících se ZSVE jde však ve srovnání s klasickými, léta se již vyvíjejícími tržními ekonomikami o podstatně naléhavější – protože mj. nová a „iniciační“ – problém: zejména ve svém počátku má kvalitativně i kvantitativně *značné nároky na zdroje*, jejich reakci, jejich dodatečné rozšíření, na hospodářskopolitické zarámování a vytvoření 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 vyžaduje vytvoření řady podmínek, které jsou otázkou *makroekonomických* reforem. Zahrnují např. *cenovou liberalizaci* (protože cenové signály jsou hlavní determinantou všeho podnikového rozhodování a jako takové jsou důležité pro znovuoživení funkčnosti 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 vytvářel a rostl 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 národohospodářských 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 HDP 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 národohospodářsky významné tendence potvrzují 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 rozvod elektřiny, tepla a vody, stavebnictví) do sféry terciární (služby tržní a netržní). I když se tento tok v posledních letech zpo-

TABULKA 1 Vývoj národohospodářských odvětví v ČR

rok	podíl odvětví na tvorbě HDP [%]			
	průmysl	stavebnictví	zemědělství a lesnictví	služby
1992	49,2	5,3	6,1	45,7
1993	37,0	5,2	6,6	51,2
1994	34,8	5,9	5,8	53,5
1995	34,1	7,4	5,2	53,3
1996	33,8	6,8	5,0	54,4

pramen: ČSÚ

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 produktivity 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 peněžnictví 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 ekonomikami ZSVE stojí ještě důležitá hospodářskopolitická rozhodnutí, jak to např. ukazuje současná situace v ČR). Žádoucích pozitivních výsledků procesu restrukturalizace lze dosáhnout pouze tehdy, 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, právní 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; uvedli jsme již, že restrukturalizace je svou podstatou a svým zacílením *průběžný*, fakticky *nikdy neukončený* proces.
- Výsledky dosavadního průběhu restrukturalizace jsou zatím vidět zejména v *národohospodářském, makroekonomickém průmětu*; podstatná změna národohospodářské (sektorové, odvětvové) struktury je přece výsledkem souhrnu parciálních rozhodnutí vlastnických a organizačních jednotek z podnikové sféry, tj. z restrukturalizace v ní se „skládá“ („sčítá“) podoba a tvar restrukturalizace celého národního hospodářství. (Obrácené řečeno, právě z vývoje národohospodářské struktury můžeme odvodit, že se něco odehrálo i o „úroveň níže“...) V tomto ohledu se obě úrovně restrukturalizace vzájemně determinují a fakticky jde jen 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 (kterých však bylo v ČR neúměrně málo, jak o tom ještě bude řeč), je nutné uvést nově vzniklý 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 tempy 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) segment již před r. 1990 existujících („starých“) podniků. U většiny z nich došlo k „vlastnické restrukturalizaci“. Její aplikované formy ovlivnily, 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 národohospodářské úrovni odvětvová, na podnikové úrovni výrobová, popř. faktorová, tj. stránka optimálního využití jednotlivých činitelů výroby a jejich kombinace) a *stránka finanční*, stránka nákladů a s nimi docíleného finančního efektu. Obě úrovně restrukturalizace (národohospodářská a podniková) a obě její stránky (věcná a finanční – k té se vrátíme v další části výkladu) by se měly perspektivně protnout a sladit. Výsledná restrukturalizace odpovídající existujícím podmínkám by měla vyústit 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 enormně roste dovoz, ani zahraniční poptávku, a proto je míra růstu vývozu nízká. Narůstající pasivní saldo obchodní bilance tak lze zjednodušeně vztáhnout právě k neuspokojivé restrukturalizaci české výroby.)³

³ Existuje ovšem celá řada dalších momentů, které přitom hrají roli; viz autorův pokus o utřídění příslušných hlavních determinant [Chvojka 1997].

3. Potřeba zdrojů

V předchozím textu jsme se již zmínili 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 principech 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 ekonomiky. Jasněji řečeno: proces restrukturalizace – představující podstatné změny relací mezi jednotlivými skladebními prvky a segmenty národního hospodářství, které vycházejí ze změn uvnitř těchto prvků (podniků) a ovlivňují celkový národohospodářský výsledek – vyžaduje odpovídající zdrojové krytí, které by umožnilo tyto změny realizovat (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. Privatizací 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 orientovaným způsobem), daly přednost zvyšování cen, politice udržení zaměstnanosti a usilovnému lobbování o zvýšení státní 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 bezúročného poskytování tzv. „úvěrů na trvale se obracející zásoby (TOZ)“ na normální krátkodobé úvěry s obvyklou úrokovou sazbou. (Úvěry na TOZ byly důsledkem administrativního rozhodnutí v r. 1970 o odčerpání obrátových fondů většiny podniků do státního rozpočtu a jejich nahrazení speciálním bankovním úvěrem. Začátkem 90. let šlo o cca 180 mld. Kčs.) V nových podmínkách transformující se ekonomiky tyto úvěry představovaly jádro tzv. „špatných úvěrů“ zděděných z minula. Jejich břímě přešlo 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 licenci. Byly na ni převedeny 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 nezvládnutelné finanční problémy. Současně byl na Konsolidační banku převeden i odpovídající podíl závazků komerčních bank vůči Státní bance a Spořitelně. 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 odeslat, atd. atd. (Viz [Chvojka 1997].)

TABULKA 2 Dotace útlumových programů

v mld. Kč

rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1990-1996
těžba rud	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,7
těžba uhlí		0,3	0,6	2,8	3,3	3,3	3,7	14,0
těžba uranové rudy	2,3	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	1,9	14,4

pramen: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR

Paralelním řešením nedostatku obrátových fondů, které byly kdysi podnikům odebrány a jejichž potřeba nyní zvyšuje úvěrovou náročnost podniků, je i vzájemné (do značné míry nedobrovolné) poskytování *obchodních úvěrů mezi podniky*. Přesáhlo již rámeček původní determinace (tak, jak je mnohé podniky zneužívají jako nejlevnější zdroj úvěrů) a v podobě opožděných plateb reprezentuje určitou síť mezipodnikové 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 %).

Ačkoliv, jak jsme viděli, na vyrovnání se s následky „špatných dluhů“ zděděných z minula stát věnoval značné prostředky, v podstatě tím průběh restrukturalizace *přímo* neovlivňoval: podniky z těchto prostředků fakticky – momentálně – nic neměly (ve smyslu: nezískaly nic navíc). Jejich dluhy byly pouze převedeny jinam, tj. na Konsolidační banku, a té je splácely při relativně vysoké úrokové sazbě. Na druhé straně však bez pomoci státu, která tak byla v podstatě pomocí rozvíjejícímu se *bankovnímu systému*, by vstaly mnohem větší problémy s fungováním komerčních bank jako zprostředkovatelů a nositelů realokace potřebných kapitálových zdrojů zajišťujících podnikům *nové* úvěry.

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 výroby, příslušných sociálních nákladů atp.), zejména v hornictví – *tabulka 2*.

Sama „aktivní“ restrukturalizace, restrukturalizace nesená podnikovou sférou v návaznosti na zmíněné přesuny mezi národohospodářskými sektory (kdy pokles váhy průmyslu na tvorbě HDP je doprovázen posuny v rámci jeho vnitřní struktury, jež jdou až na změny na úrovni vnitrodůvětově, vnitrooborové a výrobové), 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 souvisejí 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 apriorních 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

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 restriktivní 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 podniků* novým tržním podmínkám. Vývoj průmyslové produkce v těchto letech však nepřispíval k očekávané a žádoucí změně její struktury, k jejímu „vyčištění“; zejména zřetelný negativní dopad na finanční pozici podniků (projevující se mimo jiné právě ve zmíněném značném zvýšení jejich platební neschopnosti). Důsledkem toho byla neschopnost či nemožnost *aktivních* restrukturalizačních zásahů, jež zpravidla vyžadují investiční vklady.

Změnu trendu přineslo teprve 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 zrychlováním 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 podniků 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 břemeno (kdy úrokové platby představují v průměru ke mzdám přes 30 %, zatímco v jiných zemích nepřekročí 10 %) –, ale i výše daňových sazeb, odpisová politika atp. nepustí podniky ze začarovaného 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 realokace 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-

chodu ČR, svědčí o tom, že 37 % velkých průmyslových podniků bylo *ztrátových*. Počet ziskových organizací se za celý rok 1996 snížil asi o 7 % a jejich kladný hospodářský výsledek meziročně klesl o 17,7 mld. Kč, tedy o 19 %. Těmto relacím však naprosto neodpovídá počet navrhovaných – a o to méně realizovaných – konkurzních řízení či návrhů na zrušení podniků: od r. 1992 do poloviny r. 1996 evidovaly příslušné soudy v ČR 7 371 návrhů na konkurz a vyrovnání předlužených podniků. Se zvyšujícím se počtem návrhů (za 1. pololetí r. 1996 to bylo 1 687 návrhů, tj. o 50 případů více než za stejné období r. 1995) stoupá i počet vyhlášených konkurzů. (Zatímco v r. 1992 byl vyhlášen jen 1 konkurz, v r. 1995 již 727 a za 1. pololetí 1996 354 konkurzů.) Celkem šlo od r. 1992 o 1 442 firem. Přestože počet bankrotů narůstá, je jejich počet ještě stále relativně nízký.⁵ V této souvislosti je však důležité i to, že značné množství podniků se ruší dříve, než dojde k předlužení, tím, že jsou dávány do likvidace. Měsíčně je tak likvidováno asi 100–120 firem.

Malý počet konkurzů a vyrovnání vypovídá o tom, že prostředky, jež připlývají 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 pocítován nedostatek a po jejichž přisunu bankami se volá, se tedy míjejí 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 „zlé komerční banky, které *brzdí podnikání*“ tím, že údajně neposkytují dostatečné finanční zdroje podnikům,
- uvést do správných souvislostí skutečnost, že fakticky naopak „*brzdí restrukturalizaci*“, pokud svými úvěry udržují při životě neefektivní a zadlužené neperspektivní podniky,
- perspektivně domyslet (dokoncipovat) charakteristiky celkového institucionálního rámce, v němž by podniky mohly získat finanční prostředky na *investice a modernizaci* [Myant 1996] tak, aby je musely využít právě k těmto – a nikoliv jiným – účelům.

4. Nabídka zdrojů

Cílem této části materiálu není konzistentní výklad problému financování restrukturalizace z hlediska požadavků na jeho celkový 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 nevyzrálost ostatních finančních institucí a kapitálového trhu – možnost financování obecně zužována zejména na využití bankových úvěrů, k dispozici jsou i další alternativy financování podnikových záměrů.

⁵ Obecně totiž platí, že banky a ostatní věřitelé obvykle váhají 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 vždy až posledním řešením“.

TABULKA 3 Disponibilní zdroje nefinančního podnikatelského sektoru v ČR (větší podniky a organizace)^a

	1994		1995		1996	
	[mld. Kč]	[%]	[mld. Kč]	[%]	[mld. Kč]	[%]
celkem	304,7	100	322,6	100	351,2	100
použitelný zisk	76,1	25,0	87,6	27,2	76,7	21,8
odpisy	100,3	32,9	110,9	34,4	123,7	35,2
emise obligací	4,7	1,5	10,3	3,2	14,3	4,1
dotace ze státního rozpočtu	5,1	1,7	5,5	1,7	4,6	1,3
		61,1		66,4		62,4
přírůstek úvěrů:						
– korunových	74,1	24,3	51,1	15,8	74,5	21,2
– v cizí měně	13,0	4,3	37,5	11,6	24,8	7,1
– zahraničních	31,4	10,3	19,7	6,1	32,6	9,3
		38,9		33,6		37,6

^a nefinanční organizace a společnosti s více než 25 zaměstnanci, v průmyslu s více než 100 zaměstnanci
pramen: ČNB

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 uspokojení 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

Těto oblasti jsme se více či méně dotkli 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 financích významnou roli vlastní zdroje. Podíl vlastních úspor při financování investic v transformujících se ekonomikách se zdá 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 mechanismus 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 nejdynamičtější kategorii podniků. Přitom však právě tyto podniky mají v podstatě nejobtížnější přístup k finančním zdrojům.)

4.2 Bankovní úvěry

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

V prvním případě šlo nejen o poskytování úvěrů klientům na financování privatizace, ale i o účast 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 ještě vrátíme.)

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 – setrval na nízké úrovni kolem 30 % z celkového úhrnu úvěrů. (Tento dlouhodobý trend je nutným výsledkem působení několika faktorů: omezenosti dlouhodobých fondů držných 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 jejich 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, výrobní 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^a

	1992	1993	1994	1995	1996
úvěry v korunách	567,8	672,9	776,8	825,7	895,6
růst	14,6	18,5	15,4	6,4	8,4
úvěry v cizí měně	19,6	28,6	45,7	104,3	139,8
růst		69,2	59,8	128,2	34,0
celkové úvěry poskytnuté domácími bankami	584,7	701,5	822,2	930,0	1 035,4
růst		20,0	17,2	13,1	11,3

^a objemy v mld. Kč, růst v % oproti 1. lednu předchozího roku
pramen: ČNB

TABULKA 5 Odvětvová struktura korunových úvěrů

v %

	1992	1993	1994	1995	1996
zemědělství	4,8	3,9	3,3	3,7	3,6
lesnictví	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3
hornictví	1,9	1,8	1,4	1,3	1,1
zpracovatelská odvětví	32,9	29,4	30,7	30,7	31,5
výroba a distribuce					
elektriny, plynu, vody	3,0	2,8	2,1	2,4	3,3
stavební průmysl	2,9	3,4	3,5	3,5	3,4
obchod, prodej, stravování a ubytování	22,1	22,9	25,5	25,9	24,2
doprava a komunikace	2,2	2,2	2,9	2,5	2,5
jiné	29,6	33,5	30,4	29,8	30,1
celkově	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

pramen: ČNB

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

	1992	1993	1994	1995	1996
% celkového objemu	37,4	52,5	58,0	66,7	71,2

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 %.⁷

Celkový objem předmětů v leasingovém pronájmu po odpisech převýšil na konci r. 1996 částku 100 mld. Kč. Jde o výsledek zrychlujícího se vývoje leasingu v ČR v posledních pěti letech. Jen za rok 1996 uvedly tuzemské leasingové společnosti do užívání movitý hmotný majetek v souhrnné pořizovací ceně přes 46 mld. Kč (proti r. 1995 to znamenalo meziroční přírůstek větší než 40 %).

Leasing jako forma financování podniků z jiných než bankovních zdrojů je svým charakterem jen formou jejich jiného „prerozdělení“, „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 cizím 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 národohospodářském rozměru 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 „ušetřené“ a naakumulované odsunem úhrady 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 provozní oblasti, 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 nesměruje 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 dále narostl 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 nekótovaných cenných papírů) tak v ČR byla větší než v kterékoliv jiné ZSVE.⁸ 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]).

TABULKA 7 Hloubka finančních trhů v ČR (1995)

finanční aktiva	stav aktiv jako % HDP
peníze (M2)	85,56
akcie ^a	39,19
vládní obligace	6,93
podnikové obligace	2,00

^a Většina akcií patří do kategorie „kuponových“.
pramen: [Šmídková 1996]

dělené privatizační kupony, nebo byly prodávány zahraničním investorům Fondem národního majetku, který tím získané příjmy využíval na řešení národohospodářských problémů s transformací ekonomiky – [Šmídková 1996].)

Trh obligací, závislý zejména na finančních potřebách vládního sektoru (původně bez jakýchkoli 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. I 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,⁹ a to nikoliv jen dosavadní nerozvinutostí kapitálového trhu jako takového, jeho nízkou transparentí, 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 rezignují na tuto možnost překonání nedostatku kapitálu,
- tak nezájmem 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 nepřinesla vůbec žádné dividendy),
- a částečně i dosavadní preferencí ukládání 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 nasoupla cestu transformace), tak i zmíněnými průvodními charakteristikami procesu privatizace. Ty vedly buď k vyšší míře likvidity akcií na trhu (např. Polsko) na úkor rozsahu tržní kapitalizace v relaci k rozměru 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 *přiliv 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 obrátu s nerezidenty na celkovém obchodu na organizovaném a neorganizovaném trhu přibližně 50 %).

Stav portfoliových investic v držení zahraničních investorů dosáhl ke konci r. 1996 5,3 mld. USD (144,8 mld. Kč), z toho 4,6 mld. USD (126,5 mld. Kč) se týká cenných papírů denominovaných v Kč a prodávaných na tuzemském trhu. V průběhu roku 1996 (zejména ve 2. pololetí) se postupně rozšiřovaly emise korunových eurobondů emitovaných zahraničními bankami. Tyto emise byly motivovány vysokým úrokovým diferencíálem při nízkém kurzovém riziku. Korunové prostředky získané emitenty z těchto emisí byly umísťovány zpět na český trh, a to jak ve formě depozit, tak také jako nákup domácích dluhopisů. Emise těchto korunových instrumentů se realizovaly v roce 1996 v hodnotě 35 mld. Kč. Nejvíce se na emisích podílely německé a rakouské banky.

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 % připadá na vládní 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 nedluhového kapitálu majícího 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 zejména – 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 definičním náleži-

TABULKA 8 Portfoliové investice (čistý příliv) v ČR

rok	1993	1994	1995	1996
v mil. USD	1 600,5	854,6	1 362,0	725,5
v mil. Kč	46 658,5	24 595,9	36 144,4	19 692,5

pramen: ČNB

TABULKA 9 Portfoliové investice nerezidentů do korunových instrumentů – členěno podle odvětví, teritoria a druhu cenného papíru k 31. 12. 1996

v mld. Kč

odvětvová struktura	%	tržní hodnota cenného papíru	teritoriální struktura	%	tržní hodnota cenného papíru	podle druhu CP	%	tržní hodnota cenného papíru
peněžnictví			Velká Británie	37,4	47,4	akcie	73,4	92,9
vč. státního dluhu	33,4	42,3	USA	21,9	27,7	bondy	16,0	20,2
energetika	15,5	19,6	Slovensko	17,4	22,0	státní dluhopisy vč. FNM	4,9	6,2
doprava	15,1	19,1	SRN	5,5	7,0	směnky	5,7	7,2
CP z 1. vlny kuponové			Kypr	5,3	6,7			
privatizace ve			Rakousko	3,3	4,1			
vlastnictví slovenských			Lucembursko	2,6	3,2			
subjektů (nerozděleno			Nizozemí	2,5	3,2			
na odvětví)	13,8	17,5	Švýcarsko	1,9	2,3			
hutnictví a strojírenství	6,2	7,8						
potravinářství,			Francie	0,8	1,0			
nápoje a tabák	4,3	5,5	ostatní	1,5	1,9			
dřevo a papír	3,9	4,9						
stavebnictví	2,3	2,9						
chemie	2,3	2,9						
ostatní	3,1	3,9						
CELKEM	100	126,5		100	126,5		100	126,5

pramen: ČNB

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

Rozhodující přitom není jen *objem* příplývajícího zahraničního kapitálu. Dopad přímých zahraničních investic jdoucích 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 rozproštění 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-

TABULKA 10 Přímé zahraniční investice v ČR

rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
v mil. USD	72,0	523,0	1 003,0	568,0	862,0	2 559,0	1 428,0
v mil. Kč	1,1	15,4	28,4	16,6	24,8	67,9	38,8

pramen: ČNB

nikům – s sebou přinášejí také vyšší finanční disciplínu, formulaci nové podnikové strategie, restrukturalizaci řízení (tj. lepší corporate governance) atd. [Transition Report 1995, s. 98].

Vývoj přímých zahraničních investic v letech 1990–1996 ukazuje *tabulka 10*.

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 připlýnulo ze zemí OECD (96,9 % přímých zahraničních investic v ČR), z toho 69,1 % ze zemí EU. Největším investorem bylo Německo (27,5 %), následované Nizozemím (14,5 %) a USA (14,4 %).

4.8 Zahraniční půjčky a přímé úvěry podnikům

Rozsah využívání zahraničních finančních úvěrů českými podniky nebyl během prvních let transformace ekonomiky nijak významný (přibližně 100–200 mil. USD ročně). Jejich význam začal narůstat od r. 1992. Od té doby mají silně progresivní tendenci jakožto zdroj relativně *levného* a navíc *dlouhodobého* financování v podmínkách nedostatečné nabídky dlouhodobých zdrojů na domácím finančním trhu [Klacek 1996].

Jde v podstatě o objemově nejvýznamnější zdroj přílivu dlouhodobého kapitálu. Podle České národní banky *dluží nyní podniková sféra kolem 9 mld. USD*. (K této částce je však fakticky třeba připočítat ještě něco ze zadluženosti komerčních bank, která představuje dalších 5,5 mld. USD: určitý, jen obtížně specifikovatelný podíl z toho opět směřuje do podniků ve formě úvěrů poskytovaných komerčními bankami v zahraniční měně.)¹⁰

Zahraniční půjčky a úvěry jsou pro podniky výhodné v době kurzové stability. Vývoj kurzu Kč v mezidobí však může podstatně narušit efektivnost příslušné úvěrové transakce: případná devalvace Kč by znamenala, že se úměrně se změnou 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 národohospodářsky 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 bankovními úvěry, 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.
- Efektivní alokace potřebných zdrojů předpokládá *existenci strategických vlastníků* – realizujících své restrukturalizační záměry – jako partnerů komerčních bank (zůstaneme-li u bankových úvěrových aktivit jako zatím nejvíce konstituovaného segmentu výše zmíněného rámce pro alokaci investičních zdrojů). V dřívějším výkladu bylo řečeno, že privatizace sama o sobě – a zejména její kuponová forma – nevytvořila „akceschopné“ a zainteresované vlastníky.
- V tomto ohledu je zásadně důležitá i vazba bankovního systému *na kapitálový trh*, a to na trh *sekundární*, na obchodování s akciemi. 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.
- V případě nevytvoření těchto podmínek (jako tomu zatím je např. v ČR) může – a mělo by – za nefungující „corporate structure“ *suplovat fungování bank* úvěrujících příslušné společnosti. Lze hovořit o kontrolních právech uplatňovaných věřiteli. Jejich prostřednictvím by banky mohly uplatňovat svůj vliv na restrukturalizační chování podniků.
- Historická zkušenost ukázala, že důsledná realizace těchto práv (o to více pod zorným úhlem žádoucí restrukturalizace) je podmíněna existencí možnosti – a na druhé straně odhodlanosti 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 k restrukturalizaci (ubude neefektivní výroba), a tedy národohospodářsky 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 bank až o „řešení poslední instance“. Banky k němu sahají nerady. V žádném případě to není důsledkem „nepřímého vlastnictví“ podniků komerčními bankami, navozeného účastí bank na kuponové privatizaci formou založení privatizačních investičních fondů a investičních společností. Tato souvislost je zřejmě neúměrně zveličována (viz často deklarované teze o nadměrném provázání zájmů bank a jejich dlužníků, kteří přestali být pouhými dlužníky).

- Jde tedy o obecný postoj bank, jenž vyplývá spíše z determinace výše nanačnými momenty provázejícími likvidací či bankrotu neprosperujících podniků. Má však *negativní důsledky nejen na samu restrukturalizaci, ale i na kvalitu úvěrové činnosti komerčních bank*. Banky často poskytují zadluženým podnikům další prostředky, aby podniky udržely při životě a neztratily tak možnost návratu v nich „zamrzlých“ úvěrů (tj. špatných dluhů z minula). V důsledku toho se na jedné straně reprodukuje situace v oblasti špatných úvěrů, na druhé straně se snižují možnosti úvěrovat nové, slibné projekty. Podmiňuje to špatnou alokaci nových fondů a jejich suboptimální – pokud ne vůbec ztrátové – využití. V tomto smyslu platí, že *poskytnutí co nejvyššího objemu úvěrů podnikům není (nemusí být) pozitivním a oprávněným požadavkem*.
- Přístup komerčních bank k restrukturalizaci lze ostatně vůbec definovat tak, že *sama restrukturalizace – její věcná, odvětvová, oborová, výrobová hlediska jako taková – není pro rozhodování bank tím hlavním hlediskem*. Při alokaci zdrojů jim jde o maximální prokázání (a poté samozřejmě realizaci) *efektu*, zisku 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 ne-návratné 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 *realizaci*. (Závisí na tom ostatně již samo *poskytnutí úvěru*; v současných podmínkách lze říci, že kapitálu mají banky dostatek, ale dobrých projektů nikoliv. Rozhořčení subjektů z podnikové sféry, že banky jim neposkytují potřebné úvěry, by mělo hledat odpověď a řešení právě zde.)

LITERATURA

- ASSAF, G. B.: Summary of the paper The Economies in Transition: The Challenge of Restructuring and Economic Recovery, UNIDO.
- BUCHTIKOVÁ, A.: Role bankovních úvěrů ve financování českých firem v roce 1994. Praha, Institut ekonomie ČNB 1996 [VP č. 63].
- CHVOJKA, P.: Úloha komerčních bank v procesu transformace české ekonomiky. Politická ekonomie, 1997, č. 2.
- CHVOJKA, P.: Deficit obchodní bilance. Malá inventarizace velkých problémů. Hospodářské noviny 4. 4. 1997.
- Czech Industry. The Ministry of Industry and Trade, Prague, April 1996.
- Economic Survey of Europe in 1994–1995. UN, Economic Commission for Europe 1995.
- HUNYA, G.: Large Privatisation, restructuring and foreign direct investment. WIIW, Reprint Series No. 166, Wien 1997.
- KLACEK, J.: Liberalization of Current Account, Capital Account and the Inflow of Capital: The Czech Case, Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Challenges of EU Integration, Vienna 1996.

MYANT, M.: Towards a policy framework in east-central Europe. Mezinárodní workshop „Economic Policy Framework in CEEC for the Process of Moving towards the EU“, Praha, 25. 11. 1996.

PÖSCHL, J.: Successful Transitions: Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia, Slovenia. WIIW, členský seminář, Vídeň 1997.

ŠMÍDKOVÁ, K.: The Emergence of Financial Markets in Transition – the Czech Experience. Praha, Institut ekonomie ČNB 1996 (VP č. 59).

Survey of Europe in 1994–1995. United Nations Economic Commission for Europe, Geneva, Press Release, March 1995.

Transition report 1995, Investment and Enterprise Development. European Bank for Reconstruction and Development, London 1995.

URBAN, L.: Structural Aspects of the Transformation Process. Prague Economic Papers, March 1995.

VÁLEK, V.: Leasing: Podpora investic, nebo spotřeba? Ekonom 1996, č. 51.

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“.