

Vydává Federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou a Federálním cenovým úřadem

© SNTL — nakladatelství technické literatury, n. p., Spálená 51, Praha 1

Adresa redakce:

Krakovská 8, 113 02 Praha 1, Nové Město

Telefon: 26 43 51—8

meziměstské hovory: 26 43 07

Vedoucí redaktor:

Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Издает Федеральное министерство финансов, в сотрудничестве с Государственным банком Чехословакии и Федеральным управлением цен

С СНТЛ — издательство технической литературы, н. п., Спалена ул. № 51, Чехословакия

Редакция: Краковска ул. № 8, 113 02 Прага 1, ЧСФР

Главный редактор:

Иван Кочарник

OBSAH

Ing. I. KOČÁRNÍK, CSc.: Státní rozpočet v roce 1990	217
Ing. V. VÁLEK, CSc. — Ing. V. KULHÁNEK: Leasingové financování	222
Ing. R. HORÁKOVÁ: Finance výrobních družstev v nových ekonomických podmínkách	232

Ekonomická reforma

Ing. T. JEŽEK, CSc. — Ing. M. HRNČÍŘ, DrSc. — Ing. M. KEROUŠ: Finanční trh v čs. ekonomice — 1. část	241
Ing. J. VRBA — Ing. J. FOGL, CSc.: K pojetí ekonomické reformy a přechodného období	255

Diskuse

Ing. M. SÁSIK, CSc.: Úloha a perspektivy finančních ekonomických nástrojů zahraničního obchodu	259
Dr. V. JINDRA: Zamyšlení nad zákonem o SBČS	268

Poznámky a zkušenosti

Ing. B. ONDRUŠOVÁ: K dosavadním výsledkům konsolidačních programů v lehkém průmyslu ČR	275
--	-----

Finance a úvěr v zahraničí

Ing. Z. GRÖNINGEROVÁ: Některé otázky financování francouzských podniků	278
--	-----

Informace	288
-----------	-----

СОДЕРЖАНИЕ

И. КОЧАРНИК: Государственный бюджет в 1990 г.	217
В. ВАЛЕК — В. КУЛГАНЕК: Лизинговое финансирование	222
Р. ГОРАКОВА: Финансы производственных кооперативов в новых экономических условиях	232

Экономическая реформа

Т. ЕЖЕК — М. ГРНЧИРЖ — М. КЕРОУШ: Финансовый рынок в чехословацкой экономике — 1-ая часть	241
Я. ВРБА — Й. ФОГЛ: К пониманию экономической реформы и переходного периода	255

Дискуссия

М. САСИК: Роль и перспективы финансово-экономических инструментов внешней торговли	259
В. ЙИНДРА: Соображения по закону о Госбанке	268

Заметки и обмен опытом	275
------------------------	-----

Финансы и кредит за рубежом

З. ГРЭНИНГЕРОВА: Некоторые вопросы финансирования французских предприятий	278
---	-----

Информация	288
------------	-----

REDAKČNÍ RADA: ing. Belo Bosák, CSc., ing. Arnošt Culík, ing. Miroslav Filip, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc. ing. Milan Jurčeka, CSc., ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. František Krejča, ing. Vratislav Kulhánek, ing. Hugo Kysilka, CSc., prof. ing. Vladimír Kyzliňk, DrSc., ing. Kamil Mikulíč, CSc., ing. Oldřich Nepraš, ing. Michal Oláh, CSc., prof. ing. Jiří Petřivalský, DrSc., ing. Ivan Svitek, ing. Lubomír Šedrla, ing. Stanislav Šourek (předseda), ing. Marián Tkáč, CSc., ing. Vladimír Valach, ing. Anton Vavro, CSc., ing. Jan Velek, doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jan Vrba, ing. Jaromír Zahradník

ekonomická reforma

DT: 336.76 (437)

Finanční trh v čs. ekonomice — 1. část

Ing. Tomáš JEŽEK, CSc. — Ing. Miroslav HRNČIŘ, DrSc. — Ing. Miroslav KEROUŠ

ÚVOD

Širší a účinnější uplatňování peněžních vztahů je v projektu čs. ekonomické reformy považováno za nezbytné, a to jak ve sféře trhu zboží, tak ve sféře trhu výrobních činitelů vč. peněz (fondů, kapitálu). Tento směr vývoje byl naznačován v usnesení vlády ČSSR č. 29/88 (Zásady přestavby . . .), které obsahovalo požadavek vytvoření peněžního a devizového trhu, a tento požadavek je dále rozváděn v zákonech o SBČS a o bankách a spořitelnách a jiných materiálech.

O centrem obecně přijatý záměr rozvoje peněžnětržních vztahů roste v poslední době zájem ze strany ekonomických subjektů. Tento zájem je důsledkem některých připravovaných nebo již uskutečněných systémových změn (samostatnost a samofinancování podniků, rozšiřování akciové formy podnikání, rozdělení bankovní soustavy, snižování redistribuce přes státní rozpočet apod.). Dochází již k prvním zkušebním pokusům, aniž je problematika peněžnětržních vztahů dostatečně teoreticky i prakticky ujasněna.

Předkládaný příspěvek si klade za cíl poukázat na kvalitativně odlišné postavení a funkce peněz v modelu československé ekonomiky a v návaznosti na to na význam finančních trhů a problémů spojených s jejich rozvojem. Autoři pak dále předkládají koncepci rozvoje finančního trhu v československé ekonomice.

DVA ZÁKLADNÍ MODELY EKONOMICKÉ KOORDINACE

Dějiny ekonomik znají již celou škálu více či méně odlišných forem koordinace ekonomické aktivity a tento proces diferenciacce bude zřejmě dále pokračovat. Nicméně z hlediska podstaty řešení je možné identifikovat pouze dva základní, modelové typy:

- a) *Administrativní (vertikální) typ koordinace* je založen na hierarchické struktuře, nadřízenosti a podřízenosti, tj. na vertikálních vztazích. V uvedeném typu koordinace se národní hospodářství přetváří do podoby „velké dílny“, v níž jednotlivé dílčí články jsou pouze realizátory rozhodnutí vyšších úrovní

řízení. Problém koordinace ekonomické aktivity vystupuje tedy jako *problém organizace*. Účinnost, ale i samotná realizovatelnost tohoto typu řešení proto vyžaduje, aby institucionální uspořádání tendovalo k relativně omezenému počtu velkých, stejnorodých, resp. unifikovaných jednotek, jejichž vznik, ale i případný zánik, je výhradně v kompetenci centrálních orgánů.

- b) *Tržní typ (horizontální) koordinace* je založen na vzájemné interakci jednotlivých účastníků trhu. Pro své efektivní působení předpokládá existenci co nejširší škály *diferencovaných, oddělených a vzájemně nezávislých subjektů*, které sledují své vlastní cíle. Podle tržní situace a tržního hodnocení a stimulů musí docházet – má-li se daný typ koordinace účinně uplatňovat – jak ke vzniku nových subjektů na bázi volného vstupu do oboru, tak i k restrukturalizačním procesům, výstupům z oboru a případně i zániku neúspěšných subjektů.

Koncepční základ všech reálně fungujících systémů centrálně plánovaných ekonomik (tj. tzv. tradičního typu centrálně plánované ekonomiky) tvořila *varianta administrativního typu koordinace*, i když faktické podmínky si od samého začátku vyžadovaly využívání různých prvků horizontálních vztahů.

V tradičním uspořádání centrálně plánované ekonomiky:

- jednotlivé „podniky“ jsou pouze dílčími „součástmi“ velkého celku, aktiva a pasiva jejich ekonomické aktivity jsou proto také pouze součástí celkového výsledku. V důsledku toho ve vzájemných vztazích jednotlivých článků ekonomiky *princip hodnotové ekvivalence ztrácí podstatný význam*;
- důchody podniků nezávisejí primárně na vytvořeném zisku, ale *na přidělech zdrojů po vertikále*. Prerozdělování zdrojů mezi jejich tvůrci a uživateli formou individualizovaných odvodů a dotací podle rozhodnutí řídicích orgánů je tedy nezbytnou a *organickou součástí systému*.

Tradiční typ centrálně plánované ekonomiky, jenž se zformoval jako negace kapitalistických výrobních vztahů a kapitalistické tržní ekonomiky, je tedy fakticky *negací dosavadních principů ekonomické aktivity* (hodnotové ekvivalence, odvozování důchodů od realizace), *negací peněz a tržního typu koordinace vůbec*, svou podstatou jde o alternativu netržní, nepeněžní.

Určitá pozitivní stránka administrativního typu koordinace spočívá ve schopnosti relativně rychlé adaptace hospodářství na extrémní změny, při kterých kritérium efektivnosti nehraje podstatnou roli (např. válečné hospodářství nebo politicky orientovaná změna struktury ekonomiky). Výrazným *negativem administrativního typu* koordinace je dosahovaná úroveň hospodárnosti, stupeň využívání disponibilních zdrojů v jednotlivých projektech a podnicích, ale i jejich dynamika a stupeň využívání potencionálních zdrojů představovaných znalostmi rozptýlenými mezi pracovníky. Zcela kritickým se ukázalo zaostávání ve vědeckotechnickém pokroku a v inovačních aktivitách, jakož i neúčinnost informačních a kritériálních soustav, které měly evidentně nepříznivý vliv na vývoj celkové výkonnosti ekonomiky.

Uvedené mikroekonomické charakteristiky, jimi podmíněná nízká výkonnost a rostoucí zdrojové napětí v ekonomice postupně stále více limitovaly i „tradiční“ růstové stimuly v podobě mobilizace a realokace zdrojů v makroekonomické rovině.

Reformní projekty tradičního modelu

Reakcí na uvedená omezení tradičního typu centrálně plánované ekonomiky jsou reformní vlny, k nimž v těchto ekonomikách dochází již od konce 50. let.

Všechny hospodářské reformy v centrálně plánovaných ekonomikách (CPE) usilovaly o dosažení té či oné podoby *kombinace administrativní a tržní, vertikální a horizontální koordinace*.

Společným rysem v podstatě všech reformních projektů v čs. ekonomice, ale do poloviny 80. let i v dalších zemích, byl však jen určitý typ této kombinace: *snaha vnášet pouze dílčí prvky tržní koordinace, případně i samosprávného řešení do celkového rámce administrativního typu koordinace*.

I když jednotlivé reformní projekty tohoto typu a zejména jejich realizace v různých zemích mají svá specifika, jejich podstatné charakteristiky jsou shodné:

- zachovává se „rozdílný znak“ centrálně plánované ekonomiky ve smyslu *odvíjení celého řízení, regulačních nástrojů i kritérií od makroekonomických cílů a plánovaných proporcí* (od plánovaného tempa růstu, objemu akumulace, resp. proporcí užití zdrojů pro jednotlivé sféry apod.);
- na rozdíl od tradičního typu centrálně plánované ekonomiky uvedené projekty shodně usilují o *vyváženější funkci hodnotových (tj. cenových, finančních, měnových a devizových) kritérií* ve vztahu ke kritériím hmotným, a to jak v procesu formování národohospodářského plánu, tak i v procesu jeho realizace, kdy se zdůrazňuje používání *převážně nepřímých nástrojů* na bázi obecněji platných normativních vztahů a závislostí, zatímco přímé úkoly se mají týkat zpravidla jen vybraných položek se specifikovanými parametry.

Při analýze jednotlivých reformních projektů uvedeného typu je však zřejmé, že u většiny projektů je sféra tržních vztahů *zpravidla programově omezoována jen na trhy zboží a služeb, nikoli již do roviny trhů výrobních činitelů* (peněz, kapitálu, pracovní síly), jakož i na sféru běžné ekonomické aktivity a jejich výsledků, ne však do roviny akumulace, do sféry investic a alokace zdrojů.

Teprve oficiální reformní programy 80. let zavádějí ve větším rozsahu tržní koordinaci i do sféry výrobních činitelů. Přispěla k tomu jednak kvalitnější teoretická příprava programů, jednak zkušenosti z praktického zavádění reformem, kdy se ukazovalo, že právě nerozvíjení tržních vztahů v této oblasti značně brzdí a omezuje účinnost ostatních základních principů reformem (samostatnost, odpovědnost, samofinancování).

Funkce peněz v tradičním a reformovaném modelu

Administrativní typ koordinace je svou podstatou typem netržním a nepeněžním, v *reálném vývoji centrálně plánovaných ekonomik však peníze neprestaly existovat*. Nabyly však charakteristik odpovídajících podmínkám a logice fungování uvedeného typu koordinace:

- peněžní sféra *byla rozdělena do jednotlivých sektorů*, v nichž se reprodukovala nejen rozdílná kupní síla měnové jednotky, ale i zcela rozdílný charakter a intenzita funkcí peněz;
- zůstaly *relativně „monetarizované“ sektory* (jako je sektor domácností či vztahů k zahraničí), kde peníze mají významnou kritériální a regulační funkci; v rozhodujících částech národního hospodářství (jmenovitě v podnikovém sektoru) se však pracuje pouze s *kvazipenězi*, resp. počítacími penězi, které v podstatě jen „technicky“ umožňují evidenci, alokaci a realizaci zdrojů;
- peněžní prostředky byly přidělovány a v podnicích fungovaly jako *prostředky jednotlivých fondů se specifikovaným užitím* („odlišné“ peníze mzdové, investiční, na provozní potřeby, na nákup deviz apod.); logika tohoto typu koordinace přitom *vylučovala – či alespoň podstatně limitovala – možnost*

substituce mezi uvedenými fondy, resp. alternativní využití disponibilních peněžních zdrojů;

- utváření jednotlivých peněžních fondů ex ante v plánu, ale i následně (při jeho realizaci a při uzavírání hospodářských výsledků) se odvíjelo, regulovalo a návazně korigovalo tak, aby disponibilní *peněžní zdroje právě kryly plánované, resp. realizované věcné záměry dané hospodářské jednotky*. K tomu se vytvořila celá škála nástrojů redistribuce peněžních zdrojů na jednotlivých úrovních řízení, nástroje k odčerpávání neplánovaného zůstatku zisku, docházelo k „propadání“ neproinvestovaných či nepoužitých peněžních prostředků již v krátkodobém horizontu ročního plánu;
- tím byla dána tzv. *pasivní funkce peněz* v podstatné části ekonomiky – *peníze nebyly a nemohly být prostředkem rozhodování a alokace zdrojů*, byly pouze nástrojem profinancování stanovených úkolů plánu;
- peníze v podnikové sféře vystupovaly v podstatě *jen jako účetní peníze*, neexistovaly podmínky pro držbu peněz ani zájem hospodářských jednotek na ní, resp. na alternativním využití peněžních zdrojů. I při neexistenci nadějných projektů bylo záměrem „proinvestovat“ disponibilní zdroje v daném období ve vlastní organizaci, i když alternativní užití peněžních zdrojů bylo ekonomicky racionálnější;
- na rozdíl od podnikové sféry je u domácností *uspokojování potřeb předurčeno disponibilními peněžními zdroji*. V důsledku toho u obyvatelstva vzniká nejen možnost, ale i reálně potřeba tvorby peněžních rezerv; peníze v této sféře nemají tedy vyhraněně účetní charakter;
- k *peněžním tokům mezi jednotlivými sektory docházelo, ale jen ve vymezených směrech* (např. domácnosti získávaly z podnikového sektoru peněžní prostředky v podobě mezd, opačný tok však nebyl možný), resp. jen prostřednictvím centralizovaných peněžních fondů a institucí (prostřednictvím rozpočtové a bankovní úvěrové soustavy);
- v uvedených podmínkách proto *reálně nevznikal problém celkové peněžní zásoby*, resp. adekvátního množství peněz v ekonomice (peníze jsou endogenní veličinou systému); problémem bylo pouze „*správné*“ *rozdělování peněz do jednotlivých sfér*, oborů či směrů užití tak, aby co nejvíce odpovídaly požadavkům na profinancování hmotných toků, které byly předmětem primárního rozhodování.

Rozšiřování nepřímých forem centrálního řízení vytváří širší prostor pro alternativní užití peněz v podnikové sféře.

Uvolňují se omezení *nejen v prostoru, ale i v čase*, peněžní fondy „nepropadají“ automaticky koncem roku. Dochází i k určitému propojování dříve výrazně vydělených peněžních článků i peněz podnikové sféry a sektoru domácností, korunového (vnitřního) a devizového (vnějšího) peněžního okruhu.

V té míře, v níž se zmíněné tendence reálně prosazují, vytváří se *širší prostor pro optimalizační chování podniků* (možnosti volby alternativního užití disponibilních zdrojů, možnosti substituce mezi korunovými a devizovými zdroji), ale i pro ovlivňování struktury alokace zdrojů ze strany domácností. Jestliže je možné alternativní užití peněžních zdrojů, jejich přelévání mezi jednotlivými sférami a jestliže nedochází k automatické „sterilizaci“ nepoužitých či nadbytečných peněz, *mění se podstata peněžního problému v ekonomice*: klíčovým problémem se vedle alokace (rozdělení) peněžních zdrojů stává i *problém celkové peněžní zásoby* (dosahování žádoucí relace mezi celkovou nabídkou peněz a poptávkou po nich).

Uvedená tendence, posun od převážně pasivní k aktivní funkci peněz v chování a rozhodování všech ekonomických subjektů neboli *proces monetarizace*

ekonomiky — a s ní spojená významnější funkce peněžní regulace v systému hospodářské politiky je v podstatě nejen možná, ale i adekvátní pouze při rozvinutí tržních vztahů i v peněžní sféře ekonomiky, tj. *vyžaduje rozvoj finančního trhu.*

STRUČNÉ VYMEZENÍ FINANČNÍHO TRHU

Pro účely této studie je pojem finanční trh s ohledem na mezinárodně používanou terminologii chápán jako systém ekonomických instrumentů, institucí a vztahů, který soustřeďuje, rozmísťuje a přerozděluje peněžní prostředky mezi ekonomickými subjekty na základě vztahu nabídky a poptávky.

Celý systém finančních trhů je obvykle členěn zhruba na:

- peněžní trhy (obchod s především krátkodobými peněžními přebytky se splatností cca 1 rok),
- kapitálové trhy (dlouhodobé soustřeďování a umísťování peněžních prostředků),
- devizové trhy (různé způsoby nákupu a prodeje měny za měnu),
- trhy s drahými kovy.

Jiným hlediskem je forma nebo instrumenty, které se používají, např.:

- trhy úvěrové (především přímé úvěry),
- trhy cenných papírů (např. trh směnečný, obligační, akciový aj.),
- trhy devizové členené např. podle druhu obchodovaných měn (trh eurodolarový, eurojenový apod.).

Smluvní podstata těchto vztahů umožňuje tvorbu mnoha variant jednotlivých nástrojů a k variabilitě dále přispívá široká škála obchodních operací, které umožňují konverze a prolínání těchto instrumentů.

DŮVODY PRO ROZVOJ FINANČNÍHO TRHU

Finanční trh představuje *nezbytnou podmínku pro stabilizaci a efektivní fungování ekonomiky tržního typu.*

V jednotlivých následujících subkapitolách uvádíme *základní důvody pro rozvinutí finančního trhu.*

Tvorba reálných hodnotových kategorií

Rozvinutí tržního systému a jeho logiky v celé šíři ekonomiky, tj. i ve sféře peněz, je *předpokladem k tomu, aby se vytvářely reálně fungující ceny, kursy, úroky* jako obecně platný a neustále se objektivizující souřadnicový systém, který je relevantním a závazným parametrem rozhodování podniků, ale i centrálních orgánů.

V dosavadním vývoji ekonomik se potvrdilo, že vytvoření takového reálně fungujícího a objektivizovaného souřadnicového systému hodnotových kategorií není možné založit na kalkulačních či simulačních přístupech. Jde o kategorie skutečného trhu, který koordinuje nezávislá rozhodování subjektů, jež neustále přizpůsobují své chování měnícím se podmínkám. Vytváření cen, kursů

a úroků respektujících reálné ekonomické poměry má zásadní význam jak pro efektivnost chování ekonomických subjektů, tak pro kvalitu centrálního rozhodování a pro funkční otevřenost ekonomiky.

Alokace zdrojů na základě ekvivalence a efektivnosti

Finanční trh je alternativním mechanismem k centrálnímu určování a zajišťování *realokace zdrojů z míst jejich tvorby do míst jejich užití*. Prostřednictvím finančního trhu se potenciálním subjektem alokačního rozhodování stává široká škála hospodářských jednotek, organizací a institucí, jakož i domácností — záleží na jejich rozhodování, hodnocení a očekávání, pokud jde o budoucí výnosy jednotlivých podniků a projektů. Finanční trh tedy znamená nutně přerozdělení pravomocí od centrálních plánovačů až k podnikajícím subjektům. Ekonomické subjekty rozhodující se na základě vývoje rovnovážných cen, kursů a úroků preferují optimální efektivnost.

Indikátor výkonnosti a očekávané výnosnosti

Logika fungování finančního trhu vede k *neustálému objektivnímu oceňování a hodnocení jednotlivých podniků, institucí a projektů, jejich výkonnosti a očekávané výkonnosti do budoucna*. Tím přispívá k vytváření podmínek pro to, aby úsilí o co nejvyšší zhodnocování disponibilních zdrojů v čase (o kapitalizaci jmění a maximalizaci budoucích toků důchodu — nejen tedy výsledků běžné aktivity) bylo pro jednotlivé subjekty *vnitřním zájmem, ale i ekonomickou nezbytností*. Jde tedy o významný nástroj tlaku na zvyšování výkonnosti prostřednictvím disciplíny trhu.

Vedle prosazování ekonomicky perspektivních subjektů však finanční trh odhaluje a označuje i ty subjekty a ekonomické aktivity, jejichž další existence je ekonomicky nežádoucí, neboť o nabízené statky a služby, které produkují, nemají jiní účastníci trhu zájem; to se na finančním trhu projeví v nezájmu investorů o poskytování úvěrů těmto subjektům nebo o kapitálovou účast na jejich hospodaření.

Podpora podnikavosti rozvojem možností financování a diverzifikací forem vlastnictví

Podnikavost, která ve své podstatě znamená využití všech rozmanitých příležitostí k efektivnímu zhodnocení jmění ekonomických subjektů, vyžaduje, aby ekonomické subjekty v rámci vymezených pravomocí a odpovědnosti disponovaly s neméně rozmanitými možnostmi, jak vytypované efektivní záměry realizovat. Prosperita každého subjektu (ale tím i prosperita celé ekonomiky) významně závisí na vybavenosti institucemi a instrumenty, které by všemožně usnadňovaly směnu, na jejich rozvinutosti a na jejich přizpůsobenosti všem diverzifikovaným potřebám a situacím.

Finanční trh zajišťuje podnikům *manévrovací prostor v čase, disponibilní kapitálové zdroje* pro restrukturalizace, pro změny výrobních programů a překonání různých výkyvů v jejich vlastní realizaci.

V případech, že neexistuje uvedený trh, a tudíž ani možnost zajistit si vnější zdroje ve spojení s vhodnou formou vlastnictví, dochází k destimulaci realizace inovací a přebírání rizik.

Stimulace úspor na úkor spotřeby

Finanční trh rozšiřuje pro ekonomický subjekt možnost finančního investování jako alternativu ke spotřebě a reálnému investování. Trh cenných papírů vytváří alternativu k bankovním vkladům a umožňuje ekonomickým subjektům podle potřeby aktuálně měnit stupeň likvidity svých aktiv.

Rozšiřování prostoru pro finanční investice je potřebné nejen pro podniky, které tak nejsou nuceny akumulovat volné zdroje pouze do vlastní spotřeby a vlastní investiční výstavby, ale i pro obyvatelstvo.

Zejména pro reformní období je typická určitá spotřebitelská vlna (euforie): je otevírána ekonomika, zpřístupňuje se západní spotřební technika, rozšiřuje se prostor pro uspokojování dlouhodobě omezované potřeby cestování, rozšiřuje se nabídka spotřebního zboží i služeb pomocí soukromého a drobného podnikání. K tomu přispívá i mzdová a příjmová diferenciacie, která se promítá v rychlejším pohybu mezd. Rozvoj finančního trhu a zmožování příležitosti k finančnímu investování tak působí protiinflačně na snižování nadměrné spotřebitelské poptávky.

Oddělení centrální banky a obchodních bank

Bez vzniku finančního trhu ztrácí do značné míry smysl reforma bankovního systému. Instrumenty finančního trhu jsou ideálním prostředkem krytí krátkodobých bankovních úvěrů (směnky). Možnost emise dlouhodobých cenných papírů vytváří nezbytnou konkurenci bankovnímu trhu, resp. nenutí obchodní banky dlouhodobě vázat své zdroje v dlouhodobých, a tedy rizikových investičních úvěrech. Dlouhodobé cenné papíry umožňují převoditelnost vlastnictví a mohou být proto používány jako záruky pro úvěrové operace.

Cenné papíry umožňují vznik nové kvality peněžních zdrojů, jejichž splatnost je jednoznačně stanovená bez možnosti ji zkracovat (na rozdíl od vkladů v bankách a spořitelnách, které lze s určitou ztrátou vypovědět), přičemž obchod s cennými papíry umožňuje pružně měnit majitele úvěrové pohledávky (směnky, obligace) nebo kapitálové účasti (akcie).

Funkční otevřenost ekonomiky

Aktivní zapojení do světové ekonomiky vyžaduje i kvalifikované finanční rozhodování podniků včetně využívání možností, které finanční trhy poskytují pro získání cizího kapitálu, resp. umísťování kapitálu vlastního. Rozvoj domácího finančního trhu přispívá ke „vnější kompatibilitě podniků a ekonomiky“ a usnadňuje vstup domácích subjektů na zahraniční trhy. Strategickým se jeví i rozvoj domácího finančního trhu vzhledem k trhu zemí RVHP.

Vyšší zainteresovanost pracovníků-vlastníků kapitálu své firmy

Na základě zkušeností z umísťování akcií firem mezi vlastní zaměstnance v kapitalistických ekonomikách lze očekávat pozitivní efekt i v podmínkách československé ekonomiky.

Umísťování akcií do rukou vlastních zaměstnanců je proces, který má v západní Evropě již dlouholetou tradici; v 80. letech došlo k dynamice tohoto procesu i v USA. Počet firem využívajících systému akciového vlastnictví zaměstnanci se v USA v tomto období více než zdvojnásobil na zhruba 10 000. Počet držitelů akcií z řad firemních zaměstnanců přesáhl 10 miliónů, tj. více než 10 % americké pracovní síly. Zvýšil se počet firem, jejichž za-

měštanci kontrolují rozhodující část podnikového kapitálu (zhruba 1000 firem), z toho v 70 případech zaměstnanci firmu zcela odkoupili. Mezi firmy využívající systém akciového vlastnictví zaměstnanců patří i řada velkých korporací (IBM, ITT, Lockheed, Polaroid aj.). Důvodem přechodu na tento systém je jednak stabilizace vlastníků firemního kapitálu (obrana proti burzovním spekulantům usilujícím o koupi a opětovný prodej firmy, odvrácení „nepřátelského“ převzetí firmy nebo dokonce její likvidace), ale hlavním motivem je snaha zvýšit pracovní výkonnost a iniciativu, přispět k vzestupu firemní produktivity a jejich zisků, a tím i ke zvýšení akcionářských dividend. Výzkumy prováděné k této problematice potvrdily, že pracovník odměňovaný v systému akciového vlastnictví formou účasti na firemním zisku „má tendenci pohlížet na své vlastní i firemní vyhlídky s delší perspektivou, v průměru méně často opouští své pracovní místo a stavět se kladněji k zavádění nových technologií a postupu zvyšujících produktivitu.“ [Svět hospodářství č. 94/1989]

Vzhledem k tomu, že se tato forma zainteresovanosti považuje za vhodný nástroj, jak držet krok s tempy růstu produktivity práce v Japonsku a v nově industrializovaných zemích, je mu poskytována podpora i ze strany státu. Většina firem při posilování podílu akciového vlastnictví zaměstnanců „neřídí“ akciové vlastnictví dosavadních podílníků, ale jejich akcie od nich vykupuje, přičemž si na tuto operaci bere úvěr od banky. V USA, Velké Británii i jinde jsou přitom formou daňových úlev motivovány všechny tři strany této finanční transakce — firma, banka i zaměstnanci. Akcie jsou mezi zaměstnance umísťovány různými zvýhodněnými způsoby: malé nominální hodnoty, prodej se slevou, na splátky, darováním, využíváním speciálních fondů na nákup akcií, investováním z penzijních fondů (penzijní fondy v USA vlastní v současnosti více než třetinu všech akcií soukromých společností znamenanych na burzách). Zaměstnanci akcie nakupují individuálně; mohou je však nakupovat i odbory, které při získání velkého balíku mohou dosáhnout podstatné účasti na řízení firmy.

Rozsáhlé umísťování akcií firem mezi vlastní zaměstnance v 80. letech je v západní ekonomické literatuře často považováno za významný faktor, který kromě jiných přispěl k omezení inflace v tomto období. Rozšiřování kapitálového podílu na zaměstnance je přisuzována jejich větší zainteresovanost na zisku a menší tlak na růst mezd při uzavírání mzdových kontraktů mezi odbory a vedením.

Finanční trh jako prostředek prosazování záměrů centra

Při přijetí tržního modelu ekonomiky musí centrum přiměřeně změnit způsob svého ovlivňování ekonomiky. *Centrum* stanovuje obecné podmínky fungování finančního trhu, tj. *určuje parametry pro vstup na trh, a současně aktivně využívá svých nástrojů (např. stanovení diskontní sazby centrální bankou, emise státních cenných papírů) i přímého působení jako účastník finančních trhů* (intervence nákupem a prodejem, zajišťování vlivu státu nákupem akcií vybraných podniků).

NEGATIVA A PROBLÉMY SPOJENÉ S ROZVÍJENÍM FINANČNÍHO TRHU

Problémy, které je nutné řešit a překonávat při rozvíjení finančního trhu, lze rozdělit na tři základní skupiny:

Obecné obtíže spojené s tržním typem ekonomické koordinace

Přechod na tržní hospodářství je obecně spojen se „stresem z adaptace“ ekonomických subjektů a celé společnosti, neboť jsou narušovány dlouhodobé návyky na měkké rozpočtové omezení, neefektivní chování, sociální pohodlí a omezenou vnitřní i vnější konkurenci. Společnost si musí zvykat na výraznější

diferenciaci příjmů a vyšší mobilitu všech výrobních činitelů. Potížím ze změn je vystaveno i centrum, které se musí zříci zažitých „osvědčených“ nástrojů a rozhodovacích stereotypů a plnit svou funkci metodami adekvátními novým podmínkám. Sociální jistoty garantované státem musejí být zajišťovány tak, aby nebylo narušováno efektivní fungování trhu.

Problémy spojené především s instrumenty a procesy finančního trhu

Finanční trh jako historicky nejvyspělejší součást tržního hospodářství byl po dlouhé období považován politickou ekonomikou socialismu za neslučitelný se socialistickou ekonomikou. Rozvoj finančního trhu se proto důsledkem dlouholetého „postavení mimo zákon“ musí vyrovnávat s následujícími problémy:

Pojetí společenského vlastnictví

Tržní typ koordinace pro své efektivní fungování — na rozdíl od administrativního typu koordinace — vyžaduje existenci co nejširší škály *diferencovaných, oddělených a vzájemně nezávislých subjektů*. Podle tržní situace a tržního hodnocení a stimulů musí docházet — má-li se daný typ koordinace účinně uplatňovat — jak ke vzniku nových subjektů na bázi volného vstupu do oboru, tak ale i k restrukturalizačním procesům, výstupům z oboru a případně i zániku neúspěšných subjektů. To předpokládá výrazný posun podnikatelské sféry *směrem k diferenciaci vlastnických a institucionálních forem, jakož i velikostních skupin podniků*. I když formy individuálního vlastnictví, resp. soukromého vlastnictví a společného podnikání se zahraničními firmami, mohou přispět ke zmíněné diferenciaci institucionálních a velikostních struktur, a tudíž k tvorbě soutěžního prostředí (jak je tomu již v praxi nejen v reformujících se ekonomikách MR, PR či ČLR, ale výrazně zejména v rámci „tradičního“ systému ekonomiky NDR), *rozhodující pro „osud“ tržní alternativy koordinace je sféra společenského vlastnictví a možnosti její privatizace*.

V současnosti není ekonomická teorie socialismu již v otázce socialistického vlastnictví a finančního trhu zcela monolitní. Přetrvává sice názor o neslučitelnosti, který se opírá o tzv. nebezpečí vzniku kapitálového vztahu a s tím automaticky spojovaného vykořisťování, i když i zastánci tohoto směru činí v současné době ústupky typu: peněžní trh ano — kapitálový ne, obligace ano — akcie ne, aj. Opozici vůči těmto tradičním názorům tvoří škola argumentující „formálním zespolečněním“, ve kterém spatřuje základní příčinu „vágního vymezení vlastnických práv“, a tím i devastující vliv „nedokonale vymezené odpovědnosti a pravomoci v rámci socialistického vlastnictví“ na efektivnost ekonomiky. Tento směr teorie vidí budoucnost socialistického vlastnictví právě v rozmanitosti vlastnických forem, ovšem spojených s přesně vymezenými a převoditelnými vlastnickými právy. [Socialistické vlastnictví v přestavbě. Vsesvazová vědecká konference o socialistickém vlastnictví. Moskva, říjen 1988, EVSZ č. 1. Praha, EÚ ČSAV 1989]

Klíčovou otázkou pro rozvoj finančního trhu, který mimo jiné funkce zprostředkovává ekonomický převod vlastnických práv, bude, do jaké míry se vytvoří předpoklady pro existenci různých diferencovaných forem podílového vlastnictví, které by umožňovaly realizovat účinnou odpovědnost jednotlivých subjektů za přijímaná rozhodnutí, jakož i důchodovou a existenční závislost nejen na výsledcích běžné hospodářské aktivity, ale i na budoucím toku důchodů (tj. na zvětšování — kapitalizaci — jmění).

Zajištění výše uvedených předpokladů pro rozvoj finančního trhu lze spatřovat v těchto opatřeních:

- vytvoření relativně stejných ekonomických podmínek podnikání pro všechny formy vlastnictví, zejména univerzalizací daňového systému a jeho postupnou harmonizací s mezinárodně rozšířenými principy;
- umožnění vzniku různých přechodových forem podílového vlastnictví, např. státní podnik na akcie, státní samosprávný podnik, podnik (družstvo, akciová společnost) s částečnou účastí státu aj., ve kterých by byla jednoznačně vymezena práva i odpovědnost všech podílníků na dané formě vlastnictví a možnost převodu vlastnických práv.

Rentiérství a „bezpracný“ zisk

Existence finančního trhu přináší změny do *struktury důchodů a jejich rozdělování* ve srovnání s dosavadním stavem. V této souvislosti vyvstává problém interpretace rentiérství (část nově vytvářené hodnoty je spotřebována úměrně vlastnickému podílu, a nikoli přímému pracovnímu výkonu), resp. tzv. bezpracných důchodů.

V části literatury se tento problém poměrně často diskutuje, přičemž pro tuto diskusi je charakteristické, že:

- problém je „otevírán“ na základě kvantitativního impulsu; 4 % výnosu z vkladu ve spořitelně bezpracný zisk není (při započtení otevřené a skryté inflace odhadované ve výši min. 3 % je toto tvrzení vlastně pravdivé), 8 % výnosu z cenného papíru již ano;
- se argumentuje tím, že by z vyšších úroků mohli těžit především ti, kteří mají značný generačně kumulovaný majetek, případně přišli k penězům náhodným, preferovaným nebo nepoctivým způsobem;
- se zapomíná, že s rentiérstvím a bezpracným ziskem se v nedostatkové ekonomice tak jako tak setkáváme, např. známé odkupy „uživatelských“ práv na výnosná úzká místa především ve službách a distribuční síti (restaurace, zelenina, maso apod.);
- se zapomíná, že v dosavadním institucionálním rámci – při vyjednávání o výši plánu i přidělování zdrojů, při deformovaném ocenění vstupů i výstupů a při „socializaci“ ztrát i výnosů jednotlivců i kolektivů různými přerozdělovacími procesy, které vyrovnávají dosažené výsledky na určitý průměr – dochází fakticky k tomu (a to ne výjimečně, ale jako pravidlo), že jednotlivci i kolektivy získávají *dlouhodobě důchody*, které *neodpovídají jejich výkonům*.

Při zvažování tohoto problému je nutné vycházet z toho, že s odvozováním důchodu z peněžních pohledávek je spjata celá idea finančních trhů. Finanční trh přitom nemůže za to, že v nedostatkové ekonomice typické pro tradiční model plánované ekonomiky se vytvořila majetková diferenciacie, jejíž legitimita je často zpochybňována. Chtít odstranit „bezpracný zisk“ z finanční investice znamená vlastně zdroje bez náhrady (nebo s minimální náhradou) odebírat a zdarma (nebo s minimální cenou) je přidělovat.

Řešení tohoto problému je nutné hledat (vyloučíme-li politicky nepřijatelné a ekonomicky stejně málo účinné vyrovnání „výhodiskové základny“) v přiměřeném a přehledném systému zdanění, který by však neměl působit proti motivaci dlouhodobě vytvářet úspory ve formě cenných papírů.

Obchodovatelnost cenných papírů

Redukce finančního trhu pouze na *primární trh* (prodej cenných papírů pouze prvnabyvatelům bez další možnosti je dále prodat), jak je někdy v literatuře navrhována, likviduje jednu z důležitých funkcí finančního trhu, tj. umožnění

ekonomickým subjektům pružně měnit strukturu svých aktiv, aniž se musí vázat na nositele závazku (vystavovatele) představovaného cenným papírem. *Sekundární finanční trh* (obchodování s již emitovanými papíry) je proto pro rozvoj finančního trhu nezbytný. Problém spočívá spíše v tom:

- vytvořit potřebné množství a strukturu instrumentů, aby trh mohl fungovat,
- vytvořit organizaci trhu, což je spojeno jednak se vznikem peněžní burzy jako instituce místně i časově soustřeďující nabídku a poptávku po penězích ve všech formách a jednak se vznikem tržní ceny cenného papíru.

Funkce peněžní burzy může být zpočátku při nízkém objemu finančního trhu suplována komerčními bankami, při jeho rozvoji však vyvstává nutnost soustředit trh – což opět lze dočasně realizovat v jedné vybrané bance, než bude vytvořena samostatná burza s nezbytnými zákonnými oprávněními i technickým vybavením.

Při vytváření statutu burzy a burzovních pravidel je pak nutné řešit další otázky spojené s tímto problémem: členové burzy, přístup na burzu, povolené obchody, hranice dovolené a nedovolené spekulace, kótace cenných papírů apod.

Nedostatečná znalost instrumentů a fungování finančního trhu

Absence domácích finančních trhů a minimální kontakt většiny ekonomických subjektů vč. centra se zahraničními finančními trhy se podepsaly na neznalosti finančnětržní problematiky. To se v současné době reálně projevuje např. při navazování hospodářských vztahů mezi tuzemskými a zahraničními podniky, kdy jsou známy zásadní neznalosti čs. podniků z oblasti organizačně-právního a finančního zajištění těchto vztahů a ztráty z toho vyplývající. Obdobná situace platí pro centrum, které není zvyklé pracovat s nástroji finančního trhu tak, aby dosahovalo prosazování svých strukturálních, finančních i měnových záměrů.

Vyšší „provozní“ náklady finančního trhu

Proti dosavadnímu systému, kdy se s volnými peněžními zdroji neobchodovalo na základě nabídky a poptávky, ale přerozdělovaly se centrálně především přes monobanku, se zavedení finančního trhu odrazí ve zvýšení nákladů na finanční hospodaření podniků i na provoz bank. Tyto náklady by však při fungování finančního trhu, tj. při vytváření rovnovážných cen, úroků a kursu a redistribuci na základě ekvivalence a efektivity, měly být vyrovnány vyšší dosažovanou efektivností celého hospodářství.

Problémy spojené s výchozí ekonomickou situací

Výchozí stav ekonomiky charakterizovaný silnou monopolizací, měkkým rozpočtovým omezením, resortismem, neparametrickými cenami, úroky a kursy a nevidovaným inflačním vývojem má tendenci za jinak nezměněných podmínek „devalvovat“ přínosy a zvýrazňovat problémy finančního trhu. Zavádění finančního trhu bez radikálního a soustavného omezování výše uvedených negativních výchozích aspektů nerovnovážné hospodářské situace by se proto mohlo projevit negativně např. v dynamizaci inflačního vývoje. Rozvoj finančního trhu je proto nutné jako systémový cíl zahrnout do měnové a finanční politiky a realizovat jej v koordinaci s ostatními závažnými programy (směnitelnost, obnova rovnováhy).

ROZVOJ FINANČNÍHO TRHU V ČS. EKONOMICE

Předpokládání účastníci čs. finančního trhu¹

Obyvatelstvo

Peněžní rezervy obyvatelstva činily ke konci roku 1988 365,9 mld. Kčs (vklady 265,6 mld. Kčs, hotovosti 57,8 mld. Kčs, rezervy životního pojištění 42,5 mld. Kčs). Na jednoho obyvatele tak připadá přes 23 tis. Kčs peněžních rezerv. Úvěry čerpané obyvatelstvem dosahovaly 45,2 mld. Kčs. Sektor obyvatelstva je ve svém výsledném saldu rozhodujícím prvotním umístovatelem volných peněžních prostředků. Peněžní rezervy umísťují domácnosti (mimo udržování v hotovosti) jedinou možnou formou, tj. deponováním u státních spořitelen, resp. pojišťoven v úrokovém rozmezí 0,5--5,2 % p.a. v závislosti na délce výpovědní lhůty. Roční úrokový výnos v roce 1988 z úsporných vkladů činil 8,1 mld. Kčs, tj. průměrné úročení vychází na cca 3,05 %.

Vklady vázané výpovědní lhůtou (6 měsíců až 5 let) se u spořitelen postupně zvyšují (v roce 1988 cca 60 %), jejich vázanost však lze ze strany klienta při akceptaci úrokové ztráty rychle vypovědět. Je nutné počítat s tím, že nízká až nulová reálná úroková míra z vkladů působí na oslabování stability vkladů, což se může projevit i v prudších poklesech míry úspor při zvýšené nedostatkovosti na spotřebitelském trhu.

Na druhé straně — při rozšiřování možností soukromého podnikání — roste zájem vedle spotřebitelského úvěru i o úvěry podnikatelské. Vysoká rizikovitost těchto úvěrů však vyžaduje adekvátní nástroje k jejich zajištění. Některé informace (inzerce na soukromé půjčky v novinách) i individuální zjištění naznačují, že nepružnost při poskytování podnikatelského i spotřebitelského úvěru jednotlivcům ze strany peněžních ústavů je v určité míře nahrazována soukromými úvěry mezi obyvatelem.

Podniky a organizace

Peněžní prostředky podniků a organizací uložené na účtech u bank obnášely ke konci roku 1988 126,9 mld. Kčs, z toho přibližně 3/4 představovaly prostředky provozního charakteru. Většina prostředků byla uložena na účtech na viděnou (k okamžitému vybrání), depozita termínovaná na 1 rok a více let činila pouze cca 5 %. Podnikový sektor vystupuje na dosavadním úvěrovém „trhu“ jako největší dlužník (stav přijatých úvěrů ke konci roku 1988: 523,5 mld. Kčs), jeho saldo je pasívní (-396,6 mld. Kčs). Úroky vyplacené podnikům bankami v roce 1988 za uložené prostředky obnášely cca 3,1 mld. Kčs (v roce 1989 platilo rozpětí: 0,5–4 %), za poskytnuté úvěry zaplatily podniky bankám 17,6 mld. Kčs (úrok v rozmezí 5–12 %, resp. 15 % za úvěr nesplacený ve lhůtě).

Vzhledem k omezování centrální nenávratné redistribuce finančních zdrojů lze očekávat, že vlastní prostředky podniků porostou. Pro 9. pětiletku se uvažovalo, že ze snížení odvodu ze zisku o 10 % na průměr 57 % zůstane výrobní

¹ K přehledu hlavních budoucích účastníků finančních trhů a k jejich kvantitativním proporcím je nutné vzhledem ke starším údajům přistupovat orientačně, neboť pozice některých subjektů byly ovlivněny změnami v roce 1989 (např. převedení vládních úvěrů do majetkové bilance státu) i ekonomickými pohyby v roce 1990, kdy se již začínají projevovat vlivy některých instrumentů finančního trhu (např. obligace).

sfěře 14 mld. Kčs, což spolu s menšími odvody odpisů (o 4 mld. Kčs) a omezením redistribuce přes nadřazené orgány (o 10 mld. Kčs) dává cca 28 mld. Kčs. Současně se však počítalo i se snížením dotací o min. 20 mld. Kčs. Celkově tedy zvýšení prostředků v podnikové sféře nebude zřejmě tak značné; je třeba však počítat s výraznými individuálními rozdíly a vedle bankovní soustavy aktivizovat i možnosti mimobankovního trhu.

Podnikovou sféru však nelze z hlediska možnosti vstupu na finanční trh považovat za stejnorodou.

Současné právní předpisy a ekonomická pravidla dávají širší možnosti především družstevním organizacím, které si mohou vytvořit různé způsoby získání dlouhodobých peněžních prostředků nebo dodatečného kapitálu formou různých typů družstevních podílů.

Stát

Prostředky státu vedené na bankovních účtech a vytvářející úvěrové zdroje dosahovaly ke konci roku 1988 70 mld. Kčs, pohledávky vůči státu vykázala úvěrová soustava ve výši 4,5 mld. Kčs; stát tedy vystupuje na úvěrovém „trhu“ především jako věřitel. Při omezování centrální redistribuce bude záležet na tom, do jaké míry stát dokáže omezovat rovněž své výdaje. Současná rozpočtová pravidla přitom umožňují, aby stát mohl přijmout úvěr.

Národní výbory

Ke konci roku 1988 evidovala SBČS ve svých úvěrových zdrojích 4,7 mld. Kčs prostředků z rozpočtů národních výborů. Úvěry jsou národním výborům poskytovány spíše výjimečně na záměry realizované v „akci Z“; v roce 1989 zůstatek těchto úvěrů dosahoval 0,5 mld. Kčs.

Omezování centralizované redistribuce přes státní rozpočet bude znamenat snížení dotací rozpočtům národních výborů. Protiopatřením je již v roce 1988 zavedené ponechání části daňového výnosu přímo na úrovni národních výborů. Lze však předpokládat, že značná diference finanční situace národních výborů přecházející z minulosti a mnohdy spočívající na relativně stabilních objektivních příčinách (zalidněnost, přírodní podmínky, ekonomická struktura) bude při motivaci k hospodárnosti a podnikavosti vyžadovat, aby i národní výbory měly možnost získávat zdroje na peněžním trhu a rovněž možnost na tomto trhu finančně investovat. Podmínkou pro to by však měla být vlastnická svrchovanost (např. formou obecního vlastnictví), neboť za současné situace, kdy jsou rozpočty národních výborů značně závislé na státním rozpočtu, lze přenášet závazky NV do výdajové strany rozpočtu.

Obchodní banky a peněžní ústavy

Banky včetně ostatních peněžních ústavů (spořitelny, pojišťovny) vstupují na peněžní trh především jako podnikatelé s cizími propůjčenými fondy; jejich vlastní prostředky jsou v poměru k celkovým úvěrovým zdrojům minimální. V roce 1988 dosahovaly vlastní prostředky čs. peněžních ústavů 17,3 mld. Kčs, tj. zhruba 5 % celkových úvěrových zdrojů.

Po 1. 1. 1990 lze očekávat, že nově vzniklé komerční banky budou usilovat o stálý růst svých úvěrových zdrojů i svého vlastního kapitálu všemi dostupnými způsoby, jak jim to vlastně i ukládají pravidla řízení úvěrové a devizové činnosti bank zpracovaná SBČS.

SBČS se bude jako účastník angažovat především na krátkodobém trhu při poskytování refinančního úvěru. V počátečním stadiu bude rovněž ve větším rozsahu držet dlouhodobé vklady na krytí dočasného redistribučního úvěru. Své obchodní operace na trhu bude podřizovat prosazování svých měnových cílů.

Výchozí struktura potencionálních účastníků finančního trhu v sobě nese mnohé deformace dosavadního hospodářského mechanismu, zejména nepřiměřenou zadluženost podnikové sféry. Úplně také schází speciální organizace zabývající se obchodováním na finančním trhu (investiční společnosti, forfaitin-gové firmy, pojistné a důchodové fondy apod.), které v rámci širší držby různých druhů cenných papírů dokáží krýt výkyvy hodnot jednotlivých cenných papírů a působí tak na stabilizaci trhu — na rozdíl od masy drobných držitelů, která je náchylná k živelným nákupům a prodejm.

V perspektivě je nutné počítat se vznikem těchto organizací a vzhledem k silícím kooperačním a integračním tendencím nelze ve vyšší fázi rozvoje finančního trhu vylučovat ani účast čs. subjektů na zahraničních finančních trzích a naopak.

Pokračování v č. 5/90