

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia*, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49  
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, I. 6141

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia*, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Jiří JONÁŠ: Měnový kurz a platební bilance — 2. část . . . . . 157

Josef JÍLEK: Měnové opce jako nástroj zajištění proti kurzovému riziku . . . . . 165

Miroslav SOUČEK: Makroekonomická predikce české ekonomiky z pohledu Investiční a poštovní banky . . . . . 177

Jaroslav JÍLEK: Kroky ke kvalitním výsledkům české státní statistické služby — 1. část . . . . . 186

Lubomír MLČOCH: Privatizace jako problém institucionálního evolucionizmu . . . . . 198

Jan ZEMAN: Ke kvantifikaci ekologických škod v Československu . . . . . 208

## CONTENTS

Jiří JONÁŠ: Foreign Exchange Rate and Balance of Payments — 2nd Part . . . . . 157

Josef JÍLEK: Currency Options as a Tool for Hedging Foreign Exchange Positions . . . . . 165

Miroslav SOUČEK: The Czech Macroeconomic Outlook 1995—1997 from the View of Investment and Postal Banks . . . . . 177

Jaroslav JÍLEK: Steps to Good Results of the Czech Statistical Service—1st Part . . . . . 186

Lubomír MLČOCH: Privatization Seen as a Problem of Institutional Evolution . . . . . 198

Jan ZEMAN: Quantifying Environmental Damage in Czechoslovakia . . . . . 208

*Opakovaně upozorňuje všechny naše čtenáře na změnu v distribuci našeho časopisu: od 1. 1. 1995 převzala distribuci časopisu a. s. *Economia*. Prosíme Vás proto, abyste se se svými požadavky týkajícími se odběru časopisu obraceli buď na obchodní úsek a. s. *Economia* (tel. 02/282 22 23), nebo úsek předplatného (tel. 02/282 37 54, 282 22 16, 282 23 16; fax pro oba úseky: 02/24 21 49 27). Na Slovensku zajišťuje distribuci a. s. *Ecopress*, Pribinova 25, 810 11 Bratislava, tel.: 07/321 688, fax: 07/210 36 08.*

Redakce

*Zároveň čtenáře prosíme, aby omluvili (tiskárnou zaviněné) chybné umístění (otočení o 180°) tabulky na stranách 132 a 133 čísla 3/95.*

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudolčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

# Privatizace jako problém institucionálního evolucionizmu

Lubomír MLČOCH\*

V článku [Mlčoch 1994a] jsem se pokusil zhodnotit průběh privatizace u nás z hlediska morální filozofie (etiky). Etický pohled převažuje také v mém dřívějším popisu privatizačních vzorců chování [Stiglitz 1993]. Ekonom chce slyšet argumenty v termínech svého paradigmatu, tedy uznává jen hledisko racionality a efektivnosti. Morální pravidla v ekonomii musejí být „ospravedlněna“ teprve důkazem, že např. tvoří „public goods“, jejichž náklady se vyplatí všem účastníkům trhu („justification of moral rules“ — viz např. [Zamagni 1991]). Tato větev „extended rationality“ používá aparátu opakovaných her k analýze chování účastníků institucionálně stabilizovaného trhu. Existují však již i pokusy o podobné přemostění etiky a ekonomie v samotném problému vytváření institucí nezbytných pro fungování trhu — k nim patří především operacionalizace vlastnických práv, tedy privatizace [Heap 1989]. Tento směr uvažování však nebude předmětem tohoto článku. Zde dáme přednost pohledu na privatizaci jako na problém evoluce institucí.

Dnes je již k dispozici četná literatura, v níž se autoři pokoušejí využít poznatků institucionální ekonomie pro studium problému privatizace v postkomunistických zemích [Grosfeld 1994a, b], [Stiglitz 1993], [Stark 1992], [Kenway 1994]. I konference Světové banky ve Washingtonu o rozvojových zemích 94 (k nimž je naše země také řazena) probíhala v rovině institucionální ekonomie.

Privatizace je klíčová institucionální změna, nikoliv však institucionální změna jediná a také ne změna samoučelná. Víra v soukromé vlastnictví nás nezbavuje povinnosti pečlivé ekonomické analýzy: privatizace se nedělá pro privatizaci (tím méně jen pro osobní obohacení lhotejnou jakými prostředky). I privatizace musí být ekonomicky „ospravedlněna“ racionálnější operacionalizací vlastnických práv, účinnějším výkonem „struktur vlastnického ovládnutí“ („governance structures“). Teprve po analýze tohoto druhu je možné uvažovat o přemostění institucionální ekonomie a etiky a snažit se prokázat platnost hypotézy, že i v samotné tvorbě tržních institucí a jejich evoluci lze nalézt ospravedlnění morálních pravidel, že i v procesu privatizace vznikají (či nevznikají) významné veřejné statky, pozitivní externality pro všechny účastníky ekonomického života. Naopak, pokud by převládlo chování „černých pasažérů“ („free riders“), mine se privatizace účinkem co do efektivnosti a racionality institucionálního uspořádání.

---

\* Doc. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Institut ekonomických studií FSV Univerzity Karlovy, Praha  
Redakce příspěvek obdržela 26. 1. 1995.

Tento materiál byl zpracován díky podpoře Grantové agentury ČR.

V tomto příspěvku však bude možné udělat spíše jen první krok v rovině poznatků institucionální ekonomie samotné.

## **Je privatizace vůbec nezbytná?**

Tuto poněkud provokativní otázku si klade John Nellis v [Nellis 1994]. I když na ni odpovídá kladně, podmiňuje efektivnostní výsledek této operace pěti důležitými faktory, které musejí být splněny simultánně. Jedná se o předpoklady vytvoření trhu manažerských služeb, fungujících kapitálových trhů jako prostředku trvalého tlaku na disciplínu manažerů, účinné instituce „exitu“, tj. bankrotů, likvidace a vykoupení podniku s cílem vyměnit management (angl. „hostile takeover“), dále jde o předpoklad neintervenování politiků do hospodářské sféry a konečně o předpoklad, že firmy jsou pod dohledem statutárních orgánů a akcionářů, kteří jsou vedeni svými vlastními zájmy, a nikoli nezainteresovanými byrokraty. John Nellis kromě toho ukazuje i na empiricky doložených případech, že v některých zemích se podařilo dosáhnout obdobně pozitivního výsledku simultánním splněním oněch pěti podmínek dokonce i bez privatizace samotné. Většinu z mých deskriptivních studií z reálného socialismu i koncepty, jichž jsem pro tuto deskripci použil (neparametričnost vnějšího prostředí pro podnik, podnikové koalice vytvářející „převrácenou řídicí pyramidu“ silově neutralizující „řídicí vertikálu“ atd.) lze interpretovat i v pojmech operacionalizace vlastnických práv a účinnosti (či spíše neúčinnosti) převládajících „governance structures“ [Mlčoch 1990].

Ještě preciznější interpretaci reálného socialismu v pojmech teorie vlastnických práv vypracovali P. H. Dembinski [1988] a J. Wiseman [1988]. Z této analýzy jistě pramení potřeba převést kvazivlastnická práva („entitlements“) či poziční vlastnictví („positional property“ — viz D. Stark) reálného socialismu na právní formu vlastnických práv, jaká jsou obvyklá v západních tržních ekonomikách. Kladná odpověď na otázku po nezbytnosti privatizace vyvolává však další otázky typu „jak“ a „kdy“, resp. „jak rychle“. Institucionální evolucionizmus musí odpovědět na zásadní otázky především dvojího typu:

- jak rozumět rekonstrukci tržních institucí z hlediska *časové evoluce historicky chápaných institucí tržní ekonomiky*,
- jakou relativní váhu v procesu institucionálních změn mají mít *organizační opatření racionálního konstruktivismu — především vlády jako garanta celé transformace — na straně jedné a spontánní samoorganizující se síly účastníků rozvíjejícího se trhu na straně druhé*.

Na zodpovězení obou typů otázek pak kriticky závisí celá filozofie a koncepce privatizace a transformace vůbec.

## **Koncepce privatizace a historický vývoj institucí v kapitalistických zemích**

Vyjděme z faktu pozvolného vývoje institucí tržní ekonomiky v západoevropské civilizaci v posledních několika stoletích a z hypotézy, že krach reálného socialismu znamená vlastně potřebu návratu postkomunistických zemí na výše zmíněnou trajektorii. Existuje zde několik variant institucionálního evolucionismu na časové ose. Liberální či pragmatický přístup považuje transformaci za kopii toho, co se osvědčilo jinde („imitovaná evoluce“). Konzervatismus usiluje o návrat zpět k institucím a struktuře vlastnických vztahů před osudovým zblouděním s „celospolečenským vlastnictvím“ („opakovaná evoluce“). Kritický realizmus staví na tom, že i v dnešních kapitalistických zemích je institucionální rámec ekonomiky

předmětem kritiky a návrhů na přebudování (viz např. [Wright 1994], [Rogaly 1994] („anticipovaná evoluce“). A konečně existují stále ještě zastánci „třetí či čtvrté cesty“ [Alexandr Skapska 1994]; těmito se nebudeme zabývat a spokojíme se jen s poukazem na riziko institucionálního avanturizmu.

Tato velmi obecná klasifikace může být přiblížena příklady o patro abstrakce níže, které se vztahují k naší problematice. I. Grosfeld např. klade velmi vážné otázku, zda pro hodnocení institucí kapitálového trhu v postkomunistických zemích jsou tím správným měřítkem instituce vyspělých západních zemí nebo zemí rozvojových, které jdou tržní cestou, či dokonce analogické instituce o jedno století zpět (univerzální banky či banky specializované na komerční a investiční, financování investic novými emisemi či úvěrem ap.). Metodologický problém imitované versus opakované evoluce zůstává dosud nevyřešen. Avšak již naše první zkušenosti po několika letech transformace ukazují, že evolučně nejvyšší institucionální formy mohou být příliš křehké a zranitelné v dobách, které vyžadují od institucí spíše robustnost a stabilitu.

## Dvě pojetí privatizace

Pokud jde o průběh institucionální změny, relativní váhu organizačních kroků „shora“ a spontánních procesů „zdola“, fázování kroků a celkový časový horizont transformace, zdá se užitečné rozlišovat dvě koncepce privatizace. Při hledání vhodných pojmenování váháme: antinomie „šokové“ a „gradualistické“ terapie (J. Sachs), masové rychlé privatizace versus tradiční privatizační techniky, privatizace „shora“ a „zdola“ (S. Kawalec) selhávají. Snad jisté vystižení zásadních rozdílů mezi oběma koncepcemi bude v názvech „krátká cesta“ a „dlouhá cesta“, i když i tyto pojmy — jak se pokusím doložit v dalším — jsou jen zdánlivým odlišením pro rychlost, s jakou se vláda pokusí minimalizovat svou angažovanost v hospodářské sféře: jsem přesvědčen, že vlastní splnění pěti předpokladů Johna Nollise (o nichž byla řeč výše), které teprve „ospravedlňuje“ privatizaci, nebude po „krátké cestě“ o nic rychlejší než po „cestě dlouhé“. (Jen ekonomika nabude dosti odlišných kulturně a sociálně etických specifik.)

**A. „Krátká cesta“:** Vláda provede co nejrychlejší formální změnu především právních institucí, a tím odstartuje spontánní procesy přirozeného výběru. Relativně krátké období změn právních institucí a „prvotního rozdělování společenského kapitálu“ se z povahy věci nedá příliš regulovat, jde o „nevyhnutelně špinavý proces“ (I. Grosfeld); společnost prochází jakýmsi temným tunelem, na jehož konci doufají privatizátoři nalézt světélko. Tím světélkem je uvolnění iniciativy nových vlastníků a víra v „samočisticí schopnosti“ a v selekci spontánních tržních procesů generujících tolik scházející a tolik potřebné ekonomické informace pro zahájení „tvorivé destrukce“. Pragmatizmus a bagatelizování morální stránky „postsocialistické akumulace kapitálu“ jsou doprovázeny přesvědčením, že „až to skončí“, bude se muset dát jasně najevo, že období „Klondyku“ skončilo a „soukromé vlastnictví je od tohoto okamžiku svaté.“

**B. „Dlouhá cesta“:** Vládne přesvědčení, že privatizace je nevyhnutelně dlouhodobý proces, snad na několik dekád. Vláda proto musí mít koncepci pro výkon „corporate governance“, tedy pro řízení státních podniků (deetatizovaných či komercionalizovaných). Nový způsob řízení státních podniků spočívá v tom, že stát se již nevmešuje do mikroekonomického plánování výroby a spotřeby, ale manažerskými kontrakty udržuje disciplínu managementu a stimuluje jej k růstu tržní hodnoty jimi řízených podniků. Soukromý sektor vzniká pozvolnou evolucí

zdola a postupnými dávkovanými privatizacemi státních akciových společností restrukturalizovaných a privatizovaných tradičními technikami.

Je obtížné přiřadit k oběma cestám všechny zastánce. Z okruhu citovaných autorů budou patrně pro „krátkou cestu“ I. Grosfeld, P. Pelikán a jistě také autoři naší privatizace. Pro „dlouhou cestu“ lze nalézt výroky J. Kornaie, W. Andreffa ad. Pokud jde o D. Starka, P. Kenwaye i o mne samotného, je možné formulovat spíše tento problém: Co se stane v reálném světě transakčních nákladů, distribuce moci a „path dependency“ na minulém institucionálním uspořádání, když se architekti privatizace pokusí o uskutečnění „krátké cesty“? Interpretace tohoto pokusu následuje v další subkapitole.

## Dva typy „corporate governance“ a český hybrid

Literatura o „corporate governance“ rozlišuje dva zásadní modely řešení, které jsou více či méně zdařilou stylizací a generalizací historicky se vyvinuvších případů (z autorů, na něž odkazujeme, to jsou I. Grosfeld, P. Kenway, z přednášky na CERGE připomínám Miriam Klipperovou, v poloze obecnější, tj. komparativních ekonomických systémů, jde o známou knihu Michela Alberta „Capitalism contre capitalisme“). Podle historických vzorů se jedná o „německý systém“ a „anglosaský model“ — ve smyslu synonym budeme také hovořit o „insider system“ a „outsider system“. (Ještě stručnější signifikantní označení může být „voting“ a „exit“.) Nebudu zde z úsporných důvodů rekapitulovat charakteristické rysy obou modelů „corporate governance“ a přejdu rovnou k pokusu o charakterizování toho typu „corporate governance“, který se vyvinul u nás v procesu privatizace (zejména její rozhodující větve tzv. „bezuplatného převodu“ — tedy kuponové privatizace) a který — jak se zdá — již má dostatečně pevné strukturální rysy, aby takový pokus mohl být vůbec učiněn. Jedná se o specificky český hybrid obou v literatuře popisovaných modelů. To, že nese rysy specificky českého kulturního prostředí, v němž se rodí, včetně nevyhnutelného stupně „path dependency“ na minulosti, je svým způsobem přirozené a nehovoří to ještě samo o sobě ani pro českou cestu privatizace, ani proti ní. Teprve ekonomická analýza vyvíjejících se institucí „corporate governance“ může dát odpověď na to, zda je to uspořádání „rozvojeschopné“ a zda vůbec, popř. v jakém stupni a jak rychle, dává šanci na splnění výše uvedených Nollisových předpokladů.

Český model nese na jedné straně rysy „insider“ systému, v němž jsou investiční privatizační fondy (IPF) „core“ investory spolu s bankami jako hlavními věřiteli privatizovaných podniků. Dvoustupňový systém statutárních orgánů (představenstvo a dozorčí rada) zakotvený v obchodním zákoníku připomíná také německý systém. Banky mají privilegované postavení a přístup k informacím o ovládaných podnicích, trhy akcií jsou dosud malé a s nedostatečnou likviditou, exit je silně omezen.

Na druhé straně jsou IPF typy institucionálních investorů, jež nejvíce připomínají anglosaské „mutual funds“ s široce diverzifikovaným konečným vlastnictvím individuálních „diků“. Rozpornost postavení IPF se odráží i v zákoně a v rozpacích a váhání zákonodárce ohledně novelizace zákona o investičních společnostech: má, či nemá být zrušeno limitování účasti jednoho IPF v jednom podniku hranicí (20 %)? Motivy „ochrany“ individuálních akcionářů jsou v rozporu s účinností „corporate governance“. Ale mají se vůbec IPF zabývat snahou o efektivní „governance structures“ v podnicích, když něco takového v anglosaském modelu kapitálového trhu vůbec k charakteristikám „mutual funds“ nepatří? (blíže k „dělbě práce“ mezi různé typy finančních institucí [Stiglitz 1993]). A pokud vytváření efektivních struktur vlastnického ovládnání není v „náplni“

IPF, čím úkolem to bude? Problém vidím v tom, že pro úkol privatizace, tj. operacionalizace vlastnických práv a zefektivnění „governance structures“, byla použita instituce, která se na finančních trzích objevila poměrně pozdě a navíc s výrazně specializovanými rysy, k nimž starost o „governance structures“ zrovna nepatří: „mutuals funds“ užívají především rozhodování typu „exit“. Institucionální evolucionista ovšem může argumentovat tak, že právě institucionální investoři se vynořili teprve v průběhu odstartované kuponové privatizace, a to nikoliv naoktrojováním „shora“, ale jako samovolně se rodící invence a inovace „zdola“. Zde už jsme ovšem u jádra problému institucionálního dědictví a „path dependency“ na minulém institucionálním uspořádání.

P. Kewey [1994] je při hodnocení „českého hybridu“ značně skeptický: argumentuje v tom smyslu, že jako by znamenal převzetí toho horšího z obou klasických modelů. IPF — alespoň velká část těch rozhodujících — byly založeny státními finančními institucemi, s nimiž zůstávají spojeny pupeční šňůrou. Samy nejsou s to poskytovat dlouhodobé finance „svým“ podnikům (což bývá považováno za jednu s předností „insider“ systému), jsou jen dalšími prostředníky („intermediaries“) mezi bankami a podniky, jež zvyšují celkové transakční náklady. Na rozdíl od penzijních fondů a jiných institucionálních investorů v „outsider“ systému postrádá P. Kenway jasně formulovaný dlouhodobý cíl IPF. (Můžeme dodat, že samotná procentní sazba poplatků za správu majetku uspokojivou formulací tohoto cíle není.)

Pokud jde o požadované vlastnosti „outsider“ systému, nemá jistě smysl používat argumentů typu: co má být dříve, zda slepice, nebo vejce. Sem by mohly patřit kritické výhrady jako:

- dosud neexistují dostatečně rozsáhlé a dostatečně likvidní trhy akcií a podílových listů;

- schází pravidelný, spolehlivý a veřejný tok informací o privatizovaných podnicích a o jejich „přímých vlastnících“ — IPF;

- nemáme dosud dostatek kvalifikovaných finančních analytiků atd. atp.

Co se mi však jeví jako vážnější, je skutečnost, že se nepodnikají ty účinné kroky v legislativní oblasti a v oblasti antimonopolní, jež jsou považovány za kritické předpoklady pro kompetitivní fungování finančních trhů:

- neexistuje propracované zákonodárství proti zneužívání „insider information“ (naopak převládá přesvědčení, že „insider trading“ je velmi časté);

- není dostatečná legislativa a tlak na vykazování údajů, zejména na nekótovaných trzích akcií;

- antimonopolní zákonodárství a politika v oblasti kapitálových trhů je v plenkách, takže nejenže nelze vyloučit koluzivní jednání finančních institucí, ale např. tzv. Kodex bankovní etiky, podepsaný všemi členy Bankovní asociace, může být — zejména v části 4 (Vztahy bank navzájem) — považován za explicitní, veřejnou dohodu o kolektivním monopolu;

- neprůhlednost chování a cenové politiky „aukcionáře“, zejména nekótovaného trhu cenných papírů, nevylučuje ani spekulativní a koluzivní jednání samotného „koordinátora trhu“.

Za těchto okolností by se ovšem mohla vira zastánců v nastartování generátoru ekonomických informací a procesů selekce „krátkou cestou“ (I. Grosfeld) změnit na iluzi.

Mlčky se předpokládá, že institucionální investoři maximalizují hodnotu jimi spravovaného majetku — především tím, že v pravý okamžik prodávají a nakupují akcie, tzn. trvale optimalizují skladbu svého portfolia v zájmu „nepřímých vlastníků“—individuálních majitelů jejich podílových listů —, řídíce se přitom ekonomickými informacemi, jež generují kapitálové trhy. Za daného institucionálního uspořádání, pravidel hry a distorze ekonomických informací je tato hy-

potéza poněkud školní, učebnicová. Odhalení skutečných cílů institucionálních investorů je úkolem ekonomického výzkumu, a to úkolem neobyčejně obtížným. Kromě přímé zkušenosti (která může být příliš jedinečná) nelze patrně postupovat jinak než metodou „black box“: podle chování na vstupech a výstupech usuzovat na skutečné cíle a vnitřní strukturu černých schránek. Dalším nedostatkem této metody je ovšem také časové zpoždění dané čekáním „na ovoce“.

Dnes lze patrně formulovat jen opatrné a podmíněné hypotézy v tomto směru. Kromě zpracování dílčích informací je nutné se spolehnout i na zkušenost z minulých „vzorců chování“, které mají tendenci se reprodukovat i v institucionálně změněných podmínkách.

## Rekombinované vlastnictví

K pozoruhodným zjištěním dvou studií D. Starka [1992], [1993] je konstatování, že přes odlišné cesty privatizace v různých postkomunistických zemích vykazují výsledky nápadné rysy podobnosti, a to na principu „path dependency“ na někdejší institucionálním uspořádání „reálného socialismu“. Řečeno jinak, váha institucionální „paměti“ čtyř dekad tohoto období se ukazuje silnější než odlišnosti ve strategiích transformace za poslední necelé 4 roky. Nejde o náhradu jednoho systému institucí nějakým zcela novým systémem institucí, ale spíše se jedná o jakousi metamorfózu existujících institucionálních prvků, které se přestrukturují a opět sloučí do institucionálního uspořádání, které je v některých rysech podobné uspořádání minulému. U nás tuto roli „rekombinovaného“ — kdysi státního „všelidového“, nyní formálně soukromého — vlastnictví sehrála institucionální propletenost státních-privatizovaných bank a jimi založených IPF. Rekombinovaní institucionální vlastníci jsou správci obrovských majetků (portfolia zahrnují i několik stovek podniků), často rozsáhlejších, než jakými disponovala někdejší rezortní ministerstva, a tyto institucionální formy jsou prozatím nepříliš účinné. Nepřímé vlastnictví konečných vlastníků (diků) zůstává vysoce diverzifikováno, a je nadále — jako vlastnické právo — dále značně omezené. Jediné faktické právo je právo exitu a i to je podvázáno omezenou likviditou kapitálových trhů.

Patovost institucionálního uspořádání je dána stavem jakési dvoustranné bezmocnosti. Na jedné straně jsou IPF bezmocné z hlediska efektivní „corporate governance“ stovek podniků, které mají ve svých portfoliích, na druhé straně jsou individuální účastníci bezmocní z hlediska své kontroly nad fondy. Jestliže pro státní vlastnictví minulého systému byla charakteristická jakási kvazivlastnická struktura, nyní máme vlastnictví, které je formálně soukromé, ale de facto je kvazisoukromé. Institucionální propojenost a provázanost zakladatelských bank (původně státních, později privatizovaných, v nichž ale nadále Fond národního majetku vlastní 40—45 procentních podílů) a jejich dceřiných IPF, zesílená — snad ještě více „kvalitativně“ než „kvantitativně“ — vzájemným „křížovým“ vlastnictvím bank a fondů, a celková závislost tohoto institucionálního propletence na státu (na vládě) má za následek nový typ státního paternalizmu. P. Kenway [1994] se s odkazem na mé dřívější práce o chování podniku v reálném socialismu domnívá, že dnešní uspořádání je pouhým reprodukováním starých negativních vzorců chování: informační monopol zůstává na podnicích, které zprostředkovávají novým „nadřizeným“ jen účelově filtrované informace (distorted information), podniky jsou dále kontrolovány manažery, kteří snad nanejdříve přibrali do svých koalic nové reprezentanty — IPF. Tito reprezentanti jsou fyzické osoby, které na základě nedokonalých mandátních či jiných smluv mají

zastupovat fondy ve statutárních orgánech. V čí prospěch (cui bono) pracují tyto rekombinované koalice?

Snad nejlépe je možné vystihnout problematičnost výsledku této naší „krátké cesty“ na problému bankrotů. Zákon platí již skoro dva roky, tedy dost dlouho na „rychlou cestu“, a zatím se v sektoru „rekombinovaného vlastnictví“ spíše hledá, kdo by měl být iniciátorem odstartování exitu. Vláda se díky strategii „krátké cesty“ pokusila předčasně vycouvat z té obrovské odpovědnosti, která na ni padala (vědoma si svých omezených možností), a snažila se co nejrychleji převést majetek na nové vlastníky. To se jí však podařilo jen zčásti a jen zdánlivě: v důsledku svých podílů v rozhodujících bankách, v důsledku odpovědnosti za fungování bankovního sektoru vůbec (podrobněji viz k tomuto bodu J. E. Stiglitz [1993]), v němž zvláštní roli hraje státní finanční instituce — Konsolidační banka —, a v důsledku celkové i politické odpovědnosti za makroekonomickou stabilitu celé země, v důsledku toho všeho se ovšem vláda z odpovědnosti za průběh selekce, restrukturalizace a bankrotů ani vyvázat nemohla. Prozatím se však staví na pozici, že jde o věc soukromého sektoru, a sama nehodlá proces bankrotů iniciovat. (Spíše by šlo doložit, jakými novými prostředky zasahování státu do hospodářství pokračuje, což je přirozeně nekonzistentní s jedním z oněch pěti simultánních podmínek Johna Nollise pro efektivnost operace privatizace, o nichž jsme již mluvili.)

Situace v bankovním sektoru by samozřejmě vyžadovala samostatné pojednání. J. E. Stiglitz [1993] poukazuje na jisté rysy omezování soutěže na trzích produktů v politice bank i ve vyspělých zemích, stejně tak jako na to, že informační systémy bank a vedení jejich účetních knih jsou do značné míry v jejich rukou — zvenčí špatně průhledné. V každém případě metodou „černé skříňky“ lze upozorovat více než opatrnou politiku našich bank v otázce bankrotů. Argument, že za dané situace je udržování řady podniků „na resuscitačních přístrojích“ výrazem podnikatelského chování, se nezdá být příliš konstruktivní.

Stručně řečeno: existuje řada podniků nyní již v „poprivatizační agónii“, které neplatí nejen dodavatelům, ale ani finančním úřadům, sociálním a zdravotním pojišťovnám a které — pokud alespoň platí úroky — získávají další špatné úvěry, aby mohly splatit předchozí špatné úvěry. Banky svým způsobem převzaly přerozdělovací politiku státu: cítíce se v konečné instanci kryty vládou, provozují politiku morálního hazardu, na níž se snaží si vydělat úrokovou politikou. Ta ještě stále není rovnoprávná, znamená vlastně chování diskriminujícího (skupinového) monopolu na úvěrových trzích: podniky skutečně soukromé získávají úvěry dražší než podniky dříve státní, nyní vlastněné fondy (a samotnými bankami-zakladateli). Ostatně stát svou politikou vysokých daňových sazeb se dále snaží vytvářet si prostor pro přerozdělovací procesy, jež jsou proti minulosti jen méně průhledné.

Lze předpokládat, že autoři koncepce kuponové privatizace si byli od počátku vědomi toho, že převodem pomyslného podílu občanů na „celospolečenském“ vlastnictví do obchodovatelné formy vznikne ta nejvíce diverzifikovaná forma soukromého vlastnictví, jakou si lze vůbec představit, a že tato forma vlastnictví není schopna z definice vytvořit efektivní „corporate governance“. Tedy: následující evoluce ve změně vlastnické struktury se jistě předpokládala a bylo nesporné, že toto diverzifikované vlastnictví se bude muset opětovně koncentrovat. V tom je shoda. Vlastní problém vzniká teprve v tom, jakou formou, jakými cestami má tato koncentrace vlastnictví probíhat, aby institucionální uspořádání, které takto vznikne, dávalo šance pro úspěšný výsledek celé operace, tj. pro tvorbu efektivních struktur „corporate governance“.

V souvislosti s tím je nutné zkoumat skutečné cíle institucionálních investorů, tj. IPF, a to i s vědomím potíží s tím spojených (viz výše). Budu postupovat meto-



dou „postupných aproximací“ a budu se snažit ukázat jistou „učebnicovost“ předpokladu o maximalizaci hodnoty spravovaného majetku.

1. Přísliby vykoupení akcií, k nimž se uchýlily některé IPF v první vlně privatizace, ukazují již na možnou existenci dosti odlišného cíle institucionálního investora: přímý vlastník akcií podniků se snaží eliminovat konečné (nepřímé) vlastníky — individuální akcionáře — a převzít sám vlastnictví do svých rukou. Posléze vydaný zákon o investičních společnostech sice nedovoluje fondům vykupovat své vlastní akcie přímo, ale toto omezení se ukázalo jako nepodstatné. Buď akcie vykoupil sám zakladatel (jako tomu bylo u České pojišťovny), nebo dojde k založení specializované brookerské firmy, jejímž posláním je vykupovat podílové listy (akcie) „rodinného“ investičního fondu.

2. Smlouvy o budoucí smlouvě, resp. termínové obchody s (budoucími) cennými papíry měly charakter alespoň jisté soutěže: šlo o to, přilákat co nejvíce „oveček“ do fondu, když se posléze ukázaly mnohé sliby jako čistě reklamní a spekulativní. Jakmile však už došlo k rozdělení „oveček“ do jednotlivých ohrad, mohl převzít zájem o převzetí majetku od svých individuálních investorů (namísto správy majetku v jejich prospěch) nabýt nové podoby: institucionální investor totiž může mít paradoxně a zcela v rozporu s učebnicovou hypotézou zájem na poklesu hodnoty svých vlastních akcií či podílových listů!

3. Učebnicově vzato je v „outsider“ systému tím jediným účinným nástrojem, jenž udržuje disciplínu manažerů, permanentní hrozba „hostile takeover“, tedy hrozba „nepřátelského vykoupení“ akcií a výměny managementu, jakmile ten připustí, že cena akcií klesne pod určitou kritickou hodnotu. Účinnost hrozby „hostile takeover“ ovšem kriticky závisí právě na oněch učebnicových předpokladech, za nichž kapitálové soutěžní trhy fungují. Pokud jsou však trhy cenných papírů charakterizovány téměř neškodnou likviditou, absencí výkaznictví či distorzií informací o podnicích a ještě více o IPF samotných a pokud je běžné „insider trading“, bortí se ony předpoklady a hrozba „hostile takeover“ je málo účinná.

4. Za dané situace se otevírají možnosti nastartování kauzálních řetězců, jejichž logika je značně vzdálená klasickým, více či méně soutěžním kapitálovým trhům; vzniká jakási negativní zpětná vazba: špatně operacionalizované „governance structures“ rozsáhlého portfolia fondů neumožňují vyplácet dividendy ani v podnicích, ani v IPF, jež je (ne)ovládají, IPF vykazují ztrátu, snižují hodnotu základního jmění, obchodovatelnost jejich podílových listů, předtím nevalná, dále klesá. Nakonec vzniká šance pro nikoliv „hostile takeover“, ale spíše „cooperative takeover“ zajišťované „rodinnou“ brookerskou firmou. Nástin tohoto modelu je jakousi evolučně vyvinutou metodou postprivatizačního období, která nahradila mnou dříve popsané modely „Dvojčata“, „Pijavice“ či „Řízený bankrot“ z období předprivatizační agónie [Mlčoch 1994b].

5. Výše uvedená hypotéza nemůže být považována za univerzální model. Jednak se může vyvinout opět jen za určitých modelových předpokladů, které tuto perverzní negativní zpětnou vazbu dovolí, jednak se může sama dále rozkošatit do dalších souvislostí a vazeb. Jestliže např. na počátku kauzálního řetězce stojí ztrátovost (ne)ovládaného podniku, lze jí dokonce napomoci, popř. potenciální zisk utopit v nákladech. Tato metoda je zvláště lákavá, neboť umožňuje jakousi skrytou valorizaci aktiv, z níž se posléze bude těšit konečný vlastník (či snad lépe „vyvlastňovatel“). Manažeři našich podniků byli po léta cvičeni v umění účetního vykazování hospodářských výsledků podle potřeby, a tak i v této postprivatizační fázi zůstává „distorted information“ mocným nástrojem. (Např. dobře známé

„černé investice“, již za socialismu financované z nákladů, mohou být typickým příkladem skryté valorizace aktiv.) Tato hypotéza je ovšem také dobře kombinovatelná se všemi možnými formami pokračující „divoké privatizace“, jak ji známe již z předprivatizačního období, s tím rozdílem, že majetkové přesuny mají nyní formálně často nenapadnutelnou podobu. Jestliže si např. koalice manažerů a reprezentantů institucionálních vlastníků v podniku pracujícím k nevyhnutelnému bankrotu (odsouvanému mechanismy popsanými výše) vzájemně odsouhlasí vysoké odměny, nefungující kontrolní mechanismy „corporate governance“ jim v tom nemohou zabránit. A co víc, prostředky takto získané mohou ještě posílit mechanismus negativní zpětné vazby a urychlit „vyvlastnění“ bezmocných „diků“.

## Několik slov závěrem

Teoretický ekonom hlavního proudu ekonomie tihne k uvažování v modelech rovnovážných (konečných) stavů za stabilizovaného institucionálního rámce. Přístupy institucionálního evolucionismu nám mohou pomoci pochopit chování účastníků ekonomického systému i v obdobích, kdy institucionální rámec prodělává velké změny. Je samozřejmě možné zastávat i stanovisko, že ani nestojí za to se oněmi „tranzientními stavy“ ekonomiky zabývat, a své úsilí směřovat k budoucímu „normálu“ ekonomiky, k němuž se jistě dříve či později dopracujeme. Budiž. Pokud jde o mne, zatím jsem za čtvrtstoletí své odborné kariéry zažil jen a jen nestandardní ekonomickou situaci a nestandardní chování účastníků ekonomického života. Snad tedy nepodléhám profesionální deformaci a „neslyším již trávu růst“. Ale nepochybuji o tom, že mí mladší kolegové, kteří se s energií svého mládí snaží také porozumět tomu, co se kolem nás děje, mne v diskuzi, kterou by tento článek mohl vyvolat, mohou přivést ke přehodnocení mých dosavadních a — jak nepopírám — prozatím předběžných závěrů.

J. E. Stiglitz [1993] upozorňuje na jistou nevratnost proběhnuvších institucionálních změn: v našem kontextu je tomu možné rozumět tak, že základní strukturální rysy „českého hybridu“ v „corporate governance“ byly již dány a co se stalo, nedá se již úplně odestát. Institucionální evolucionismus nám však dává možnosti analýzy daného rámce, možnosti predikce jeho dalšího vývoje i jistou šanci na doporučení korekcí institucí. Rekomendace tohoto druhu by však už byly tématem překračujícím možnosti tohoto článku (a snad i dosavadní myšlenkový potenciál autorův).

## LITERATURA

- ALEXANDER, G. S.—SKAPSKA, G.: A fourth way? (Privatization, Property, and the emergence of new market economies) Routledge, New York — London 1994.
- ANDREFF, W.: Le modele francais de privatisation et ses enseignements pour l'Europe centrale et orientale. (Interní materiál.) Paris, Roses (57 stran).
- DEMBINSKI, P. H.: Les économies planifiées. La logique du système. Éditions du Seuil, Paris 1988.
- GROSFELD, I.: Comparing financial systems: problems of information and control in economies in transition. DELTA, CNRS, květen 1994a (31 s.).
- GROSFELD, I.: Evoluční zdůvodnění rychlé privatizace. Politická ekonomie, 1994b, č. 3, ss. 327—38.
- HEAP, S. H.: Rationality in Economics. Basil Blackwell, Oxford 1989.
- KENWAY, P.: The concentration of ownership and its implication for corporate governance in the Czech Republic. University of Reading, č. 288, červen 1994 (33 s.).

MLČOCH, L.: Ekonomická transformace jako morální problém. Teologické texty, 1994a, č. 2., ss. 47–51. (také In: *Etika a ekonomie*. Sborník ze semináře CERGE-NHÚ — únor 1994; diskuzní materiál č. 29 — s. 19–32).

MLČOCH, L.: The etical dimension of the reestablishment of private property in the Czech Republic. Centro Aletti, Roma 1993. (Přetištěno též v: *Ethics of Business in the Transformation Period*. Diskuzní materiál č. 31. CERGE-EI, Praha květen 1994b).

MLČOCH, L.: Chování čs. podnikové sféry. Praha. EÚ ČSAV 1990. (Výzkumná práce č. 348.)

NELLIS, J.: Is privatization necessary? FPD Note No. 7. World Bank. Washington, D.C., květen 1994.

ROGALY, J.: Lead not into temptation. *Financial Times*, 15. dubna 1994.

STARK, D.: *Recombinant Property in East European Capitalism*. (Referát přednesený na výroční schůzi Společnosti pro pokrok socio-ekonomie.) New York City, březen 1993.

STARK, D.: *Path Dependency and Privatization Strategies in East-Central Europe*. Cornell University, Dep. of Sociology, Ithaca, New York 1992 (39 s.).

STIGLITZ, J. E.: *Financial system for Eastern Europe's emerging democracies*. ICEG, San Francisco 1993 (39 s.).

WISEMAN, J.: *Privatization in the command economy*. In: *Privatization and economic efficiency*. Ed.: Ott, A. F.—Hartley, K., London, Edward Elgar 1988.

WRIGHT, S.: *Two cheers for the institutions. The social market foundation*. London, duben 1994.

ZAMAGNI, S.: *Extended rationality, altruism and the justification of moral rules*. Università di Bologna, č. 119, červenec 1991.

## SUMMARY

### **Privatization Seen as a Problem of Institutional Evolution**

Lubomír MLČOCH, Institute of Economic Studies, Charles University Prague

The author's background is in the descriptive analysis of socialist reality from an "insider's perspective". In this paper, he looks at a major topic of central institutional change: Privatization in the Czech Republic. Privatization is analyzed from the point of view of organizational economics. It includes classifying the various ways of evolution (imitation or copy, repeated evolution, anticipated evolution, third way, etc) and two conceptions of the privatization strategy itself. The Czech model of corporate governance resulting from the voucher scheme is characterized as a hybrid of the two world models, i. e. the German and the Anglo-Saxon types of governance structures. The "recombinant property" (D. Stark) of the Czech giant corporations is assessed rather skeptically with the "institutional stalemate" opening the door for the potential speculative secondary redistribution of property instead of actually starting the process of "creative destruction" — i. e. real restructuring.