

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:
Kraťovská 8, 113 02 Praha 1, Nové Město

Telefón: 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

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

Редакция: Краťовска ул. № 8, 113 02 Прага 1, ЧССР

Главный редактор:
Иван Кочарник

OBSAH

Ing. S. POTÁČ: Bankovní systém v přestavbě hospodářského mechanismu	1
Je. RASSKAZOV, k.e.n. — Ing. A. PAVELKOVÁ, CSc.: K otázce úlohy devizového kursu v socialistické ekonomice	6
Doc. ing. M. SYNEK, CSc.: Pyramidová soustava pro finanční analýzu	12

Přestavba hospodářského mechanismu

Ing. T. JEŽEK, CSc.: Obchodní banky a jejich nové funkce: předpoklady a důsledky	18
Ing. A. VAVRO, CSc. — Ing. A. NOVOTNÝ, CSc. — Dr. ing. K. HOJO, CSc.: Hospodářská sféra o princípech nového hospodářského mechanismu	28

Poznámky a zkušenosti

Dr. ing. J. NOVÁK, CSc.: K některým otázkám spořivosti a vybavování domácností předměty dlouhodobé spotřeby	42
Ing. M. GERŽA: Důchodová pozice v plánech zemědělských organizací z pohledu banky	47

Finance a úvěr v zahraničí

Prof. B. V. RAKITSKIJ, dr.e.n.: Zákonitosti a specifika fungování trhu v podmínkách socialistického hospodářství	52
Ing. M. HORČICOVÁ, CSc. — Ing. M. JEŽKOVÁ: Aktivizace finančního trhu ve vybraných socialistických zemích	55

Informace

Ing. I. KOČÁRNÍK, CSc.: 45. kongres Mezinárodního ústavu veřejných financí	67
Ing. P. ZAHRADNÍK: Aktuální problémy sociální politiky v ČSSR a PR	70

СОДЕРЖАНИЕ

С. ПОТАЧ: Банковская система в перестройке хозяйственного механизма	1
Е. РАССКАЗОВ — А. ПАВЕЛКОВА: К вопросу роли валютного курса в социалистической экономике	6
М. СЫНЕК: Пирамидная система для финансового анализа	12

Перестройка хозяйственного механизма

Т. ЕЖЕК: Коммерческие банки и их новые функции: предпосылки и последствия	18
А. ВАВРО — А. НОВОТНЫ — К. ГОЙО: Хозяйственная сфера о принципах нового хозяйственного механизма	28

Заметки и обмен опытом

Я. НОВАК: К некоторым вопросам сбережений и сооруженности домашнего хозяйства предметами длительного пользования	42
М. ГЕРЖА: Доходное положение в планах сельскохозяйственных организаций с точки зрения банка	47

Финансы и кредит за рубежом

Б. В. РАКИТСКИЙ: Закономерности и специфика функционирования рынка в условиях социалистического хозяйства	52
М. ГОРЧИЦОВА — М. ЕЖКОВА: Активизация финансового рынка в избранных социалистических странах	55

Информация	67
----------------------	----

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 Kyslika, CSc., prof. ing. Vladimír Kyzlink, DrSc., ing. Kamil Mikulič, CSc., ing. Oldřich Nepraš, ing. Michal Oláh, CSc., člen korespondent Jiří Petřivalský, 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

kracie. Celý problém spočívá v tom, zda má lid možnost být svrchovaným subjektem ve společnosti. Jestliže může být svrchovaným subjektem, jestliže svrchovanou moc ve společnosti uskutečňuje demokratickou cestou, pak existuje možnost, aby nebylo plánování využíváno pouze jako nástroj příkazovacího a sankčního řízení. V demokratické společnosti, ve které je lid svrchovaným subjektem, se plán stává skutečně demokratickou formou realizace takového centralismu v hospodářství, při němž může trh plně rozvinout své přednosti a zároveň se vyhnout negativním jevům, které pramení z živelnosti a různorodosti činností hospodářských subjektů.

Přeložila: Marie Šimáková

DT: 336.76(1—664)

Aktivizace finančního trhu ve vybraných socialistických zemích

Ing. Milena HORČICOVÁ, CSc. — Ing. Miroslava JEŽKOVÁ

Existence finančního trhu byla v podmínkách administrativně direktivního řízení považována za neslučitelnou s principy plánovitě řízené socialistické ekonomiky. Jestliže se úvěrové vztahy v kapitalistických zemích využívají prostřednictvím úvěrového trhu, v socialistických zemích byly založeny na plánovitě centralizovaném a podrobném řízení úvěru a úvěrových zdrojů. Přešlo se postupně výhradně na formu přímého (bankovního) úvěrování, jež bylo realizováno vesměs jednostupňovou bankovní soustavou s monopolním postavením státní banky ve vztahu k podnikům. Několik let po VŘSR v Sovětském svazu a v ostatních socialistických zemích několik let po 2. světové válce fungovaly ještě ve vnitřních ekonomikách cenné papíry (používaly se šeky, směnky, vydávaly obligace, zejména státní, apod.), avšak s přechodem k přímému úvěrování byly nebankovní formy návratného financování v podstatě zlikvidovány. Pokud vznikaly akciové společnosti, akcie nebyly obchodovatelné, ale po emisi byly distribuovány předem určeným subjektům. V souvislosti s uplatňováním devizového monopolu byl eliminován i devizový trh.

K náznakům změn v poměru k finančnímu trhu jako atributu výhradně kapitalistické ekonomiky došlo v některých socialistických zemích již v 60. letech v souvislosti s pokusy o uskutečnění ekonomické reformy, avšak k prakticky použitelným závěrům se nedošlo. K reálnému obratu, pokud jde o skutečné využití prvků finančního trhu v socialistických zemích, dochází až při uskutečňování ekonomických reforem v 80. letech.

Maďarsko

V Maďarsku ekonomická reforma byla již od 60. let postavena na využívání zbožně-peněžních vztahů. Bylo spíše otázkou času, kdy se pozornost soustředí

na otázku obnovení úlohy finančního trhu v ekonomice. Impulem se stala reálná ekonomická situace koncem 70. let, kdy se vyostřil problém omezených zdrojů v konfrontaci s potřebou nevyhnutelných strukturálních změn; začaly se hledat nástroje a mechanismy, které by tuto situaci pomohly, resp. umožnily řešit. V ekonomických diskusích vykrystalizoval požadavek mobilizace zejména vnitřních zdrojů a uvolnění pohybu kapitálu v ekonomice prostřednictvím tržního mechanismu, tedy finančního trhu. Pro nás jsou cenné jednak poznatky z těchto diskusí, jednak to, že právě v Maďarsku se již v první polovině 80. let začaly tyto představy reálně uskutečňovat a k dispozici jsou i praktické poznatky z fungování prvků finančního trhu v socialistické ekonomice. Zdrojem poznání a poučení může být i legislativní úprava.

Z evropských socialistických zemí Maďarsko první přešlo na dvoustupňový bankovní systém, a to od 1.1. 1987. Poměrně značně členitý bankovní systém zakládá prvky konkurence a postupně hledá jiný model úvěrové politiky, který by nebyl založen výhradně na úvěrovém rozpisu. Za tím účelem získávají obchodní banky zdroje nejen formou refinančních úvěrů od Maďarské národní banky (MNB), ale i od obyvatelstva formou depozitních certifikátů a od podniků možností ukládat jejich volné finanční prostředky na účtech. Do maďarské hospodářské praxe se vrací směnka a směneční oběh a s tím spojený eskontní úvěr obchodních bank a reeskontní úvěr centrální banky (právo využívat směnek mají však se souhlasem banky jen podniky trvale úvěruschopné). Od roku 1988 začaly obchodní banky vydávat pokladniční poukázky ke krytí přechodného deficitu státního rozpočtu v průběhu roku. Značným tempem se v Maďarsku rozvíjí emise a obrat cenných papírů, zejména obligací. Význam tak zřejmě mohou už v blízké budoucnosti – kromě jiných nástrojů měnové politiky – získat operace na volném trhu.

První cenné papíry v Maďarsku byly experimentálně emitovány v roce 1981. Šlo o tzv. komunální obligace, emitované spořitelny jako protihodnota na krytí investičních úvěrů poskytovaných národním výborům. V roce 1982 byly vydány vládní obligace podobného charakteru. Úroková míra v těchto experimentálních obligacích činila 5,5 až 7 %. O tyto obligace obyvatelstvo nemělo velký zájem.

1. 1. 1983 vstoupila v platnost vládní vyhláška s mocí zákona o obligacích, která opravňuje podniky k vydávání obligací. Vydávány jsou rovněž státní obligace, o něž však je malý zájem (úroková míra 4 % oproti podnikovým s 12 až 13 %, později až 16 %).

Značná část vydaných podnikových obligací je navíc spojena s výhodami pro majitele, např. v podobě přednostního napojení na plynovodní síť či zavedení telefonu atd., což výrazně usnadnilo jejich prodej.

Podle zákonné úpravy z roku 1982 jsou obligace převoditelné, nicméně druhotný (sekundární) trh umožňující skutečnou převoditelnost se začal institucionálně vytvářet až – resp. již – v roce 1984. Organizovala ho tehdejší Státní rozvojová banka (dnešní Budapestbank), později se připojily MNB, státní spořitelna a obchodní banky, takže vznikly čtyři oddělené druhotné trhy, které byly koncem roku 1987 sjednoceny.

K významným změnám došlo v roce 1988, mimo jiné i v souvislosti s daňovou reformou:

- byla zrušena veškerá administrativní omezení, takže obligace může nakoupit kdokoli, pokud okruh kupujících neomezí sám vydavatel obligací;
- u obligací vydaných po 1. 1. 1988 zanikla státní záruka a výnosy podléhají dani z příjmu;
- banky a spořitelny začaly vydávat depozitní certifikáty pro obyvatelstvo k rozšíření vlastních zdrojů;

— k financování schodku státního rozpočtu jsou vydány první pokladniční poukázky se splatností 3, 6, 9 měsíců a úrokem 8, 9, 10 %. Celkový objem pokladničních poukázek v roce 1988 činil 15 mld. HUF.

Trh obligací od svého vzniku v roce 1983 vzrůstal exponenciálně; překvapením byl zájem obyvательства, s jehož zdroji původní záměr počítal jen v omezené míře, neboť se soustředil spíše na přeskupení prostředků mezi podniky.

Koncem roku 1987 dosáhla hodnota obligací v oběhu téměř 3 % hrubého domácího produktu a 8 % celkových vkladů. Růst obligací byl vyšší než růst úspor. S touto skutečností může souviset i to, že banky začaly v roce 1988 vydávat depozitní certifikáty k doplnění vlastních zdrojů (jako reakce na odčerpávání vkladů obligacemi).

Změny (časté tím spíše) jednoznačně vedou k nejistotě na trhu, která je navíc posilována dosud zcela nepřekonanou nedůvěrou zejména obyvательства a obavami o majetek. V Maďarsku to bylo evidentní v roce 1987, a zejména pak v roce 1988, kdy po zrušení státní záruky a zdanění výnosů došlo k drastickému poklesu poptávky po obligacích (tím i k poklesu jejich kursu) a banky byly nuceny intervenovat.

Trh akcií je v Maďarsku teprve v počátcích. S jeho existencí počítá již zákon z roku 1988 o hospodářských sdruženích, který je zásadním legislativním dokumentem k usnadnění realokace kapitálu v Maďarsku, přestože vstoupil v platnost v nerovinných tržních podmínkách. Dokládá opět snahu Maďarska řešit otázku finančního (kapitálového) trhu komplexně a všemi směry mu uvolňovat cestu. Současně vstoupil v roce 1988 v platnost i zákon o akciích, kterým se novelizuje zákon z roku 1975 a který umožňuje vydávat akcie, jež mohou kupovat také obyvatelé. Současně se však vyskytují obavy, že soukromí investoři, resp. zprostředkovatelé (banky) budou muset obchodovat s akciemi bez náležitých informací, neboť k emisi akcií nemusí akciová společnost využít služeb banky nebo peněžního ústavu. Sekundární trh akcií je stále nahodilý, do budoucna se však očekává jeho nárůst. Odhaduje se, že v roce 1988 vlastnilo 8 % obyvательства buď akcie, nebo obligace. Kapitalizace v roce 1988 dosáhla 120 mld. HUF, zatímco celkový obrát cca 20 mld. HUF. V akciích bylo drženo cca 50 mld. HUF, 40 mld. HUF v obligacích a zbytek v jiných cenných papírech (směnky, certifikáty o depozitech).

Dosavadní zkušenosti vedou přes dohody o koordinaci obchodu s cennými papíry a malé koordinační instituce k potřebě vytvořit komplexní rozvojovou koncepci trhu cenných papírů a burzy.

Je třeba poznamenat, že v Maďarsku je veškerá aktivita v tomto směru vyvíjena s představou cílového řešení, které nezůstává jen u emise cenných papírů jako takových, ale předpokládá existenci všech podstatných podmínek, prvků a vazeb finančního trhu.

Zároveň se v Maďarsku projevuje pevná vůle nesejít ze zvolené cesty a pro dílčí, byť dosti značné problémy neodsoudit celý projekt, ale spíše hledat východiska z problémů a systém zdokonalovat, resp. vytvářet.

Polsko

V Polsku je rozvoji finančnětržních vztahů přikládán klíčový význam; vyplývá to z řady oficiálních dokumentů (program realizace II. etapy ekonomické reformy, plán konsolidace národního hospodářství na léta 1989—1990), vystoupení představitelů vlády i z odborného tisku. Pro nás jsou cenné poznatky z poměrně obsáhlé diskuse k účelnosti a možnosti uplatnění finančního trhu v polské ekonomice (která se rozvinula zejména od poloviny 80. let), dále legislativní úprava (která se postupně již od začátku reformy vyvíjela a v současné

době krystalizuje v komplexní systém). V praktické sféře — jak pokud se týče institucionální stránky, používání příslušných nástrojů, tak faktického pohybu peněz přes finanční trh — patří Polsko mezi začátečníky a zkušenosti jsou velmi malé; výjimkou zde je devizový trh (resp. jeho zárodky v podobě devizových aukcí), kde naopak Polsko patří mezi evropskými socialistickými zeměmi k průkopníkům.

V oblasti praktických zkušeností lze v Polsku hovořit zatím o cenných papírech, zejména obligacích — přesněji spíše o experimentech s nimi než o trhu cenných papírů. Kategorie cenných papírů se do ekonomického slovníku vrátila zákonem z 31. 7. 1985, který ve finančním hospodaření státních podniků vytváří možnost získávat finanční prostředky na rozvoj cestou emise obligací. O zavedení obligací rozhodlo usnesení rady ministrů z 22. 11. 1985. Tento normativní akt však obsahoval značná omezení. Především možnost emise obligací byla omezena jen na státní podniky a kupujícími mohly být pouze právnické osoby (nikoli obyvatelstvo) a nemohly soukromé podniky. Emise obligací si vyžadovala projednání a souhlas ministerstva financí. To dávalo souhlas i k tomu, zda prvonabyvatel má, či nemá právo odprodeje; odprodej byl možný jen jinému podniku (pokud se takový zájemce našel).

Bankovní systém (v té době pro tyto účely představovaný prakticky Polskou národní bankou) mohl pro podnik vykonávat činnosti spojené s emisí a obsluhou obligací, avšak povinnost skupovat v rámci sekundárního oběhu obligace neměl. Již v tehdejší zákonné úpravě bylo založeno specifikum — možnost vázat prodej obligací na přednostní získání zboží či služeb od emitenta. Úrok měl být — vzhledem k dlouhodobé splatnosti obligací (5–15 let) — vyšší než nejvyšší úrokové sazby z depozit, avšak v případech vázaných obligací to neplatilo.

Za platnosti této právní úpravy získaly souhlas ministerstva financí k emisi obligací tři podniky v celkovém objemu cca 20 mld. PLZ: Katowickie Zakłady Graficzne 400 mil. PLZ (za 6%ní úrok), Fabryka Samochodów Ciężarowych w Starachowicach 17 mld. PLZ (za 1%ní úrok) a Zakłady Włókien Chemicznych w Tomaszowie Mazowieckim 2 mld. PLZ. Podniky neměly povinnost ohlašovat skutečný objem prodaných obligací; předpokládá se však, že všechny obligace — protože byly spojeny s přednostním nákupem nedostatkového zboží — byly prodány. Katovické grafické závody již zrealizovaly investice financované z emise obligací a dosahují efekty, jež značně převyšují původní předpoklady.

Vyskytly se i první pokusy s emisí podnikových akcií s tím, že budou prodávány pracujícím daného podniku; státní podniky si tak chtěly opatřit prostředky na investice. Emise se však vesměs setkaly s výhradami ministerstva financí. Z tiskových zpráv je znám pokus lodžské textilky Uniontex. Samozřejmě existuje právo vydávat akcie u akciových společnostech. Rozprodej těchto akcií však neprocházet trhem; prodávaly se přímo předem vybranému okruhu akcionářů.

Významný krok k restauraci finančního trhu v Polsku představuje soubor zákonů, jež vstoupily v platnost od začátku roku 1989. V duchu filozofie polské ekonomické reformy — zrovnoprávnění sektorů — jsou vytvořeny legislativní předpoklady pro to, aby finanční trh napomáhal volnému pohybu finančních i materiálních prostředků mezi hospodářskými subjekty s různou formou vlastnictví.

Za mimořádně důležitou pro zaktivizování kapitálového trhu se považuje přestavba kapitálové struktury státního podniku (zákon o finančním hospodaření státního podniku z 31. ledna 1989). Vzniká dvousložková majetková struktura: rozdělení vkladu státní pokladny (zakládací fond) a přínosu samofinancujícího se podniku (podnikový fond). Ze zakládacího fondu bude podnik státu platit dividendu odpovídající základní úrokové míře. Existují i názory, že by

se veškerý vlastní kapitál měl přeměnit na kapitál akciový (vidí se v tom forma spojení pracujících s daným podnikem); sporný je však klíč prodeje těchto akcií a další, zejména vlastnickoprávní a řídicí otázky, takže nelze předpokládat, že tento návrh bude skutečně bezezbytku realizován.

Integrovaní složkou konstrukce finančního trhu jsou nové bankovní zákony (zákon o bankovním právu z 31. 1. 1989 a zákon o Polské národní bance z 31. ledna 1989), jimiž se uskutečňuje přechod na zprostředkování úvěrování. Nově vzniklé obchodní banky mají zajistit hospodářským subjektům svobodu volby bankovní instituce. Předpokládá se možnost přelévání zdrojů mezi bankami. V nových bankovních zákonech je řada ustanovení o operacích s cennými papíry (banky mají právo emitovat i vlastní cenné papíry), obchodní banky by měly zajišťovat i sekundární trh cenných papírů. Na významu opět nabývají šeky i směnky.

V platnost vstoupil zákon o obligacích z 27. 9. 1988. Oproti předchozí právní úpravě dochází k značnému uvolnění. Obligace mohou emitovat nejen právnické osoby státního sektoru, ale i soukromého sektoru, přičemž k emisi není potřeba souhlasu ministerstva financí. Ten je potřebný nadále tehdy, jestliže jde o emisi obligací svázaných s přednostním nákupem (jde tedy o antimonopolní opatření). K uvolnění dochází i na straně poptávky, neboť obligace mohou kupovat právnické i fyzické osoby. V zákoně je upravena řada dalších otázek, jako maximální hodnota emise; povinnost emitenta ve sdělovacích prostředcích předem emisi ohlásit; zdroje, ze kterých může státní podnik obligace nakupovat; možnost pověření banky nákupem a prodejem obligací atd. O institutu burzy v zákoně zmínka není.

Dovršením utváření kapitálového trhu má být připravovaný zákon o akciích.

V platnost vstoupil rovněž nový zákon o devizovém právu z 15. 2. 1989, který značně liberalizuje pohyb deviz v národním hospodářství jak pro právnické, tak pro fyzické osoby.

Hodnocení zkušeností a výsledků zavádění finančnětržních vztahů v Polsku se může opírat zatím jen o situaci, která existovala před novou právní úpravou. Nové mechanismy prakticky ještě neměly čas začít působit.

Pokud jde o zárodky kapitálového trhu umožněním emise obligací, ukázalo se, že přílišná omezení jak na straně nabídky, tak poptávky vedla k malému zájmu o tuto formu. Specifickým problémem Polska je, že reakce jednotlivých subjektů je deformována vysokou nerovnováhou na trhu a inflací. Nerovnováha vede k spojování obligací se zbožím a ty tak nejsou čistě finančním nástrojem. Inflace pak eliminuje zájem investovat do obligací, neboť nepřinášejí efekt. Negativně působila i neexistence sekundárního trhu, a tudíž malá likvidita cenných papírů. Uvádí se také, že v Polsku je málo mobilizovatelných zdrojů.

Sovětský svaz

V Sovětském svazu je v období přestavby zdůrazňován význam zbožně-pe-
něžních vztahů a v této souvislosti logicky vyvstává i potřeba přehodnotit úlohu
finančnětržních vztahů v socialistické ekonomice. Pro nás je zajímavá diskuse,
která se v posledním období v SSSR rozvíjí; je však třeba mít na zřeteli, že
fakticky nejde o diskusi k otázkám finančního trhu jako takového, ale k problému
na jedné straně značně užšímu (prakticky se jedná o jeden druh cenných
papírů — akcie) a na druhé straně značně širšímu (diskutuje se vlastně jedna
ze zásadních otázek, a to charakter vlastnictví za socialismu). Účelnosti a mož-
nosti fungování finančního trhu v socialistické ekonomice se diskuse pouze do-
týká, resp. omezuje se zejména na aspekt efektivního využívání úspor obyvatel-
stva a na propojení zájmu pracujících se zájmy podniků. Legislativní úprava je

v začátcích. V praktické sféře, jak pokud jde o institucionální stránku a příslušné instrumenty, tak objemy prostředků, jsou zkušenosti nevelké. Devizový trh (aukce) se teprve začal v loňském roce v malé míře rozvíjet. Zdá se však, že záměry do budoucna, pokud jde o rozvoj finančního trhu, jsou ambiciózní.

I když v SSSR již došlo od 1. 1. 1988 k reorganizaci bankovní soustavy, dá se říci, že k decentralizaci úvěrového fondu se příliš nepokročilo a o úvěrovém trhu – i při existenci více státních bank a vzniku celé řady družstevních a akciových bank – v pravém slova smyslu hovořit nemůžeme.

V oblasti praktických zkušeností stojí za zmínku experimenty s cennými papíry. V Sovětském svazu byla dána přednost akciím, i když přísně vztato jde spíše o kombinaci akcie a obligace („akcie“ má dividendu závislou na výši dosaženého zisku, nikoli stanovenou pevným procentem, avšak nezakládá vlastnické a rozhodovací právo, je spíše půjčkou na úrok). Podniky, ale i družstva začaly emitovat akcie v první fázi víceméně živelně. Zákon o státním podniku totiž zvýšil zainteresovanost podniků a podnikových kolektivů na výsledcích výroby a využívání fondů a vyvolal zájem organizací získat prostředky na modernizaci a rozvoj. Problémem bylo, že tímto způsobem si chtěly opatřit prostředky i podniky špatně hospodařící, kterým byl odmítnut úvěr; přitom v souladu se zákonem o podniku stát neodpovídá za závazky podniku a nemůže být ani garantem dividend a prostředků vložených do akcií. Ministerstvo financí proto k prvním emisím přistupovalo spíše rezervovaně. Určitá živelnost se projevovala i v tom, že akcie nebyly tištěny ve formě, jež cennému papíru odpovídá. Pomoc emitentům poskytovala zejména Spořitelní banka, která na sebe často přebírala administrativní agendu evidence včetně výplaty dividend. Je zajímavé, že právě Spořitelní banka poskytovala odbornou a metodickou pomoc, i když tak vlastně podporovala „konkurenci“ v odčerpávání potenciálních vkladů. O akcie byl totiž poměrně značný zájem mezi obyvatelstvem. Svou úlohu zde zřejmě sehrál fakt, že v SSSR je poměrně nízký úrok z depozit (u jednoročních 3 %, u desetiletých certifikátů 4 %) a dividendy z akcií vesměs slibovala výnos od 5 % výše. V první fázi šlo především o „pracovní akcie“, které si kupovali zaměstnanci daného podniku či družstva. Získané prostředky byly používány na rozvoj podniku, ale i na zlepšení sociálních podmínek v organizaci.

V posledních asi dvou letech začaly více vznikat akciové společnosti, které vytvářejí zainteresované organizace např. k zajištění určitých služeb apod. Tímto způsobem vznikla již i celá řada bank. Jde o specifickou formu sdružování prostředků, která se v podmínkách samofinancování zřejmě osvědčuje, neboť vede k bezprostřední zainteresovanosti zúčastněných akcionářů na efektivnosti činnosti.

O celkovém rozsahu dosud emitovaných akcií, počtu podniků uplatňujících „pracovní akcie“ či počtu nově vzniklých „akciových společností“ nejsou informace dosažitelné (v začátcích nebyla jednoznačně řešena otázka registrace). Z tiskových zpráv je možné soudit, že došlo k určitému „boomu“, avšak vzhledem k rozsáhlosti sovětské ekonomiky, resp. celkovému objemu finančních zdrojů, se lze domnívat, že zatím jde spíše o zlomek a že rozsah a význam nelze přeceňovat ani porovnávat se situací, která se na tomto poli vytvořila např. v Maďarsku. Nejsou také zatím zprávy o tom, že by fungoval nějaký sekundární trh, resp. spíše sekundární oběh.

Přesto však rychlý vývoj v emisi cenných papírů (akcií) si vyžádal legislativní úpravu. Jde o usnesení rady ministrů SSSR O vydávání cenných papírů podniky a organizacemi z 15. 10. 1988. Jsou zde stanoveny podmínky, za kterých je možné cenné papíry vydávat. Podnikům a dalším organizacím převedeným na plný chozrasčot podle zákona o státním podniku se povoluje vydávat dva druhy akcií: 1. akcie kolektivu pracujících umístované mezi členy tohoto kolektivu.

2. akcie podniků umístované mezi jiné podniky a další organizace, dobrovolné společnosti, banky a družstevní podniky; akcie podniků mohou vydávat také obchodní banky. Rozhodnutí o vydání akcií schvaluje u akcií pracovního kolektivu schůze tohoto kolektivu, u akcií podniků vedení podniku po dohodě s radou pracujících; povolení k emisi podnikových akcií a jejich volnému prodeji vydávají republikové, oblastní a krajské ústavy Gosbanku ve spolupráci s bankou uvěřující podnik. Banky také vypracovávají postupy a evidují pohyb akcií prodávaných podniky včetně jejich dalšího odprodeje. Státním podnikům a bankám se povoluje nakupovat akcie, které se dostanou do volného prodeje, z prostředků fondů ekonomické stimulace; dobrovolné společnosti, družstva a další organizace mohou používat k nákupu všechny volné prostředky. Ministerstvo financí a jeho místní orgány jsou pověřeny registrací akcií, kontrolou jejich vydávání a pohybu. Státní tiskárna cenin ministerstva financí má uloženo zabezpečit zhotovení akcií pro emitenty. Jsou určeny podmínky výplaty dividend z akcií a způsob zahrnování důchodů z akcií do hospodářského výsledku pro účely zdanění; důchody z akcií pracovního kolektivu jsou zdaňovány stejně jako mzdy. Banky mají podnikům poskytovat podle komisionářských zásad služby při umístování akcií, úschově, získávání dividend a dalším odprodeji akcií; komisionářský poplatek nesmí převyšovat 0,2 % hodnoty umístěných akcií. Vydání akcií pracovního kolektivu a podnikových akcií je forma mobilizace finančních prostředků, která nemění statut podniků (nestávají se akciovými společnostmi).

Při hodnocení zkušeností Sovětského svazu musíme vycházet z toho, že zatím šlo jen o první pokusy se zaváděním finančetržních vztahů, resp. o mobilizaci finančních prostředků, které byly částečně právně upraveny teprve nedávno. Úloha bankovního systému se teprve začne krystalizovat. Ukázalo se, že emise akcií v podmínkách sovětské ekonomiky se setkala se značným zájmem jak ze strany emitentů, kteří tím řešili nedostatek zdrojů způsobený mnohdy i určitou nepružností bankovního systému, tak ze strany pracujících, kteří získali možnost lépe zhodnotit své úspory a zároveň podpořit rozvoj svého podniku, tak ze strany podniků, které nákupem akcií podporují rozvoj podniku, na jehož výrobcích mají zájem. V Sovětském svazu, kde v některých oblastech je spořivost nízká (a občané drží raději hotovost), akcie zřejmě umožní mobilizovat dodatečné volné zdroje. Podceňovat nelze ani regionální efekt (prostředky jsou využívány v oblasti, kde byly vytvořeny, a v její prospěch) a řešení nerovnováhy na trhu odložením kupní síly. Ukazuje se, že výnos dividendy může být (za předpokladu nízkého tempa inflace a důvěry v lepší nasycení trhu v budoucnu) značným stimulem.

Bulharsko

V Bulharsku se výslovně o finančním trhu uvažuje pouze v rovině teoretické, v oficiálních pramenech se o něm zatím nehovoří. Probíhající reforma hospodářského mechanismu však směřuje k využívání zbožně-peněžních vztahů a tržních mechanismů, neboť i Bulharsko pocítilo negativa direktivně administrativního řízení ekonomiky v podobě nevyhovující struktury, nízké efektivity, zhoršující se situace na vnitřním trhu a inflace. Pro řešení některých těchto problémů se počítá s využitím cenných papírů; byly již učiněny i první kroky, zejména legislativního charakteru. Podle dostupných pramenů k emisi cenných papírů zatím nedošlo. Pokud jde o devizový trh, Bulharsko přistoupilo k pořádání devizových aukcí.

Od roku 1988 je vytvořena dvoustupňová bankovní soustava jako základní předpoklad úspěšnosti nového hospodářského mechanismu. Krátkodobé, pro-

vozní úvěrování dosud není v kompetenci obchodních bank, ale Bulharské národní banky, takže nelze hovořit o oddělení v pravém slova smyslu. V Bulharsku nebyl zrušen obchodní úvěr; je tedy možné čekat oživení tohoto instrumentu.

Základním právním dokumentem, který opravňuje firmy k vydávání obligací a pracovních akcií a současně stanoví podmínky a způsob jejich vydávání, je výnos č. 56, o hospodářské činnosti, vydaný Státní radou BLR v lednu 1989, a navazující prováděcí předpis. Tento výnos dále specifikuje pojem „akciová firma“ a zásady dispozice s akciemi těchto firem. Zákon nebo jiný právní dokument, který by upravoval pohyb cenných papírů a obchod s nimi, dosud nebyl vydán. Lze se tedy domnívat, že se zatím s organizovaným sekundárním trhem nepočítá, zejména i vzhledem k nutnosti nejprve provést i druhou fázi přestavby bankovní soustavy.

Obligace mohou kromě firem vydávat také lidové rady. Obligace jsou na držitele a na jméno; mohou je kupovat fyzické i právnické osoby. Emise nesmí být vyšší než 50 % hodnoty statutárního fondu, resp. ročního příjmu rozpočtu. Větší emise je možná jen se zárukou banky nebo jiné firmy. Splatnost obligací je zásadně delší než 10 let. K organizaci prodeje, vyplácení úroků a splácení obligací uzavírá vydavatel smlouvu s libovolnou obchodní bankou; banky tyto služby poskytují za úplatu. Převod obligací na jméno musí být zapsán ve zvláštní knize v bance.

Za obligace emitované lidovou radou mohou převzít záruku firmy, banky nebo stát, za obligace vydané firmami pak jiné firmy nebo banky.

Příjmy občanů z obligací nepodléhají zdanění. Úrokové sazby v tomto výnosu nejsou stanoveny.

Pracovní akcie je cenný papír na jméno vydaný firmou pro členy pracovního kolektivu firmy. Nominální hodnota pracovních akcií spolu s prodanými obligacemi nesmí přesáhnout 50 % výše statutárního fondu vydavatele.

Občané jsou osvobozeni od daní a poplatků za vyplacenou nominální hodnotu pracovních akcií. Převod akcií je možný pouze mezi členy téhož pracovního kolektivu firmy.

Z teoretických diskusí vyplývá, že úvahy o možnosti emise cenných papírů jsou motivovány především potřebou posílení samofinancování podniků a dále představou, že tak dojde ke snížení nerovnováhy mezi nabídkou zboží a peněžními prostředky obyvatelstva.

Zdůrazňuje se však, že dosud neexistují dostatečně pevné záruky proti neoprávněnému zásahu nadřízeného orgánu do činnosti podniku, což zvyšuje riziko majitelů akcií.

Další smysl cenných papírů spočívá v tom, že centrum přestane mít monopol na přelévání prostředků z podniku do podniku a restrukturalizaci. Naplnění tohoto smyslu je však možné jen při existenci druhotného trhu.

Uvažuje se rovněž o tom, aby emitované obligace byly spojeny s výhodami při koupi zboží a služeb.

Čína

Čína je v rozvoji finančnětržních vztahů ze socialistických zemí zatím nejdále. Je jim věnována prioritní pozornost ze strany čínských ekonomů a závěry diskusí vesměs vyznívají v podporu těchto vztahů (i když se poukazuje na odlišnosti od kapitalistického finančního trhu a na problémy, které musejí být řešeny). Také zde je „horkým tématem“ otázka akciového systému; názory se liší, existují i odpůrci, avšak vědci se kloní k názoru, že akciový systém je důležitý pro reformu státního vlastnictví a má se stát základní ekonomickou formou,

protože zabraňuje anonymní odpovědnosti a umožňuje obnovit spolupráci mezi vlastníky, manažery a dělníky; přispívá tak k růstu efektivnosti. Podle zpráv zahraničního tisku lze soudit, že rozvoj vnitřního finančního trhu a výrazné zapojení do mezinárodních finančních trhů mají silnou politickou podporu; stranické a státní vedení považuje bankovní reformu a rozvoj finančního trhu za klíčový bod celého plánu reforem. Také v praktické sféře jsou zkušenosti Číny v porovnání s ostatními socialistickými zeměmi větší. O legislativní úpravě nemáme konkrétnější představu, také informace, pokud jde o institucionální stránku a nástroje, jsou spíše kusé. Přesto z nich lze usoudit, že Čína programově směřuje k obnově finančního trhu, a to komplexně, ve všech jeho segmentech. V srpnu roku 1986 viceguvernér Čínské lidové banky (centrální banky) oficiálně prohlásil, že cílem čínských měnových programů je vytvoření silných a opravdových peněžních trhů, kde se zpočátku bude usilovat soustřeďovat na trh bankovních úvěrů, obchodních směnek a krátkodobých cenných papírů. Cílovým řešením má být zavedení kapitálového trhu, tedy akcií a obligací jako zdrojů dlouhodobého financování. Vláda k dosažení těchto cílů podniká příslušné kroky, i když je oficiálně označuje jako experiment. Nelze však přehlédnout, že v praxi banky, zejména v určitých oblastech, zaujaly finanční trhy takové postavení, že od experimentu s nimi by bylo těžké ustoupit.

Čína byla první socialistickou zemí, která začala opouštět převzatý sovětský model bankovní činnosti založený na úvěrovém plánu jako hlavním nástroji úvěrové politiky. K 1. lednu 1984 došlo k oddělení centrální emisní banky a přesunutí komerčních funkcí na obchodní banku, resp. banky a specializované ústavy, které vznikly. Začala se uskutečňovat nová úvěrová politika, kde se vedle působení úvěrového plánu uplatňovaly i další metody. Od druhého pololetí 1984 bylo bankám povoleno získávat mezibankovní půjčky. Ze začátku se systém mezibankovních půjček soustřeďoval do pěti klíčových míst (Šen-jang, Čchung-čching, Kanton, Wu-chan, Chang-čou), koncem roku 1986 byl rozšířen i na jiná místa. Byl také povolen mezipodnikový úvěr (i když v omezeném rozsahu) a v roce 1986 zaveden eskont směnek bankami. Od dubna 1985 mohou státní obligace sloužit jako garance hypotečních úvěrů. Objem obligací a akcií roste.

Centrální banka podporovala rozvoj horizontálních vztahů mezi bankami ke korigování nerovnováhy ve zdrojích. Velké specializované banky začaly uskutečňovat mezibankovní operace značně neformálně již v roce 1985, avšak omezovaly se na svou oblast. Proto se nevytvořil integrovaný systém, který by Pekingu dovoloval pravidelně intervenovat na měnovém trhu v Šanghaji či Šen-jangu, kde byla aktivita nejintenzivnější.

V srpnu 1986 začal svou činnost mezibankovní šanghajský peněžní trh. Spočívá v každotýdenním setkávání představitelů všech bank, na kterém si navzájem nabízejí úvěry. Experimentální peněžní trhy se zavedly i v dalších místech. Šanghajský trh je prvním případem, kdy přesun krátkodobých úvěrů mezi bankami nebyl kontrolován státem; znamená to odklon úvěrové činnosti od úvěrového plánu. Šanghajský trh mj. ukázal, jak málo elastický byl dosud tento plán. Počet účastníků na šanghajském trhu vzrůstá. Při ustavení trhu vykonávala nad jeho činností dozor Průmyslová a obchodní banka. I když zkušenosti šanghajského mezibankovního trhu jsou zatím skromné, považuje se za zkoušku bankovníctví spočívajícího na přesunu zdrojů od těch, kteří jich mají nadbytek, k těm, kterým jsou potřebné. Centrální banka vykazuje tendenci kontroly nabídky peněz spíše nepřímými metodami než administrativními. V současných podmínkách v první etapě má největší význam utváření úrokové míry, v další etapě — kdy vzroste množství cenných papírů v oběhu — vyhlásují představitel-

lé centrální banky potřebu přejít na operace volného trhu jako základní metodu regulace peněz.

Pokud jde o dlouhodobé cenné papíry, byl již v roce 1981 zaveden prodej státních obligací za účelem financování deficitu státního rozpočtu — nejdříve pro státní a družstevní podniky, od roku 1982 pro jednotlivce. V současné době mohou velké specializované banky eskontovat některé obligace státní pokladny a předložit je k reeskontu centrální bance. Objem těchto obligací je zatím skromný, neboť většina vlastníků drží své obligace až do termínu splatnosti.

Obligace a akcie však mohou od poloviny 80. let vydávat i podniky (včetně bank) a družstva, resp. právnické osoby. Informace o tom, o jaké cenné papíry převážně jde, se liší. Některé prameny uvádějí, že státní podniky (včetně bank a investičních společností) jsou oprávněny emitovat obligace a družstva si mohou opatřovat zdroje prostřednictvím investičních certifikátů (nazývaných akcie). Jiné prameny zdůrazňují, že cenné papíry — v Číně nazývané akciemi — se blíží spíše pojetí obligací (nejsou podílem na majetku emitujícího podniku a nevyplývá z nich právo podílet se na jeho řízení).

Pokud jde o akcie, první emise byla zaznamenána v Šanghaji v roce 1986. Akcie si vesměs koupili zaměstnanci daného podniku při dividendě maximálně 15 %.

První akciová burza byla otevřena v Šanghaji 26. 9. 1986; šlo ovšem o malý „obchůdek“ o několika čtverečních metrech. I když prvotní zájem o akcie byl velký, ukázalo se, že s emisí akcií jsou problémy. Ještě do konce roku 1986 neexistovala žádná právní úprava tohoto nového instrumentu. Emise akcií byla považována za experiment a i dnes, kdy se uvádí, že v Číně je přibližně tisíc akciových podniků různých forem, hovoří se o stadiu experimentu, který ověřuje přínos podílové účasti pracujících, resp. formy trojího vlastnictví (na akciích se podílí stát, podnik a pracující).

Pokud jde o obligace, získaly si značnou popularitu zejména mezi obyvatelstvem, pro které se staly možno říci prestižní záležitostí. Je tomu tak jistě nejen pro vyšší úrok (v době prvních emisí v roce 1985 bylo nabízeno 9—12 % oproti maximu 7—8 % z vkladů), ale i pro s nimi svázané možnosti přednostního nákupu nedostatkového zboží. Atraktivita je zvyšována i slosovateľností obligací, kdy se získává nějaký atraktivní předmět, či dokonce byt. Údaje o celkových objemech emitovaných obligací nejsou dostupné; pro ilustraci lze uvést, že první emise obligací dosahovala v jednotlivých případech částek několika desítek, či dokonce stovek miliónů jüanů.

V Číně funguje několik míst, na kterých se obchoduje s cennými papíry, takže druhotný oběh je zajištěn. Kromě již zmíněné šanghajske burzy bylo uváděno ještě dalších pět míst. Kótace však nebyly údajně příliš četné.

Čína také ze socialistických států zřejmě nejvíce využívá možností mezinárodních finančních trhů. Např. jen v letech 1982—1986 čínské peněžní instituce emitovaly na zahraničních trzích obligace za 2,2 mld. USD. Právo emise obligací v devizách mají i některé nebankovní investiční instituce. Na užší zapojení Číny do mezinárodních finančních trhů má nesporně kladný vliv kontakt s asijskými finančními centry (Hongkong, Singapur) a také silná aktivita, pokud jde o vytváření zvláštních ekonomických zón v Číně se silnou účastí zahraničního kapitálu.

Při hodnocení zkušeností Číny se zaváděním finančnetržních vztahů je třeba zdůraznit, že jde o zemi, která ze socialistických zemí došla nejdál v bankovních reformách a má také nejrozvinutější bankovní systém. Pozitivně zde působí fakt, že kontakty s vývojem bankovníctví ve světě i finančními trhy nebyly ani v minulosti zcela zprětrhány, a to i díky propojení bankéřů čínskeho původu

kteří působí na asijských finančních trzích, s původní vlastní; v neposlední řadě je zde určité tradiční „nadání“ Číňanů pro bankovní činnost. K znovuosvojení si mechanismů finančního trhu jistě přispěla i existence zvláštních ekonomických zón, kde se uplatňují nikoli direktivní, ale tržní metody hospodaření. Jestliže v Číně byly poměrně rychle vytvořeny podmínky institucionální, zavedeny a zvládnuty i příslušné nástroje finančního trhu umožňující uvolnění pohybu peněz a jejich racionální alokaci, nelze takto jednoznačně hovořit o ekonomických dopadech. V čínských bankovních reformách — stejně tak jako v ekonomické reformě obecně — nadále přetrvává určitá polovičatost změn, udržují se pozůstatky administrativně příkazového systému. Jestliže nadále převládá centralizace finančních zdrojů a jejich rozdělování, není mnoho volných finančních prostředků, které by mohly procházet finančním trhem; jde prakticky o úspory obyvatelstva (které ovšem z velké části padnou na spotřebu) a „nerozpočtové“ podnikové fondy (které ovšem vesměs podniky potřebují pro sebe). Nerovnováženost ekonomiky vede také k deformaci čistě finančních instrumentů (např. vázané obligace). Přesto je možné konstatovat, že čínská ekonomika reagovala na experimenty s finančnětržními vztahy kladně a do budoucna lze očekávat jejich rozvoj.

Závěr

Poznátky z uvedených socialistických států můžeme zobecnit takto:

a) Zkušenosti jednotlivých socialistických zemí ukazují, že úspěšné fungování peněžnětržních vztahů je při zavádění ztěžováno jednak přežíváním dosavadních administrativních přístupů, jednak deficitností ekonomik.

b) Nezbytným se jeví formování uceleného systému finančnětržních vztahů. To však vyžaduje příslušné subjekty, instituce, činnosti a nástroje, které podmiňují fungování vztahu nabídky a poptávky po penězích. Dochází se k názoru, že podstatu finančního trhu nelze interpretovat jako „kapitalistickou“ či „socialistickou“; jde o její různé projevy. Proto není třeba „vynalézat“ specifické mechanismy, ale nalézt takovou formu fungování finančního trhu, který by byl slučitelný s principy socialistické ekonomiky. Při formování tohoto modelu je nutné vyjít ze znalostí fungování finančního trhu ve vyspělých kapitalistických zemích a aplikovat je.

c) Nutnou podmínkou přechodu k monetarizované ekonomice je zlomení monopolu centra na alokaci zdrojů, tedy decentralizace založená na formování bankovního i mimobankovního trhu. Nestačí však pouze vytvořit dvoustupňovou bankovní soustavu; je nutné reálně zajistit, aby rozpis úvěrových zdrojů mohl být nahrazen skutečným úvěrovým trhem. Toto je problém, který dosud v praxi žádná socialistická země nedokázala uspokojivě vyřešit. Ukazuje se, že půjde zřejmě o proces dlouhodobější, který bude záviset na rychlosti a důslednosti provedení bankovních reforem v kontextu hospodářských reforem i na vytvoření podmínek pro rozvoj nepřímých (nebankovních) forem úvěrování.

d) Retardačně působí při aktivizaci peněžnětržních vztahů mnohé zkamenělé postuláty ekonomické teorie socialismu, které deformují rozhodnutí decisní sféry, když většina z nich je pozůstatkem stalinismu v ekonomické teorii. Tento handicap teorie je přitom často spojen se samovolnou praktickou aplikací různých instrumentů peněžního trhu, aniž mnohdy existuje přiměřené řízení a ekonomické usměrnění těchto aktivit. Leckdy se tak ve specifické podobě reprodukuje živelný vývoj z rozvojového období kapitalismu, aniž by se adekvátně kriticky přejala již prověřené zásady a legislativní akty, ke kterým kapitalismus ve svém státním stadiu po dlouhém vývoji dospěl.

e) Cesta experimentů či ověřování jen určitých prvků peněžnětržních vztahů přináší určité dílčí výsledky (např. mobilizaci úspor obyvatelstva), avšak do fungování ekonomiky zásadní změny nepřináší. Navíc tím, že ostatní systémové vztahy se prakticky nezmění, dochází často k deformaci ověřovaných prvků, což zkrlesluje hodnocení účinnosti zavádění finančnětržních vztahů a omezuje vypovídací schopnost celého experimentu.

f) Rychlost aktivizace peněžnětržních vztahů je značně omezována kvalifikační a institucionální nepřipraveností na tuto problematiku, a to jak na straně peněžních institucí, tak i u ostatních účastníků trhu (jednotlivci, státní a správní orgány). Působí ovšem motivy (získání zdrojů pro rozvoj, výnosné zúročení finanční investice), které ve spojení s podmínkami (měkké rozpočtové omezení podniků, ekonomická nerovnováha, případně nedostatečná centrální regulace masy peněz v ekonomice) vedou k rostoucímu zájmu všech účastníků o podnikání na peněžním trhu.

Dosavadní vývoj ve sledovaných socialistických zemích naznačuje, že v současné době v žádné z nich nemůžeme hovořit o fungování finančního trhu v pravém slova smyslu. V nejlepším případě jde o kvazifinanční trh. Liší se představy o úloze finančního trhu v socialistické ekonomice i o jeho podobě. V souvislosti s probíhajícími hospodářskými reformami v řadě socialistických zemí lze však do budoucna očekávat, že tomuto tématu bude věnována jak ze strany teorie, tak praxe značná pozornost. To ostatně dokládá i zájem, který se v poslední době obrací k otázkám spojeným s finančním trhem i v Československu.

LITERATURA

- [1] Akcie, obligace, burza, forint. Nová doba, 1988, č. 51.
- [2] BIELAWNY, J.: Ustawa o obligacjach czyli pierwszy krok zrobiony. Rzeczpospolita, 1988, č. 258.
- [3] BUNIC, P.: Akcii razdajutsja a ne prodajutsja. Socialističeskij trud, 1989, č. 4.
- [4] BÝM, P.: Experimenty s cennými papíry. Svět hospodářství, 1988, č. 42.
- [5] CZEKAJ, J.: Ile warte sa obligacje? Życie Gospodarcze, 1989, č. 15.
- [6] CZYSKO, L.: Celowość i możliwość funkcjonowania w PLR rynku kapitalnego. Bank i kredyt, 1988, č. 10.
- [7] FRINGS, M.: Évolution de la réforme financiere en Chine. Problèmes économiques, 1988, č. 2076.
- [8] HORČICOVÁ, M. — JEŽKOVÁ, M.: Finanční trhy v socialistických zemích. Informační studie (vyd.: FMF), 1989, č. 2.
- [9] LI SAN-ŠAN: O nekotorych voprosach vnedrenija akcionernoj sistemy v Kitaje. Voprosy ekonomiki, 1989, č. 1.
- [10] LOUVEN, E.: Vers un marché des capitax en Chine? Problèmes économiques, 1987, č. 2048.
- [11] KITAJGORODSKIJ, I.: Akcii i dividendy. Ekonomičeskaja gazeta, 1988, č. 45.
- [12] KRZAK, M. K.: Pseudoobligacje. Życie Gospodarcze, 1988, č. 25.
- [13] KRZYKIEWICZ, Z.: Weksle, obligacje i akcje w warunkach reformy gospodarczej. Finanse, 1986, č. 3.
- [14] Maďarský trh cenných papírů. Moderní řízení, 1988, č. 2.
- [15] Obščeje i ličnoje: novyje formy svjazej. Ekonomičeskaja gazeta, 1988, č. 45.
- [16] Reger Handel mit Obligationen. Budapest Rundscha, 1986, č. 51.
- [17] SADZIKOWSKI, W.: O kreacji obligacji w PLR. Finanse, 1987, č. 1.
- [18] SOTNIK, L.: Prodej akcií. Nová doba, 1988, č. 22.
- [19] SUZÁNGI, E. — JÁRAI, I.: Obligace v Maďarsku. Informace FMF, 1986, č. 6.
- [20] ZDYB, Z.: Obligace a jejich úloha ve financování rozvoje polských podniků. Výběr informací SBČS, 1987, č. 2.