

005

**Lubomír
Miřoch Úvahy
o české ekonomické
transformaci**

VYŠEHRA D
2 0 0 0

4. PRIVATIZACE JAKO PROBLÉM INSTITUCIONÁLNÍHO EVOLUCIONISMU*

1. ÚVOD

V článku /1/ jsem se pokusil zhodnotit průběh privatizace u nás z hlediska morální filosofie (etiky). Etický pohled převažuje také v mé dřívější deskripci privatizačních vzorců chování (viz /15/). Ekonom chce slyšet argumenty v termínech svého paradigmatu, tedy uznává jen hledisko racionality a efektivity. Morální pravidla v ekonomii musí být „ospravedlněna“ teprve důkazem, že například tvoří veřejné statky, jejichž náklady se vyplatí všem účastníkům trhu (viz např. S. Zamagni /2/). Tato větev tzv. rozšířené racionality („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 nimž patří především operacionalizace vlastnických práv, tedy privatizace (viz S. H. Heap /18/). Ale tento

* Tato studie byla zpracována díky podpoře Grantové agentury České republiky (GA ČR), za což autor vyslovuje svůj dík. Původně publikováno v časopisu „Finance a úvěr“ č. 4 z roku 1995.

směr uvažování nebude předmětem zájmu tohoto článku. Zde dáme přednost náhledu na privatizaci jako na problém evoluce institucí.

Dnes je již k dispozici četná literatura, v níž se autoři pokoušejí aplikovat poznatky institucionální ekonomie na problém privatizace v postkomunistických zemích (viz /3/, /4/, /5/, /7/, /8/). I konference Světové banky ve Washingtonu o rozvojových zemích 94 (k nimž jsou naše země též řazeny), byla nesena v rovině institucionální ekonomie.

Privatizace je klíčová institucionální změna, nikoli však jediná a také ne samoučelná. Víra v soukromé vlastnictví nás nezbujuje povinnosti pečlivé ekonomické analýzy: privatizace se nedělá pro privatizaci (tím méně jen pro osobní obohaceni, lhostejno jakými prostředky). I privatizace musí být ekonomicky „ospravedlněna“ racionálnější operacionalizací vlastnických práv, účinnějším výkonem „struktur vlastnického ovládní“ („governance structures“). Teprve po analýze tohoto druhu je možno 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 také 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. V tomto příspěvku však bude možno udělat spíše jen první krok v rovině poznatků institucionální ekonomie samotné.

2. JE PRIVATIZACE VŮBEC NEZBYTNÁ?

Tuto poněkud provokativní otázku si klade John Nellis v /9/. I když na ni odpovídá „ano“, podmiňuje efektivitu výsledku této operace pěti důležitými faktory, které musejí být splněny současně. Jedná se o předpoklady vytvoření trhu manažerských služeb, fungujících kapi-

tálových trhů jako prostředku trvalého tlaku na disciplínu manažerů, účinné instituce „exitu“, tj. bankrotů, likvidace a vykoupení podniku s cílem výměny managementu (tzv. nepřátelské převzetí), dále jde o předpoklad nevměšování se politiků do hospodářské sféry, a konečně o předpoklad, že firmy jsou pod dohledem statutárních orgánů a akcionářů, kteří jsou vedeni svými vlastními zájmy spíše než nezainteresovanými byrokraty. John Nellis kromě toho dokládá i empiricky zaznamenanými případy, že v některých zemích se podařilo dosáhnout obdobně pozitivního výsledku současným 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) tehdy převládajících struktur vlastnického ovládnání (viz /10/).

Ještě preciznější interpretaci reálného socialismu v pojmech teorie vlastnických práv vypracovali prof. P. H. Dembinski /1/ a J. Wiseman /16/. Z této analýzy jistě pramení potřeba převést kvazivlastnická práva („entitlements“) či poziční vlastnictví („positional property“; D. Stark) reálného socialismu na právní formu vlastnických práv, jaká jsou obvyklá v západních tržních ekonomikách. „Ano“ na otázku po nezbytnosti privatizace vyvolává však další otázky typu „jak“ a „kdy“, respektive „jak rychle“. Institucionální evolucionismus 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 jakožto garanta celé transformace – na straně jedné, a spontánní samoorga-

nizující se síly účastníků rozvíjejícího se trhu na straně druhé?

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

3. KONCEPCE PRIVATIZACE A HISTORICKÝ VÝVOJ INSTITUCÍ V KAPITALISTICKÝCH ZEMÍCH

Vyjděme z faktu pozvolného vývoje institucí tržní ekonomiky v západoevropské civilizaci v posledních několika staletích a z hypotézy, že krach reálného socialismu znamená vlastně potřebu návratu postkomunistických zemí na výše zmíněnou cestu. Existuje zde několik variant institucionálního evolucionismu na časové ose. Liberální či pragmatický přístup rozumí transformaci jako 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 realismus staví na tom, že i v dnešních kapitalistických zemích je institucionální rámec ekonomiky předmětem kritiky a návrhů na přebudování („anticipovaná evoluce“; viz např. /12/ a /13/). A konečně existují stále ještě zastánci „třetí či čtvrté cesty“ (viz /14/): těmito se nebudeme zabývat a spokojíme se jen s poukazem na riziko při ustavování institucí.

Tato velmi obecná klasifikace může být přiblížena příklady o stupeň méně abstraktními, které se vztahují k naší problematice. Irena Grosfeldová například klade velmi vážně 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 minulého století (univerzální banky či banky specializované na komerční a investiční činnost, financování investic novými emisemi či úvěrem atd.). Metodologický problém imitované versus

opakované evoluce zůstává dosud nevyřešen. Ale 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.

4. 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 (G. Sachs), masové rychlé privatizace a tradiční privatizační techniky, privatizace „shora“ a „zdola“ (S. Kawalec) selhávají. Jisté postižení zásadních rozdílů mezi oběma koncepcemi je snad obsaženo v názvech „krátká cesta“ a „dlouhá cesta“, i když i tyto pojmy, jak se pokusím doložit, jsou jen zdánlivým odlišením pro rychlost, s jakou se vláda pokusí omezit svůj vliv v hospodářské sféře: jsem přesvědčen, že vlastní splnění pěti předpokladů Johna Nollise, o nichž byla řeč výše a které teprve „ospravedlňují“ 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“ nelze z povahy věci příliš regulovat, jde o „nevyhnutelně špinavý proces“ (I. Grosfeldová), společnost prochází jakýmsi temným tunelem, na jehož konci doufají privatizátoři nalézt světélko. Tím je uvolnění iniciativy nových vlastníků a víra v „samočisticí schopnosti“ a selekci spontánních tržních procesů, generujících tolik postrádané a tolik potřebné ekonomické informace pro



zahájení „tvořivé destrukce“. Pragmatismus a bagatelizování morální stránky „postsocialistické akumulace kapitálu“ jsou doprovázeny přesvědčením, že „až to skončí“, bude se muset dát jasně najevo, že období Klondiku skončilo a „soukromé vlastnictví je od tohoto okamžiku svaté.“

B) „Dlouhá cesta“: Vládne přesvědčení, že privatizace je nevyhnutelně dlouhodobý proces, zahrnující snad několik dekád. Vláda proto musí mít koncepci pro výkon struktur vlastnického ovládnání („corporate governance“) státních podniků (odstátněných či komercializovaných). Nový způsob řízení státních podniků spočívá v tom, že stát se již nevměšuje do mikroplánování výroby a spotřeby, ale manažerskými kontrakty udržuje disciplínu managementu a stimuluje jej k růstu tržní hodnoty jím řízených podniků. Soukromý sektor vzniká pozvolnou evolucí zdola a postupnými privatizacemi státních akciových společností, restrukturalizovaných a privatizovaných tradičními technikami.

Je obtížné přiřadit k oběma cestám všechny jejich zastánce. Z okruhu citovaných autorů budou patrně pro „krátkou cestu“ I. Grosfeldová, P. Pelikán a jistě také tvůrci konceptu naší privatizace. Pro „dlouhou cestu“ lze nalézt souhlasný postoj J. Kornaie, W. Andreffa a dalších. Pokud jde o D. Starka, P. Kenwaye i o mne samotného, je možno formulovat spíše takovýto problém: Co se stane v reálném světě transakčních nákladů, distribuce moci a historické závislosti na minulém institucionálním uspořádání (tzv. „path dependency“), když se architekti privatizace pokusí o uskutečnění „krátké cesty“? Interpretace tohoto pokusu následuje v další podkapitole.

5. DVA TYPY „STRUKTUR VLASTNICKÉHO OVLÁDÁNÍ“ A ČESKÝ HYBRID

Literatura o strukturách vlastnického ovládnání („corporate governance“) rozlišuje dva zásadní modely řešení, které jsou více či méně zdařilou stylizací a generali-

zací historicky se vyvinuvších případů (u autorů na něž odkazujeme jsou to I. Grosfeld a P. Kenway, v obecnější poloze, tj. komparativních ekonomických systémů, jde o známou knihu Michela Alberta *Capitalisme contre capitalisme*). Podle historických vzorů se jedná o „německý systém“ a „anglosaský model“ (ve stejném smyslu budeme též 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 struktur vlastnického ovládnutí a přejdu rovnou k pokusu o charakterizování toho typu, který se vyvinul u nás v procesu privatizace (zejména její rozhodující větve tzv. „bezúplatného převodu“, tedy kupónové privatizace) a jenž se zdá mít již 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 specifické rysy českého kulturního prostředí, v němž se rodí, včetně nevyhnutelného stupně závislosti na minulosti, je svým způsobem přirozené a nehovoří to ještě samo o sobě ani pro českou cestu v privatizaci proti ní. Teprve ekonomická analýza vyvíjejících se institucí struktur vlastnického ovládnutí může dát odpověď, zda je to uspořádání „rozvojeschopné“ a zda vůbec, popřípadě v jakém stupni a jak rychle, dává šanci na splnění výše uvedených Nollisových předpokladů.

Český model nese na jedné straně rysy německého („insider“) systému, v němž jsou investiční privatizační fondy (IPF) hlavními („core“) investory spolu s bankami jako hlavními věřiteli privatizovaných podniků. Dvoustupňový systém statutárních orgánů (představenstvo a dozorčí rada) zakotvený v Obchodním zákoníku, připomíná též 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, připomínající nejvíce anglosaské podílové či vzájemnostní fondy („mutual funds“) s široce diversi-

fikovaným konečným vlastnictvím individuálních držitelů investičních kupónů (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 určitou hranicí (20%)? Motivy „ochrany“ individuálních akcionářů jsou v rozporu s účinností struktur vlastnického ovládnutí. Ale mají se vůbec IPF zabývat snahou o efektivní struktury vlastnického ovládnutí v podnicích, když něco takového nepatří v anglosaském modelu kapitálového trhu vůbec k charakteristikám podílových fondů? A pokud vytváření efektivních struktur vlastnického ovládnutí není v „náplni“ IPF, čím úkolem tedy bude? Problém vidím v tom, že pro úkol privatizace, tj. výkonu vlastnických práv a zefektivnění struktur vlastnického ovládnutí byla použita instituce, která se na finančních trzích objevila poměrně pozdě a navíc s výrazně specializovanými rysy, k nimž starost o tyto struktury zrovna nepatří: podílové fondy užívají především rozhodování typu „exit“. Institucionální evolucionista ovšem může argumentovat tak, že právě institucionální investoři se vynořili teprve v průběhu zahájené kupónové privatizace, a to nikoliv „shora“, ale jako samovolně se zrodivší invence a inovace „zdola“. Zde už jsme ovšem u jádra problému institucionálního dědictví a závislosti na minulém institucionálním uspořádání. (Blíže k „dělbě práce“ mezi různými typy finančních institucí viz J. E. Stiglitz /5/.)

P. Kenway /8/ je při hodnocení „českého hybridu“ značně skeptický: argumentuje v tom smyslu, jako by znamenal převzetí toho horšího z obou klasických modelů. Investiční privatizační fondy, 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 („intermediaires“) 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 není uspokojivou formulací tohoto cíle.)

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

- neexistují dosud dostatečně rozsáhlé a sdostatek likvidní trhy akcií a podílových listů,

- schází pravidelný, spolehlivý a veřejný tok informací o privatizovaných podnicích a o jejich „přímých vlastnících“, investičních fondech,

- nemáme dosud dostatek kvalifikovaných finančních analytiků atd.

Co se mi však jeví závažnější, je skutečnost, že nejsou podnikány účinné kroky v legislativní oblasti a v oblasti antimonopolní, jež se považují za kritické předpoklady pro konkurenční fungování finančních trhů:

- neexistuje propracované zákonodárství proti zneužívání privilegovaných informací („insider information“) naopak převládá přesvědčení, že obchodování s nimi („insider trading“) je velmi častým jevem;

- chybí dostatečná legislativa a tlak na reporting zejména na nekótovaných trzích akcií;

- antimonopolní zákonodárství a politika v oblasti kapitálových trhů je v plenkách, přesto nejenže nelze vyloučit koluzivní jednání finančních institucí, ale například 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 víra v nastartování generátoru ekonomických informací a procesů selekce „krátkou cestou“ (I. Grosfeld) změnit v iluzi.



Mlčky se předpokládá, že institucionální investoři maximalizují hodnotu jimi spravovaného majetku, a to 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, generovanými kapitálovými trhy. Za daného institucionálního uspořádání, „pravidel hry“ a distorze ekonomických informací je tato hypotéza 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 tzv. černé skříňky („black box“): podle chování na vstupech a výstupech usuzovat na skutečné cíle a vnitřní strukturu černých skříněk. Dalším nedostatkem této metody je ovšem také časové zpoždění dané čekáním „na ovoce“.

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

6. REKOMBINOVANÉ VLASTNICTVÍ

Pozoruhodným zjištěním dvou studií D. Starka (viz /6/ a /7/) je konstatování, že přes odlišné cesty privatizace v různých postkomunistických zemích vykazují výsledky nápadně podobné rysy, a to na principu závislosti („path dependency“) na někdejší institucionálním uspořádání „reálného socialismu“. Jinak řečeno, váha institucionální „paměti“ čtyř dekad tohoto období se ukazuje být silnější než odlišnosti ve strategiích transformace za poslední necelé čtyři roky. Nejde o náhradu jednoho systému institucí nějakým zcela novým systémem, spíše se jedná o jakousi metamorfózu existujících institucionálních prvků, které se přestrukturují a opět

sloučí do institucionálního uspořádání, jež se v některých rysech podobá uspořádání minulému. U nás tuto roli rekombinovaného – kdysi státního, nyní formálně soukromého – vlastnictví, sehrála institucionální propletenost polostátních bank a jimi založených investičních fondů. Rekombinovaní institucionální vlastníci jsou správci obrovských majetků (portfolia zahrnují i několik stovek podniků), často rozsáhlejších než někdejší rezortní ministerstva, a tyto institucionální formy jsou prozatím nepříliš účinné. Nepřímé vlastnictví konečných vlastníků investičních kupónů zůstává vysoce diverzifikováno a je nadále, jako vlastnické právo, dále značně omezené. Jediné faktické právo je právo opustit trh, a i to je určeno omezenou likviditou kapitálových trhů.

Patovost institucionálního uspořádání je dána stavem jakési dvoustranné bezmocnosti. Na jedné straně jsou investiční fondy bezmocné z hlediska efektivní struktury vlastnického ovládnutí stovek podniků svých portfolií, na druhé straně jsou bezmocní individuální účastníci z hlediska své kontroly nad fondy. Jestliže pro státní vlastnictví minulého systému byla charakteristická jakási kvazivlastnická struktura, nyní máme vlastnictví, které je formálně soukromé, de facto však kvazisoukromé. Institucionální propojenost a provázanost zakladatelských bank – původně státních, později privatizovaných, v nichž ale nadále Fond národního majetku vlastní 40–45 procentní podíly – a jejich dceřinných IPF, jež je zesílena, snad ještě více „kvalitativně“ než „kvantitativně“, vzájemným „křížovým“ vlastnictvím bank a fondů, a celková závislost tohoto institucionálního propletence na státu (vládě) má za následek nový typ státního paternalismu. P. Kenway /8/ s odkazem na mé dřívější práce o chování podniku v reálném socialismu vidí v dnešním uspořádání pouhé reprodukování starých negativních vzorců chování: informační monopol zůstává na podnicích, které zprostředkovávají novým „nadřazeným“ jen účelově filtrované a záměrně zkreslené informace, podniky jsou dále kontrolovány manažery, kteří snad nanejvýš přibrali

do svých koalic nové reprezentanty IPF. Tito reprezentanti jsou fyzické osoby, které na základě nedokoná-
ných mandátních či jiných smluv mají zastupovat fondy
ve statutárních orgánech. V čí prospěch („cui bono?“)
účinkují tyto rekombinované koalice?

Snad nejlépe je možno vystihnout problematičnost
výsledku této naší „krátké cesty“ na problému bankro-
tů. Ještě po několika letech platnosti zákona o bankro-
tech se v sektoru „rekombinovaného vlastnictví“ spíše
hledá, kdo by měl být iniciátorem toho, že podnik půj-
de „ke dnu“. Vláda se díky strategii „krátké cesty“ po-
kusila, vědoma si svých omezených možností, předčas-
ně vycouvat z té obrovské odpovědnosti, která na ni
padala, a snažila se co nejrychleji převést majetek na
nové vlastníky. To se jí však podařilo jen zčásti a pouze
zdánlivě: kvůli svým podílům v rozhodujících ban-
kách, kvůli odpovědnosti za fungování bankovního
sektoru vůbec, v němž zvláštní roli hraje státní finanč-
ní instituce – Konsolidační banka, kvůli celkové i poli-
tické odpovědnosti za makroekonomickou stabilitu celé
země, kvůli tomu všemu se ovšem vláda z odpovědnos-
ti za průběh selekce, restrukturalizace a bankrotů ani
vyvázat nemohla. Dlouho se však stavěla do pozice, že
jde o věc soukromého sektoru a že 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 mlu-
vili. (Podrobněji viz k tomuto bodu J. E. Stiglitz /5/.)

Situace v bankovním sektoru by samozřejmě vyža-
dovala samostatné pojednání. J. E. Stiglitz /5/ pouka-
zuje na jisté rysy omezování soutěže na trzích produk-
tů v politice bank i ve vyspělých zemích, jakož i na to,
že informační systémy bank a vedení jejich účetních
knih jsou do značné míry v jejich vlastních rukou
a zvenčí jsou špatně průhledné. V každém případě
metodou „černé skříňky“ lze vyzorovat více než opa-
trnou politiku našich bank v otázce bankrotů. Argu-
ment, že za dané situace je udržování řady podniků

„na resuscitačních přístrojích“ podnikatelským chováním, se nezdá být příliš konstruktivní.

Zkrátka 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 ty předchozí. Banky svým způsobem převzaly přerozdělovací politiku státu: jelikož se cítí v konečné instanci kryty vládou, provozují politiku morálního hazardu, na níž se snaží vydělat si 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 si dále snaží vytvářet prostor pro přerozdělovací procesy, jež jsou oproti minulosti jen méně průhledné.

Lze předpokládat, že tvůrci koncepce kupónové 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 z definice schopna vytvořit efektivní výkon vlastnických práv. Následující evoluce ve změně vlastnické struktury se tedy jistě předpokládala a bylo nesporné, že toto diverzifikované vlastnictví se bude muset opětovně koncentrovat. V tomto bodě je shoda. Vlastní problém vzniká teprve v otázce, jakou formou, jakými cestami má tato koncentrace vlastnictví probíhat, aby vzniknuvší institucionální uspořádání dávalo šance pro úspěšný výsledek celé operace, tj. pro tvorbu efektivních struktur vlastnického ovládnutí.

V souvislosti s tím je nutno zkoumat skutečné cíle institucionálních investorů, tj. investičních privatizačních fondů, a to i s vědomím potíží s tím spojených (viz výše). Budu postupovat metodou „postupných aproximací“ a pokusím se ukázat jistou „učebnicovou“ pova-

hu 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 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 vykoupí sám zakladatel (jako tomu bylo u České pojišťovny), nebo dojde k založení specializované brokerské firmy, jejímž posláním je vykupovat podílové listy (akcie) „rodinného“ investičního fondu.

2. Smlouvy o budoucí smlouvě, respektive termínované obchody s (budoucími) cennými papíry měly alespoň do jisté míry charakter soutěže: šlo o to, přilákat co nejvíce „oveček“ do fondu – i když se posléze mnohé sliby ukázaly jako čistě reklamní a spekulativní. Jakmile však už došlo k rozdělení oveček do jednotlivých ohrad, mohl přetrvávající a v druhém plánu možná rozhodující zájem institucionálních investorů o převzetí majetku od svých individuálních DIKů (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 anglosaském „outsider systému“ tím jediným účinným nástrojem udržujícím disciplínu manažerů permanentní hrozba „hostile takeover“, tedy hrozba „nepřátelského vykoupení“ akcií a výměny managementu, jakmile připustí, že cena akcií klesne pod určitou kritickou hodnotu. Účinnost hrozby „nepřátelského převzetí“ 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 reportu či distorzí informací o podnicích a ještě více o IPF samotných a pokud je běžné obcho-

dování s privilegovanými informacemi, bortí se ony předpoklady a hrozba nepřátelského převzetí je málo účinná.

4. Za dané situace se otevírají možnosti nastartování kauzálních řetězců, jejichž logika je značně vzdálená klasickým a více či méně soutěžním kapitálovým trhům, vzniká jakási negativní zpětná vazba: špatný výkon vlastnických práv rozsáhlého portfolia fondů neumožňuje vyplácet dividendy ani v podnicích, ani v investičních fondech, jež je (ne)ovládají, fondy vykazují ztrátu, snižují hodnotu základního jmění, obchodovatelnost jejich podílových listů již dříve nevalná dále klesá. Nakonec vzniká šance nikoli pro nepřátelské převzetí („hostile takeover“), ale spíše pro „přátelské převzetí“ („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 (viz Mlčoch /15/).

5. Výše uvedenou hypotézu nelze považovat 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 například na počátku kauzálního řetězce stojí ztrátovost (ne)ovládaného podniku, lze jí dokonce napomoci, popřípadě lze 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 záměrné zkreslování informací mocným nástrojem. (Například 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 zná-

me již z předprivatizačního období s tím rozdílem, že majetkové přesuny mají nyní často formálně nena-
padnutelnou podobu: jestliže si například koalice ma-
nažerů a reprezentantů institucionálních vlastníků
v podniku, který kráčí k nevyhnutelnému bankrotu
(odsouvanému mechanismy popsanými výše) vzájemně
odsouhlasí vysoké odměny, nefungující kontrolní me-
chanismy výkonu vlastnických práv jim v tom nemo-
hou zabránit. A co víc, prostředky takto získané mo-
hou ještě posílit mechanismus negativní zpětné vazby
a urychlit „vyvlastnění“ bezmocných DIKů.

7. NĚKOLIK SLOV ZÁVĚREM

Teoretický ekonom hlavního proudu ekonomie tíhne
k uvažování v modelech rovnovážných (konečných)
stavů za stabilizovaného institucionálního rámce. Pří-
stupy institucionálního evolucionismu nám mohou po-
mocí pochopit chování účastníků ekonomického systé-
mu i v obdobích, kdy institucionální rámec prodělává
velké změny. Samozřejmě je možné i zastávat stanovis-
ko, že ani nemá cenu se oněmi „transientními stavy“
ekonomiky zabývat, a své úsilí směřovat k budoucímu
„normálu“ ekonomiky, k němuž se jistě dříve či pozdě-
ji dopracujeme. Budiž. Pokud jde o mne, zatím jsem za
čtvrtstoletí své odborné kariéry zažil jen a jen nestan-
dardní ekonomickou situaci a nestandardní chování
účastníků ekonomického života. Snad tedy nepodlé-
hám profesionální deformaci a „neslyším již trávu
růst“. Ale nepochybuji o tom, že mí mladší kolegové,
kteří se s energií svého mládí snaží také porozumět to-
mu, co se kolem nás děje, mne v diskusi, kterou by ten-
to článek mohl vyvolat, mohou přivést k přehodnocení
mých dosavadních, a jak nepopírám prozatím předběž-
ných závěrů. J. E. Stiglitz (viz /5/) upozorňuje na jistou
nevratnost proběhnuvších institucionálních změn:
v našem kontextu je tomu možno rozumět tak, že zá-
kladní strukturální rysy „českého hybridu“ ve výkonu
vlastnických práv byly již určeny, 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. Doporučení tohoto druhu by však už byly tématem překračujícím možnosti této studie (a snad i dosavadní myšlenkový potenciál autorův).

LITERATURA

1/ Mlčoch, L.: *Ekonomická transformace jako morální problém*, Teologické texty č. 2/1994, str. 47–51. Taktéž in: *Etika a ekonomie – sborník ze semináře*, CERGE-NHÚ, únor 1994, diskusní materiál č. 29, str. 19–32.

2/ Zamagni, S.: *Extended rationality, altruism and the justification of moral rules*, Università di Bologna, No. 119, červenec 1991.

3/ Grosfeld, I.: *Comparing financial systems: problems of information and control in economies in transition*, DELTA, CNRS, květen 1994, 31 str.

4/ Grosfeld, I.: *Evoluční zdůvodnění rychlé privatizace*, Politická ekonomie 3/1994, str. 327–338.

5/ Stiglitz, J. E.: *Financial systems for Eastern Europe's emerging democracies*, ICEG, San Francisco 1993, 39 str.

6/ Stark, D.: *Recombinant Property in East European Capitalism*, referát přednesený na výroční schůzi Společnosti pro pokroky socio-ekonomie, New York City, březen 1993.

7/ Stark, D.: *Path Dependency and Privatization Strategies in East-central Europe*, Cornell University, Dep. of Sociology, Ithaca, New York 1992, 39 str.

8/ Kenway, P.: *The concentration of ownership and its implication for corporate governance in the Czech republic*, University of Reading, No. 288, červen 1994, 33 str.

9/ Nellis, J.: *Is privatization necessary?*, FPD Note No. 7, World Bank, Washington, D. C., květen 1994.



10/ Mlčoch, L.: *Chování čsl. podnikové sféry*, EÚ ČSAV Praha, 1990. VP. č. 348, 287 str.

11/ Dembinski, P. H.: *Les économies planifiées. La logique du système*, Éditions du Seuil, Paříž 1988.

12/ Wright, S.: *Two cheers for the institutions*, The Social market foundation, London, duben 1994.

13/ Rogaly, J.: *Lead not into temptation*, Financial Times, 15. dubna 1994.

14/ Alexander, G. S. – Skapska, G.: *A fourth way? (Privatization, Property, and the emergence of new market economies)*. Routledge, New York, London 1994.

15/ Mlčoch, L.: *The ethical dimension of the reestablishment of private property in the Czech republic*, Centro Aletti, Řím, říjen 1993, 35 str. (Přetištěno též in: *Ethics of Business in the Transformation Period*, Disc. Paper no. 31, CERGE-EI, Praha, květen 1994.)

16/ Wiseman, J.: *Privatization in the command economy*, in: *Privatization and economic efficiency*, ed. Ott. A. F. – Hartley, K., London, Edward Elgar, 1988.

17/ Andreff, W.: *Le modèle français de privatisation et ses enseignements pour l'Europe centrale et orientale*, Intr. mater. Paris, ROSES, 57 str.

18/ Heap, S. H.: *Rationality in Economics*, Basil Blackwell, Oxford 1989.