



WORKING PAPER č. 2/2005

**Privatizace a akciové
společnosti – k některým
institucionálním aspektům
konkurenceschopnosti
české ekonomiky**

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová

říjen 2005



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1MO524.

ISSN 1801-4496



Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

Abstract:

The aim of this paper is to analyse whether legal rules, set up during the first years of the economic transition, could stimulate behaviour of economic subjects so that it would lead to desired results in macroeconomic benchmarks and competitiveness. This problem is solved using a case of joint-stock companies management (i.e. both ways and possibilities of their administration) in the Czech Republic during nineties of the last century. Initially the working paper examines joint-stock companies administration from the market instruments point of view: product market, capital market, and labour market and management remuneration; finally it examines this topic with regard to fulfilment of legal instruments: principle of protection of shareholders' rights, principle of equal approach to all shareholders, principle of rights protection of people with influence, principle of publicity and transparency of the company, and finally principle of responsibility of company authority members.

Abstrakt:

Stať řeší problém současného stavu české ekonomiky, její institucionální struktury, mezinárodní konkurenceschopnosti i konkurenceschopnosti a tržní pozice jednotlivých firem. Cílem tohoto textu je definovat a analyzovat tento problém na příkladu správy akciových společností. První část analyzuje proces transformace z hlediska mikroekonomického a makroekonomického a vysvětluje význam formálních a neformálních institucí včetně tvorby právních pravidel. V dalších částech je analyzován proces správy akciových společností: nejprve z hlediska uplatnění tržních nástrojů – produktové trhy, kapitálové trhy, trh práce a odměňování managementu, a dále z hlediska uplatnění právních nástrojů – princip ochrany práv akcionářů, rovného přístupu k akcionářům, ochrany práv osob s vlivem, princip transparentnosti a publicity a princip odpovědnosti členů orgánů společnosti. V poslední části jsou shrnuty výsledky předchozí analýzy a dány do kontextu hospodářského vývoje české ekonomiky a její mezinárodní konkurenceschopnosti.

Recenzovala:

doc. Ing. Christiana Kliková, CSc.

ÚVOD

Moderní hospodářské dějiny České republiky jsou zcela založeny na fenoménu transformace ekonomiky z centrálně plánované, socialistické, založené na politicko-ekonomické diktatuře sovětského typu, na ekonomiku svobodnou, tzv. tržní, standardní, kapitalistickou, apod., nebo prostě „ekonomiku bez přívlastků“ (srovnej Mlčoch 1997, Chlumský 1998: 13, Lašek 1997: 74), založenou na svobodné volbě, konkurenci a funkčním tržním cenovém mechanismu. Česká ekonomika se během transformace musela vypořádat s reálným a systémovým dědictvím mechanismu centrálního plánování, s nahromaděnou neefektivností v alokaci zdrojů i se zaběhnutými institucemi, mechanismy a stereotypy ekonomického chování a myšlení. Současný stav české ekonomiky, její institucionální struktura, mezinárodní konkurenceschopnost i konkurenceschopnost a tržní pozice jednotlivých firem je tak do značné míry determinována hospodářsko-politickými procesy 90. let 20. století.

Hospodářská transformace je často chápána jako proces, kdy bylo pomocí změn formálních pravidel (norem) dosaženo změn makroekonomických agregátů. Na tomto základě jsou konstruovány normativní rozhodnutí o splnění nebo nesplnění kvantitativních hospodářských kritérií. Podstatně méně pozornosti je věnováno zjištění, zda nastavená právní pravidla mohla v dané struktuře formálních i neformálních institucí stimulovat chování ekonomických subjektů tak, aby vedlo v makroekonomickém i v mikroekonomickém měřítku k požadovaným výsledkům. Domníváme se, že tomu tak nebylo. Cílem tohoto textu je definovat a analyzovat tento problém na příkladu správy akciových společností. V první části rozebereme proces transformace z hlediska mikroekonomického a makroekonomického a vysvětlíme význam formálních a neformálních institucí v transformaci. Ve druhé části se budeme zabývat některými sociologickými aspekty transformace, které vyústily v kupónovou privatizaci, jíž se zabývá část třetí. Klíčová část čtvrtá a pátá analyzuje proces správy akciových společností v kontextu transformace. Šestá část shrnuje výsledky předchozí analýzy a dává je do kontextu hospodářské transformace a jejích výsledků.

1. EKONOMICKÁ TRANSFORMACE A TRANSFORMACE INSTITUCÍ

Cílem ekonomické transformace nebyla jen změna ekonomického systému, ale především zvýšení alokační a dynamické efektivity, pomocí níž by bylo možno dosáhnout vyšší růstové výkonnosti a blahobytu, které jsou podmínkami přibližování se vyspělejšími zeměmi (Spěváček 2002). Hlavním hodnotícím kritériem pro úspěšnost transformace je účinek systémových změn na dlouhodobý hospodářský růst. Dosavadní výsledky většiny tranzitivních ekonomik jsou však neuspokojivé. Zahájení ekonomické transformace je často chápáno jako bod nula, od něž se odvíjejí analýzy ve snaze popsat úspěch nebo neúspěch průběhu transformace a kvantifikovat jej. Hospodářský vývoj se však odehrává v konkrétním institucionálním rámci, jenž je pro něj determinující a limitující; hospodářská transformace je možná jen v rámci transformace ekonomických, politických a sociálních struktur dané země (srovnej Mlčoch 1996, Chlumský 1997). V tomto pojetí potom nemůže být počátek transformace bodem nula, ale pouze jedním z bodů zlomu; průběh následujících ekonomických a společenských procesů potom nemůže být posuzován pouze v kontextu transformace samotné, ale v kontextu také předchozího stavu, v českém případě v kontextu institucionálních struktur reálného socialismu.

Tento princip, tzn. path dependency (viz Mlčoch 1997: 27 aj.), pomůže vysvětlit některé momenty hospodářské transformace, které jsou standardně označovány za úskalí a zdroje neúspěchu, a pro něž by jinak bylo obtížné najít vysvětlení jiné, než jen prosté konstatování. Zejména se to týká tvorby a aplikace formálních pravidel (tzn. právních norem) a jejich nesouladu s neformálními institucemi, tj. chováním jednotlivých ekonomických subjektů a jejich kvalitativních vlastností (srovnej Mlčoch – Machonin – Sojka 2000). Během transformace zde najdeme přímé souvislosti s kvalitou fungování podnikatelského prostředí, kapitálových trhů a správy společností a odtud k rychlosti a efektivitě restrukturalizace ekonomiky jako celku. Zatímco formální instituce, tzn. právní rámec a politickou strukturu, je možné změnit okamžitě a svým způsobem direktivně, neformální instituce, tzn. zvyky a stereotypy chování, se mění samovolně a plynule s větší či menší setrvačností (Mlčoch, 1997).

Vydeme-li ze základních principů ekonomické teorie, musíme za základní jednotku struktury ekonomiky vzít firmu. Z hlediska procesu hospodářské transformace je potom firma, její struktura a její místo v institucionálním uspořádání rozhodující pro výsledné makroekonomické výstupy dané země. Z tohoto pohledu je potom úloha státu v rámci přerozdělovacích procesů spojených se státním rozpočtem marginální, naopak zásadní vliv má role státu jako nositele systémotvorné hospodářské politiky vymezující pravidla, hranice a

omezení pro fungování tržního mechanismu (viz Clumský 1997: 15) a pro fungování organizační struktury firmy. Výsledkem je, že v institucionálním smyslu formální transformace státem centrálně podporovaná resp. řízená, je současně doprovázena transformacemi a integracemi na úrovni firem. Z hlediska vztahu příčiny a následku, dojdeme ke kauzalitě, že v rozvinutých tržních ekonomikách jsou to právě transformace na úrovni firem, které jsou příčinou institucionálních změn a jsou doprovázeny (lobbisticky vynucenými) institucionálními změnami koordinovanými státem. V transformujících se zemích není taková kauzalita jednoznačná, obecně však lze přisoudit (zejména na počátku transformace) kauzální příčinu formálním institucionálním změnám řízeným státem a na nich odvislý následek transformace na úrovni firmy.

Ačkoli mají tyto firemní transformace primárně mikroekonomický charakter, velmi záhy se projeví v makroekonomických agregátech: (i) protože jsou stejným podmínkám vystaveny všechny firmy, prosazuje se transformace jednosměrně a tak dochází spontánně ke změně institucionální struktury ekonomiky, (ii) vertikální i horizontální integrace firem v rámci procesu globalizace vede k vytváření ohromných nadnárodních korporací, které potom mají zejména na malé národní ekonomiky silný vliv. Jak upozorňoval již v 70. letech Chandler, vytváří se tak „kluby“ mezinárodních korporací, jež mají zásadní vliv na mezinárodní trh (a tedy i jednotlivé národní trhy) s daným zbožím a službami, mezi něž je prakticky nemožné proniknout (Chandler 1977). Průnik na mezinárodní trhy je potom možný pouze dvěma způsoby: (i) vznikem velkých developerských korporací v nově se rozvíjejících odvětvích, nebo (ii) pomocí cílené státní podpory a omezení. První způsob je motivován individuálním profitem vlastníků kapitálu, druhý způsob snahou vlády dosáhnout cílených makroekonomických výstupů. Pro země procházející hospodářskou transformací je z důvodu nedostatku vlastního soukromého kapitálu typický druhý způsob, který je však daleko méně efektivní. Tzv. „dohánění“ ekonomické úrovně vyspělých tržních zemí je tímto silně limitováno; překonání těchto limitů a vymanění se z role outsiderů je pak možné pouze za účasti zahraničních investic, tzn. vstupem zahraničního kapitálu do domácích firem. V tranzitivních zemích je toto řešení typické (a úspěšné) v rámci privatizace, veřejností je však často vnímané jako „vyprodávání“ národního majetku. To bylo také důvodem pro různé experimenty s privatizačním procesem, které v České republice (Československu) vyústily v kupónovou privatizaci, jež se stala základem vleklých defektů institucionální transformace.

Z výše řečeného vyplývá, že jednou z rozhodujících vlastností každé ekonomiky je struktura vlastnických práv firem a odtud systém jejich řízení. Vlastnická práva jako institucionalizovaný systém moci a kontroly, kde motivem jednotlivých účastníků je získání lepšího přístupu ke zdrojům a informacím, jsou tak rozhodující pro efektivnost

(odtud i ziskovost) jednotlivých firem a celkovou efektivnost systému, tzn. mezinárodní konkurenceschopnost národního hospodářství. Proces transformace byl založen na radikálních systémových změnách směřujících k institucionálnímu zakotvení mechanismů tržního hospodářství. Změna celého legislativního rámce ekonomiky, tzn. formálních institucí, se odrazila v několika zásadních procesech: procesu cenové liberalizace, procesu privatizace, procesu restrukturalizace a procesu liberalizace mezinárodních vztahů (srovnej Spěváček 2002: 106). Tyto procesy potom spolu se všeobecným obnovením občanských svobod působily na změny neformálních institucí.

Postupně stále větší význam získávala během 90. let sociální dimenze transformace (srovnej Lašek 1997: 58). V souvislosti s poklesem výroby, růstem nezaměstnanosti a snižováním životní úrovně rostlo zatížení občanů a sociální napětí do té míry, že proces formálních institucionálních změn ve fundamentálních makroekonomických oblastech byl státem cíleně bržděn tak, aby zůstala zachována politická průchodnost transformace.¹ Proces neformálních institucionálních změn, setrvačnost path dependency a transformace na úrovni firem však nejméně od poloviny 90. let pokračovaly (rychleji či pomaleji) vlastní setrvačností do značné míry nezávisle na formální transformaci. V řadě firem se etablovaly manažerské struktury tvořené lidmi úzce spjatými s řízením bývalých socialistických podniků s napojením na stranické aparáty a obdobné struktury státních úředníků rekrutujících se opět z úředníků bývalých socialistických ministerstev. Model chování a rozhodování manažerů založený na maximalizaci vlastního profitu a beztrestnosti v případě adekvátních politických a byrokratických konexí byl sice v rozporu se záměrem, s nímž byly formální instituce budovány, tyto mu ale nebyly schopny efektivně bránit. Podívejme se nyní blíže na institucionální strukturu české ekonomiky v polovině 90. let.

¹ Současně byla samozřejmě motivem také snaha vládnoucí politické reprezentace udržet volební pozice; v této souvislosti se otevírá otázka využití politického kapitálu zejména v prvních letech transformace (podrobně viz např. Kadeřábková - Žák 2002).

2. STRUKTURA INSTITUCÍ A ÚSPĚCH EKONOMICKÉ TRANSFORMACE

Vytváření institucí konstituujících tržní prostředí a zabezpečujících jeho fungování je dlouhodobý proces; formální pravidla mohou být přenesena v relativně krátké době, ale vytvoření návazných neformálních institucí je dlouhodobým procesem. Rozvoj a efektivnost neformálních institucí, tj. vzorů chování, je navíc dlouhodobým testem efektivnosti a udržitelnosti formálních pravidel, tj. norem, zákonů. V průběhu transformace byly položeny základy tržní ekonomiky založené na institutech soukromého vlastnictví, svobody podnikání, volném trhu, daňovém systému a sociálním zabezpečení. V relativně krátké době se podařilo zabezpečit stabilitu institucí zaručujících demokracii, vládu zákona a lidská práva (politická kritéria vstupu do Evropské unie). Na počátku transformace se tyto relativně úspěšně implementované instituce promítly i do příznivého vývoje makroekonomických agregátů: nízká míra inflace (ve srovnání s většinou tranzitivních zemí), relativně stabilní měnový kurz, nízká míra nezaměstnanosti, vnější ekonomická rovnováha udržená v přijatelných mezích a příliv zahraničních investic.

Dlouhodobé, stabilní a pozitivní dosahování těchto agregátů však vyžadovalo delší čas a splnění i dalších předpokladů. Radikální ekonomická reforma založená na ad hoc schválení nových zákonů nevedla k automatickému, spontánnímu vytvoření odpovídajícího institucionálního rámce, zejména byl podceněn význam regulace činnosti některých klíčových subjektů a sektorů ekonomiky, jako jsou investiční fondy, bankovníctví a kapitálový trh (Spěváček 2002). Můžeme souhlasit rovněž s L. Mlčochem (2000), že se na úkor cílevědomé transformace institucí, tvorby dobře fungujícího právního rámce a potřebného důrazu na morální aspekty kladl přílišný důraz na rychlost a masový průběh privatizačních procesů. Výsledky takového postupu, které můžeme pozorovat po více než deseti letech transformace, jsou svědectvím o tom, že prosazovaná ekonomická strategie propadla, a to právě kvůli podcenění role institucí.

Struktura ekonomického systému, který se v České republice vyvinul v první polovině 90. let, je jakýmsi druhem státního či smíšeného kapitalismu, ponechávající si mnohé nefunkční prvky reálného socialismu. Stát již sice formálně neřídí hospodářské procesy, přesto byla dosud jeho role větší, než by se mohlo zdát a hranice mezi veřejným a soukromým byla stále nejasná a nezřetelná. Stát zůstal strategickým vlastníkem největších finančních institucí v zemi, které založily nejvýznamnější privatizační fondy.

Struktura české ekonomiky tak začala být formována mimo jiné i na základě paternalistického, přátelského, či lobbyistického chování polostátní oligarchie. Tímto způsobem byly od počátku deformovány

nebo zcela eliminovány tržní tlaky, jež by jinak vedly k vytvoření odlišné struktury ekonomiky. Podstatné je to, že formální instituce se při strukturálních změnách nemohli prosadit (zcela nebo z části), protože struktura neformálních institucí byla díky svému evolučnímu základu pevnější.

Je zřejmé, že určitému hospodářskému systému odpovídá právě určitý institucionální rámec, který může zajistit jeho relativně nejvyšší efektivnost. Proces transformace se od počátku 90. let orientoval na tzv. „institucionální rámec“, který byl chápán jako nové vymezení norem chování ekonomických subjektů nahrazující normy centrálně plánované ekonomiky (srovnej Lašek 1997: 73). V tomto pojetí tak začala ekonomická transformace vytvořením nového právního rámce, tzn. vytvořením nových formálních institucí, aniž by byla brána v potaz změna institucí neformálních. Rozpor mezi nově koncipovanými formálními pravidly a jim neodpovídajícími neformálními normami chování vyústil v řadu problémů individuálních, ale i zcela postihujících celé národní hospodářství. Nepochopení kupónové privatizace ze strany veřejnosti na jejím počátku a její přecenění a pocit zklamání na jejím závěru, neschopnost státu čelit finančním transakcím na hraně zákona, masivní podvody spojené s družstevními záložnami, fenomén tzv. „tunelování“ podniků a mnohé další příklady ukazují, jak zásadní makroekonomické problémy mohou vzniknout z nepochopení a nepřizpůsobení formálních institucí neformálním.

V této souvislosti se potom objevují úvahy o morální dimenzi transformace, které se přes racionální ekonomické jádro dostávají až k iracionálním požadavkům prezentovaných potom např. odbory a směřujících k obnovení formálních institucí, které odpovídají zakořeněným neformálním normám chování z období socialismu. Odtud potom pramení výrazný posun v myšlení voličů od pravicového nadšení (známý masový souhlas s „utahováním opasků“) na počátku transformace, k levicovému hájení postů a výhod přerozdělování veřejných statků. Konkrétní dopady takového způsobu chování můžeme mimo jiné sledovat na trhu práce, kde převládající normou chování nezaměstnaných je expektace pomoci a podpory ze strany státu směřující k udržení životní úrovně a současně minimální ochota jakkoli se individuálně a aktivně na udržení této úrovně podílet. Obdobné stereotypy chování můžeme sledovat v sektoru malého podnikání a zejména ve specifických oblastech, jako je zemědělská prvovýroba. V důsledcích obdobné, ale z principu zcela rozdílné, je chování typické naopak pro velké korporace, které na základě lobbismu vyžadují od státu ekonomicky neodůvodnitelná plnění: státní podpory, záruky, dotace, subvence, apod. Toto chování z principu path dependency pramení z tzv. sacího reflexu (Mičoch 1997: 15) manažerů státních podniků.

Distorze mezi formálními a neformálními institucemi oživují další zakořeněné instituce myšlení: marxistickou „třídní nenávisť“, která byla

po desetiletí základní ideou socialistického hospodářství. Není potom překvapivé, že 75 % obyvatel se v polovině 90. let domnívalo, že majetkové rozdíly mezi lidmi jsou velmi velké, více než 50 % se domnívalo, že většina „bohatých“ občanů získala majetek nepoctivě a 12 % soudilo, že všichni získali bohatství nepoctivě. Současně však česká ekonomika vykazuje jednu z nejnižších hodnot Giniho koeficientu z evropských zemí (Spěváček 2002: 38); Česká republika je tedy jednou z nejméně egalitářských zemí. Zde se plně projevila dichotomie institucionální transformace. Konkrétní dopad tohoto fenoménu můžeme také sledovat při správě akciových společností: zcela flagrantní přehlížení práv drobných akcionářů ze strany majoritních vlastníků, správa společností manažery sledujícími výhradně vlastní prvoplánový prospěch bez ohledu na výsledný dopad tohoto postupu na vlastníky, rezignace drobných akcionářů na výkon vlastních práv a v důsledku v podstatě i rezignace na správu svého vlastnictví, apod.

O dlouhodobé povaze institucionální transformace svědčí taktéž neúspěch právních východisek v konfrontaci s realitou transformace české ekonomiky. Společným prvkem zmíněného neúspěchu je automatické předpokládání existence institucí, které v ČR v 90. letech zčásti nebo zcela chyběly. Z tohoto pohledu se jeví problematická volba privatizační metody směřující ke zprostředkované rozptýlené kontrole nad privatizovanými akciovými společnostmi v institucionálně velmi slabém prostředí a při absenci efektivní regulace finančních zprostředkovatelů. Selhání kupónové privatizace jako transformačního programu je přičítáno mimo jiné i použití právní formy veřejné akciové společnosti. Důvody jsou spojovány s problémy zmocnění, které zcela zákonitě vznikají při její správě, pokud není doprovázena vyspělým institucionálním zázemím dané ekonomiky. Významnou, i když ne jedinou, součástí tohoto zázemí je korporáční právo a systém jeho vynucení (srovnej Richter 2002). V další části nyní rozebereme problematiku kupónové privatizace zejména ve vztahu ke klíčové podnikatelské formě: akciovým společnostem.

3. AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI A KUPÓNOVÁ PRIVATIZACE

Selhání kupónové privatizace mělo dva rozměry: (i) čistě ekonomický (řekněme „hospodářský“) a (ii) provozní (řekněme „spekulačně-vlastnický“). Z hospodářského hlediska byla kupónová privatizace založena na popření zásad ekonomické teorie. Pomocí kupónů měl být změněn vlastník korporací, který by zajistil rozvoj perspektivních firem nebo nechal méně perspektivní firmy padnout. Jakýkoli pozitivní posun ve vývoji firem však až na výjimky musel být spojen se značnými investicemi, přitom však transfer vlastnických práv na základě kupónů nebyl doprovázen žádným pohybem kapitálu a vlastníci těchto kupónů² ani žádným kapitálem nedisponovali. Potřebné investice mohl zajistit pouze strategický kapitálově silný investor s jasným podnikatelským záměrem.

S tímto problémem úzce souvisí problém spekulace-vlastnický: kdo mohl mít i přes kapitálovou nedostatečnost zájem o vlastnictví resp. správu privatizovaných korporací? Kromě mimořádně riskujících a nebo nadstandardně informovaných podnikatelů především ti, kteří hodlali nedostatek kapitálu řešit transakcemi s majetkem privatizovaných korporací, prodejem jejich částí, výprodejem majetku včetně kapitálové podstaty a konečně prostou spekulací s kapitálovými podíly. V tomto výčtu sledujeme linii od standardního podnikatelského záměru řešit nedostatek provozního kapitálu a nezbytných investic při zachování hospodářské podstaty firmy, až po zcela nepokrytou spekulaci na zhodnocení vlastního majetku při současné de facto likvidaci privatizované firmy. Nastavení formálních pravidel pro kupónovou privatizaci jakoby předpokládalo, že všichni ekonomičtí agenti pochopí jejich smysl, podřídí své konání jejich deklaratornímu cíli a současně změní stereotypy svého chování tak, že nebude docházet k masovému porušování, překračování, nedodržování, ignorování ani negování těchto norem. Bylo velmi naivní toto očekávat.

V souladu s path dependency ekonomického chování převládalo na počátku kupónové privatizace nepochopení ze strany obyvatelstva (viz tabulka 1 a graf 1), později iracionální nadšení vyvolané marketingovou kampaní privatizačních investičních fondů a nakonec rozhořčené zklamání, apatie a pocit okradení nebo minimálně nespravedlivého obohacení jiných. Na druhé straně skuteční privatizátoři skrytí za investičními fondy jednali podle zažitého neformálního pravidla vztahu ke státnímu (kolektivnímu) majetku a vlastnická práva nových nabyvatelů (DIKů) považovali pouze za transmisní mechanismus bezúplatného převodu státního majetku do svého soukromého vlastnictví. Toto chování potom i nadále často přetrvávalo a projevilo se otevřeným poškozováním práv minoritních

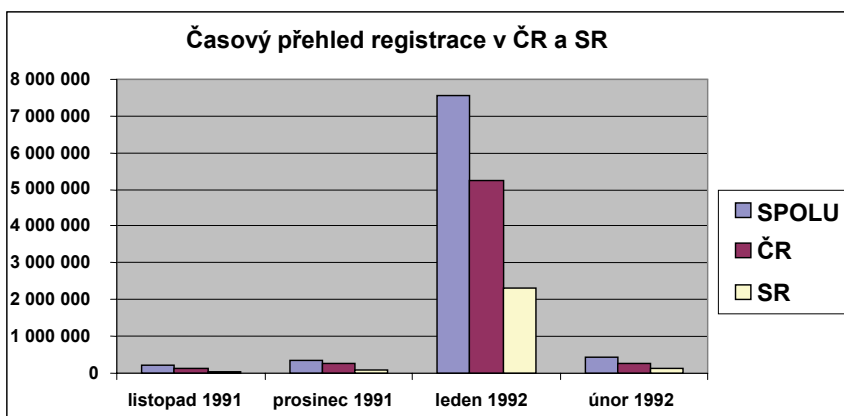
² = držitel investičních kupónů, tzv. DIK.

vlastníků akciových společností. Jak je ukázáno dále, právě v tomto momentu došlo k zásadnímu defektu ve vlastnicko-právních vztazích s principiálními dopady i do makroekonomických agregátů a tedy celého vyznění hospodářské transformace.

Tabulka 1: Časový přehled registrace v ČR a SR

časový přehled registrace v ČR a SR		listopad 1991	prosinec 1991	leden 1992	únor 1992	spolu	celkem zaregistrovaných kupónových knížek
ČR	(v %)	2,9	4,4	88,1	4,6	100	5 942 851
	(v abs.vyjádření)	172 343	261 485	5 235 652	273 371	5 942 851	
SR	(v %)	2,0	3,4	89,1	5,5	100	2 579 327
	(v abs.vyjádření)	51 587	87 697	2 298 180	141 863	2 579 327	
spolu	(v %)	2,6	4,1	88,4	4,9	100	8 522 178
	(v abs.vyjádření)	223 929	349 183	7 533 832	415 234	8 522 178	

Graf 1: Časový přehled registrace v ČR a SR



Jaký tedy mělo smysl postavit privatizační proces na principu akciových společností? Vezmeme-li v úvahu, že cílem privatizace bylo vytvoření podnikatelských subjektů schopných garantovat racionálnější a efektivnější fungování ekonomiky, pak musíme hodnotit volbu akciové společnosti jako správnou. Akciové společnosti jsou ve vyspělých tržních ekonomikách považovány za moderní funkční

formu zprostředkovaného soukromého vlastnictví (srovnej Lašek 1998). V kontextu těchto zkušeností byly v ČR na počátku 90. let založeny politickým rozhodnutím, tj. „shora“, stovky akciových společností pro účely kupónové privatizace. Podíváme-li se na volbu akciových společností z širšího pohledu, tj. konkrétních cílů transformace, pak se nám volba akciové formy podnikání jeví problematičtěji. Z koncepce transformace vyplývaly od počátku mimo jiné dva základní cíle: (i) změnit vlastnickou strukturu ekonomiky a (ii) změnit strukturu odvětvovou, podnikohospodářskou a organizační. Budeme-li vycházet z předpokladu, že tyto cíle a jejich naplňování byly v převažující míře spojovány s akciovou formou společností, pak lze definované poslání nově vznikajících akciových společností v české ekonomice považovat za nesmírně náročné. Složitost vyplývala zejména z úkolu významně se podílet na změně vlastnických vztahů v rámci privatizace a současně sehrát svoji efektivní funkci při restrukturalizaci ekonomiky.

České akciové společnosti musely tedy obstát jednak v konfrontaci se základními obecnými předpoklady, za nichž je akciová společnost schopna úspěšně se rozvíjet a jednak s institucionálním zázemím, které umožní jejich plnou funkčnost.

Obecně platí, že k naplnění funkčnosti akciové společnosti přispívají následující definiční znaky:

- *omezená odpovědnost společníků*, tj. poskytovatelů kapitálu, za závazky společnosti. Chápeme ji jako podmínku sine qua non koncentrace kapitálu pro zajištění investičních potřeb moderního podnikání. Evoluční teorie institucí vycházejí z předpokladu, že společenský prospěch plynoucí z omezené odpovědnosti s největší pravděpodobností převyšuje společenské náklady, které omezená odpovědnost společníků vyvolává (srovnej Carney 1999).
- *volná převoditelnost členských podílů* (akcií). Je podmínkou, která umožňuje bez omezení převádět akcie společnosti. Přispívá k zajištění likvidity investice ve společnosti. Investor jejím prostřednictvím získává schopnost řídit investiční riziko pomocí diversifikace akciového portfolia. Vedle likvidity vyžaduje investiční strategie i monitorování společnosti a aktivní účast investorů na řízení společnosti. Volná převoditelnost akcií vyžaduje existenci důvěryhodného organizovaného trhu, na kterém lze s akciemi obchodovat s vynaložením přijatelných transakčních nákladů. Požadována je důvěryhodnost trhu, která závisí především na koherentnosti informací, které mají investoři k dispozici ohledně obchodovaných akcií.
- *specializace rolí uvnitř společnosti*, zejména specializace managementu. Ve své podstatě tato podmínka znamená oddělení nároků na majetek a peněžní toky od řízení podnikání společnosti.

V návaznosti na toto pojetí je vysvětlována existence většiny norem práva obchodních společností jako mechanismů sloužících ke zvládnutí potenciálních nákladů vytvořených výše uvedeným oddělení nároků na majetek od řízení podnikání společnosti (srovnej Jensen - Meckling 1976, Bohatá - Pechová 1999).

Dalším předpokladem funkčnosti akciových společností je odpovídající institucionální zázemí. Jeho definiční znaky je obtížné určit jednoznačně a komplexně. Omezíme se proto pouze na určení skutečností, které na počátku české transformace negativně ovlivnily další vývoj institucionálního prostředí. Akciové společnosti byly odstartovány v prostředí, které vykazovalo řadu specifických momentů:

- vnitřní vztahy akciových společností byly zákonně upraveny jen velice stručně a nesystémově,
- účastníci finančního trhu neměli zkušenosti s organizační formou akciových společností,
- kapitálové trhy postrádaly pro svoje fungování odpovídající veřejnoprávní normy a neměly k dispozici ani účinný administrativní dohled nad dodržováním těchto norem,
- soudy nebyly akceschopné z hlediska své nedostatečné kapacity,
- kapitálové trhy neměly možnost opírat se o neformální instituce, především o morální pravidla trhu zajišťující respekt k soukromému vlastnictví nebo o vědomí, že smlouvy mají být plněny.

Zobrazené institucionální prostředí nám připomíná prostředí, které pro své uplatnění předpokládají kontraktní teorie korporálního práva. Jde o „teorie, které vycházejí z předpokladu, že ponechání sami o sobě, vyjednávají poskytovatelé kapitálu s managery, které najímají k řízení společnosti, ekonomicky efektivní strukturu akciové společnosti a alokaci vzájemných práv a povinností“ (Richter 2002).

Pro hodnocení právních aspektů institucionálního zázemí českých akciových společností lze využít celé řady přístupů, které nám nabízí teorie korporálního práva. Při formulování hodnotících závěrů budeme vycházet z následujících předpokladů:

- všechny akceptovatelné přístupy je možné rozčlenit na dvě základní skupiny:
 - 1) přístupy, které spoléhají na tržní, nebo-li kontraktuální nástroje,
 - 2) přístupy, které spoléhají spíše na právní regulaci.
- teoretický přístup spoléhající na tržní nástroje i přístup spoléhající spíše na právní regulaci považujeme za přístupy komplementární, které se v zásadě nevylučují. Rozdíly mezi nimi spatřujeme

zejména ve významu, který je připisován zastánci jednoho či druhého přístupu tržním nebo naopak regulačním nástrojům,

- oba teoretické přístupy vnímají právní formu akciové společnosti jako výsledek dlouhé evoluční institucionální selekce, jako dominantní právní formu, v níž se uskutečňuje současné podnikání a vytváří rozhodující část hrubého domácího produktu vyspělých ekonomik,
- úvahy o efektivnosti akciové formy podnikání je nutné spojovat se společenským prostředím, jehož instituce jsou schopny udržet problémy zmocnění pod kontrolou a omezit náklady zmocnění s tím spojené na přijatelnou míru. Pokud se ukáže institucionální situace v dané ekonomice jako zásadně odlišná, pak je nutné spojovat s právní formou veřejné akciové společnosti možnost nárůstu nákladů spojených se zmocněním do neudržitelných rozměrů.³

V následujících dvou kapitolách analyzujeme mechanismy hodnocení správy akciových společností v kontextu ekonomické transformace a formulujeme základní problémy, které v této souvislosti podvazovaly reální výkon české ekonomiky. Vycházíme přitom z předpokladu, že pokud není možné činnost nějakého subjektu efektivně kontrolovat a hodnotit, pak také tento subjekt nemůže a nebude fungovat ekonomicky efektivně – to se potom musí projevit na makroekonomických výstupech.

³ Tento závěr spojuje např. T. Richter s institucionální situací, v níž byla použita kupónová metoda privatizace. S ohledem na uváděné žádoucí institucionální předpoklady pro udržení nákladů zmocnění na rozumné výši, dospívá autor k závěru o chybnosti volby kupónové metody privatizace v ČR na počátku 90. let (Richter 2002).

4. HODNOCENÍ SPRÁVY ČESKÝCH AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ Z HLEDISKA UPLATNĚNÍ TRŽNÍCH NÁSTROJŮ

K tržním nástrojům správy akciových společností jsou zpravidla řazeny produktové trhy, kapitálové trhy, trh práce a motivační strukturování odměn managementu. Takto definovanou strukturu tržních nástrojů správy akciových společností je možné považovat za základní předpoklad úspěchu transformace a dosažení předpokládaných cílů privatizace. Naopak nefunkčnost každého z těchto nástrojů se nutně musela odrazit ve výsledku transformace i v makroekonomických agregátech. V dalším textu se zaměříme na právní rozbor jednotlivých nástrojů v kontextu české transformace a identifikujeme problematické momenty.

4.1. Produktové trhy

Produktové trhy, na nichž akciová společnost prodává své výstupy, jsou pro správu akciových trhů významné tím, že sjednocují v konečné instanci zájmy managementu a zájmy akcionářů. Pokud je akciová společnost spravována neefektivně, pak se tato skutečnost projeví v její nízké konkurenceschopnosti na trhu a jejím důsledkem by měla být změna managementu nebo dokonce vlastnictví výrobních aktiv společnosti. Produktový trh je schopen uvedenou roli plnit potud, pokud se vypořádá s problémy spojenými:

- s existencí přirozeného nebo administrativního monopolu nebo oligopolu,
- se značným zpožděním informací o efektivitě správy společností. Důsledkem tohoto zpoždění jsou zpravidla mimořádně vysoké náklady vynakládané díky tomu, že skutečný stav správy společnosti může být prostřednictvím informačních defektů těchto trhů identifikován až tehdy, když neexistuje již jiné řešení než konkurs na majetek společnosti.

Takto přesně byl nastaven hlavní cíl privatizace, jež měla přirozeně (rozumějme „tržně konformně“) řešit restrukturalizaci české ekonomiky. Naplnění tohoto cíle však bylo komplikováno především nedokonalostí klíčové normy: zákona o konkursu a vyrovnání.⁴ Konkursní řízení bylo příliš zdlouhavé a komplikované, úroveň právní jistoty zúčastněných osob nízká, náklady řízení vysoké a prostor pro aktivitu konkursních věřitelů nedostatečný. Tyto defekty zákona byly umocněny značnou těžkopádností, s níž byla formulována právní pravidla řádného

⁴ Zákon č. 328/1991 Sb., o konkursu a vyrovnání.

vypořádání se se závazky v případě bankrotu a platební neschopnosti společnosti. Nedostatečné institucionální zázemí konkursu spolu s obtížnou vynutitelností vedlo k vážnému selhání jeho funkcí.

Komplikovaná česká právní úprava konkursu nebyla jediným nenaplněným standardním předpokladem dobře fungujícího trhu. Projevila se řada dalších defektů. Za jeden z nejzávažnějších je považována obtížná vymahatelnost práva. Od počátku 90. let byly obchodní soudy v České republice zavaleny velkým množstvím drobných kaus. V důsledku toho zůstávaly závažné případy dlouho nerozhodnuty. Současně však nelze pominout, že jistou vinu na tomto stavu měla i nedostatečná kvalita sjednaných smluv a jejich neúplnost.

V české ekonomice poloviny 90. let nebyly tedy na produktových trzích dosaženy základní parametry. Přetrvávala monopolní (oligopolní) struktura trhu vázaná na dosud státní nebo státem řízené podniky, administrativní regulace jak v cenové oblasti, tak zejména v oblasti strukturální vedoucí až k administrativní monopolizaci, a konečně neprůhledné a korupční prostředí zadávání veřejných zakázek a propojení managementu korporací s politickým establishmentem a státní exekutivou. Spolu se zpožděnými a nedokonalými informacemi, pro jejichž analýzu navíc chyběly zkušenosti a historický kontext, nemohly být produktové trhy vůbec považovány za nástroj správy akciových společností.

4.2. Kapitálové trhy

Efektivně fungující kapitálový trh je schopen reflektovat názor trhu na správu společnosti mnohem rychleji, než je tomu u produktových trhů. Je schopen poskytovat informace jak pro management, tak i akcionáře prostřednictvím tvorby ceny akcií. Cena akcií může mít vypovídací hodnotu o tom, jak si vede management pověřený řízením akciové společnosti a současně může působit i jako hrozba tzv. „nepřátelského převzetí“ při významném poklesu ceny akcií. Abychom mohli s cenou akcií na kapitálovém trhu spojovat uvedené schopnosti, musí kapitálový trh, stejně tak jak jsme uvedli u produktových trhů, splňovat určité předpoklady. Za základní předpoklady považujeme cenovou integritu, likviditu, dostatečný počet registrovaných akcií s hlasovacími právy a dostatek finančního kapitálu k získání kontroly nad akciovou společností. Pro efektivní správu českých akciových společností trvale chyběla celá řada dalších předpokladů, vyplývajících z nerozvinutosti institucionálního a právního rámce kapitálového trhu. Za výchozí moment destrukce institucionálního rámce českého kapitálového trhu však považujeme kupónovou privatizaci a státem administrativně vynucenou emisi akcií téměř dvou tisíc společností, spolu s jejich veřejnou obchodovatelností.

Dalším destruktivním krokem byla podpora zjednodušené představy o rychlém vzniku likvidního a fungujícího trhu se všemi akciemi a

podílovými listy pro všechny, tj. i drobné investory. Tato očekávání se nemohla naplnit u všech akcií nejen ze samotné povahy věci, ale i z toho důvodu, že stát po dlouhou dobu rezignoval na rozvoj strnulé institucionální úpravy kapitálového trhu, který nesnesl srovnání s mezinárodními standardy. Kriticky lze nahlížet zejména na následující charakteristiky českého právního rámce:

- chyběly nejen samotné efektivní bankovní instituce, ale i odpovídající právní pravidla jejich chování,
- chyběla vhodná regulace a dohled nad bankovními i nebankovními finančními institucemi. Zásadní diskutovanou otázkou byl rozsah regulace a volba jejích forem, prakticky však zůstával kapitálový trh v rozhodném období bez efektivní regulace,
- neexistovaly žádné zákonné překážky při převzetí firem,
- a konečně již zmiňovaná absence relevantních informací.

Český kapitálový trh se rozvíjel především jako trh s majoritami. Převládalo destruktivní přesvědčení, že získání majority ve společnosti (tj. alespoň 50,1% podílu na hlasovacích právech) opravňuje disponovat i s těmi částmi zisku, které by měly náležet minoritním akcionářům. Nepříznivé postavení minoritních akcionářů se ještě umocnilo, pokud došlo ke zrušení veřejné obchodovatelnosti akcií společnosti. Do roku 1996 probíhaly uvedené procesy bez jakékoli zásadní právní ochrany minoritních akcionářů, což vedlo k oslabování jejich pozice. Nemohly se spoléhat na dostatečný tok informací a na ochranu podílů na ziscích, na které měli nárok. Jejich akcie byly znehodnocovány a nemohly být ani veřejně obchodovány. Legislativa důsledně neupravovala povinnost majoritních akcionářů předložit veřejnou nabídku převzetí. To vše vedlo k značným nesnázím minoritních akcionářů, neboť jejich akcie se staly obtížně a nevýhodně prodejné (Mejstřík 1998). Takto destruované investiční prostředí nemotivovalo zahraniční ani domácí portfoliové investory k investování v ČR. Tuto skutečnost dokumentuje výrazný pokles počtu emisí veřejně obchodovatelných (respektive registrovaných) akcií na kapitálovém trhu ČR od roku 1998 (viz Tabulka 2).

Tabulka 2: Vývoj počtu zaknihovaných veřejně obchodovatelných akcií v evidenci SCP v letech 1994 - 2004

	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	30.4.1994	31.12.2003	31.12.2004
počet veřejně obchodovatelných akcií	2050	2102	2101	2076	2010	1881	1465	422	236	1624	161	117

Zdroj: KCP (In: Roční zprávy o situaci na kapitálovém trhu ČR), <http://www.sec.cz>

Přestože od roku 1996 bylo učiněno několik zásadních pokusů o změnu právní úpravy ochrany investorů, očekávané efekty se dostavily až mnohem později. Za první krok v tomto směru je považována novela obchodního zákoníku⁵ z roku 1996, která zavedla regulaci právního postavení minoritních akcionářů. V tomto případě měla být regulace svěřena především obchodním soudům. Praktický dopad však byl minimální. Zkvalitnění právní úpravy se očekávalo i od zákona,⁶ kterým se zřídila Komise pro cenné papíry v roce 1998. Ovšem i v tomto případě lze vidět pozvolné efekty nové legislativy. Komise pro cenné papíry získává příslušné pravomoci k regulaci koncentrace vlastnictví až v roce 2001, tj. v době, kdy se tento proces ocitá ve svém závěru.

Jedním ze závažných nedostatků kapitálového trhu byla i přetrvávající nízká emisní aktivita a absence primárních emisí. V důsledku zobrazeného trendu nedocházelo k významnému přesunu od bankovních úvěrů k vydávání cenných papírů. Kapitálový trh nepůsobil jako významnější zdroj financí pro akciové společnosti.

Tabulka 3: Vývoj počtu emisí, případně nových tranší registrovaných (dříve veřejně obchodovatelných (registrovaných) akcií na kapitálovém trhu ČR v letech 1998 – 2003

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
počet emisí akcií	940	305	358	133	94	66	40	13	2	9

Zdroj: KCP, www.sec.cz

Trend skupování akciových podílů jediným akcionářem byl doprovázen spontánní tendencí k zrušení veřejné obchodovatelnosti a opuštění trhu. Tato skutečnost nabývala postupně na závažnosti, neboť

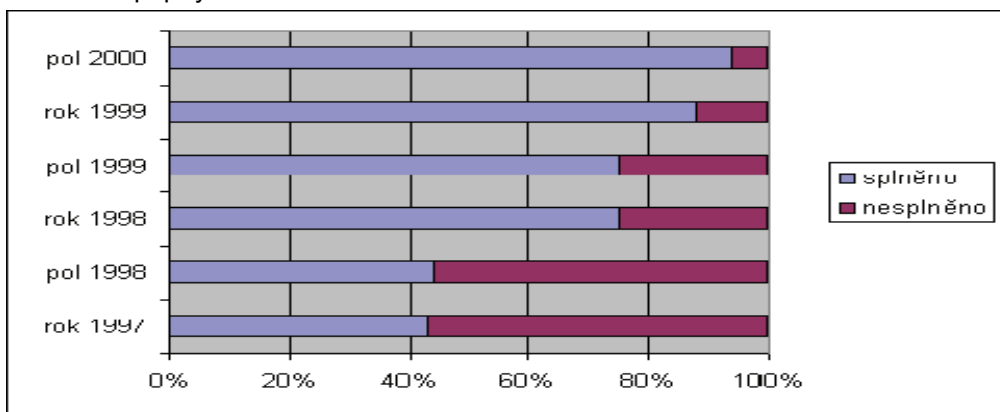
⁵ Zákon č. 513 /1996 Sb. , obchodní zákoník.

⁶ Zákon č. 15 /1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry.

k opuštění obchodovatelnosti mnohých titulů na veřejných trzích docházelo nejen u malých a středních společností, ale i u řady největších akciových společností. Zrušení veřejné obchodovatelnosti přinášelo sice jisté efekty v podobě úspor emisních nákladů a zjednodušení řízení společnosti, současně mělo i své negativní důsledky. Jednak se snížila transparentnost těchto společností pro obchodní partnery, uzavřela se cesta k maximalizaci prodejní ceny minoritních podílů kapitálu externím investorům a současně se ztížilo externí monitorování společnosti a jejich managerů. Jedinou monitorující institucí se tak staly pro tyto společnosti banky poskytující jim úvěry.

Situaci na kapitálovém trhu komplikovala rovněž celá řada dalších nestandardních prvků. Dokonce jsme byli svědky absence takových právních institutů, které jsou považovány na vyspělých trzích s cennými papíry za naprostou samozřejmost, například neuplatňování sankcí za nesplnění minimální informační povinnosti společnosti, pokud nezveřejnila svoji účetní závěrku v Obchodním věstníku, event. nesplnění informační povinnosti vůči Komisi pro cenné papíry.

Graf 2: Historie plnění informační povinnosti emitentů Komisi pro cenné papíry v letech 1997 – 2000⁷



Zdroj: KCP([http\www.sec.cz](http://www.sec.cz))

O velice chabé disciplíně emitentů při plnění periodické informační povinnosti v období, kdy zahájila svoji činnost Komise pro cenné papíry, vypovídá přehled v Tabulce 4. Zobrazuje rovněž vliv její dozorové činnosti na plnění informační povinnosti v následujících třech letech.

⁷ Údaje před rokem 1997 nejsou k dispozici.

Tabulka 4: Přehled o plnění periodické informační povinnosti emitentů v letech 1998 – 2000 (v %)

plnění	1998	1999	2000
včas	38 %	80,1 %	91,7 %
po lhůtě	53 %	8,4 %	4 %
vůbec	9 %	11,5 %	4,3 %

Zdroj: KCP (In: Zprávy o situaci na českém kapitálovém trhu, <http://www.sec.cz>)

Nejziskovější strategií mnoha společností v 90. letech se tak stalo podvádění postavené na využití neúplnosti smluv a právního rámce. Umožňovalo z firem odčerpat potřebný kapitál při současném podlomení jejich restrukturalizace a prohloubení jejich zadlužení. Tendence k podvádění se dokonce prosadila i u mnohých společností zřízených ke správě aktiv a investičnímu poradenství, které přerozdělovaly ve svůj prospěch svěřené cizí peníze investované do akcií a podílových listů.

Problémy fungování českého kapitálového trhu vyplývaly i z jeho složitě a neefektivní struktury. Této struktuře odpovídala nízká výkonnost, vysoké transakční náklady, velká fragmentace infrastruktury pro registraci, zúčtování a vypořádání obchodů s cennými papíry. Na rozdíl od většiny evropských zemí neexistovala v ČR jediná instituce, která by na kapitálovém trhu plnila jak funkci registru cenných papírů, tak i funkci vypořádání. Nepřiměřenost právní úpravy spočívala i v omezených možnostech Střediska cenných papírů, které mohlo evidovat ve svém systému pouze zaknihované cenné papíry, zatímco se zcela opomíjela evidence ostatních investičních instrumentů. Transparentnost trhu se snižovala zejména v období, kdy docházelo ve větší míře k přeměnám zaknihovaných akcií na listinné, které se ve Středisku pro cenné papíry neregistrovaly. Docházelo k situacím, kdy nebylo možné zjistit, kdo společnost vlastní a tím ani nebylo možné ji efektivně sankcionovat za nedostatek spolupráce s regulatorními úřady. Systém evidence cenných papírů fungoval neadekvátně i z toho důvodu, že postrádal v několika oblastech víceúrovňovou evidenci vlastnictví cenných papírů. Snad nejcitelněji se tento nedostatek projevoval při správě zaknihovaných cenných papírů tuzemských emitentů vlastněných zahraničními akcionáři a dále při vedení evidence vlastnictví zahraničních cenných papírů pro české investory. Pokud v určitých situacích v české legislativě chyběla pro evidenci přiměřená opora, musela si praxe vypomáhat kopírováním postupů zaběhlých v zahraničí.

Významným mezníkem ve vývoji legislativy českého kapitálového trhu se stala až novela zákona o cenných papírech,⁸ která s účinností od roku 2001 upravila nové požadavky na emise cenných papírů registrovaných na veřejném trhu. Současně uložila organizátorům trhu s cennými papíry průběžně prověřovat způsobilost registrovaných emisí podle zákonných podmínek a nevyhovující emise cenných papírů vylučovat nebo pozastavit obchodování s nimi.

Tabulka 5: Vývoj počtu vyloučených emisí cenných papírů na veřejném trhu cenných papírů ČR v letech 2001 - 2002

počet vyloučených emisí CP z veřejného trhu:	2001	2002
RM-S	744	215
BCPP, a.s.	13	45

Zdroj: KCP (In: Roční zprávy o situaci na kapitálovém trhu ČR za rok 2001,2002), <http://www.sec.cz>

Špatná správa akciových společností tak v průběhu 90. let vedla k jejich rigidnímu chování a k zmrazování procesu restrukturalizace namísto jejich kreativní destrukci. Ani kapitálový trh neplnil efektivně svoji roli nástroje správy akciových společností.

4.3. Trh práce a odměňování managementu

Trh práce je obecně schopen pozitivně ovlivňovat chování managementu akciových společností a stimulovat je k zodpovědnému přístupu ke správě akciových společností. Princip je založen na poklesu ceny práce těch managerů, kteří opakovaně neefektivně řídí akciové společnosti nebo pokud trh nemá o práci takovýchto managerů zájem. Dosavadní fungování českého trhu práce prozatím fungování tohoto mechanismu příliš nepotvrzuje.

Vážný problém při správě akciových společností vzniká v důsledku rozporu mezi ekonomickou motivací akcionářů a ekonomickou motivací managementu. Tento rozpor lze eliminovat uplatněním určitého systému odměňování managementu. Zkušenosti ukazují, že tento systém působí podle očekávání tehdy, je-li management co nejvíce zainteresován na hospodářském výsledku akciové společnosti, a současně je dostatečně transparentní. Často používanými prvky tohoto systému jsou přímé podíly na zisku nebo opce na nákup akcií společnosti. V nedávné době např. odsouhlasila Komise EU doporučení členským státům, podle něžž by platy členů představenstva, dozorcích rad a výkonných ředitelů byly veřejné. Tyto mechanismy však nefungovaly a vzhledem k nulové historii a zkušenosti ani fungovat nemohly. Ani pracovní trh tedy neplnil

⁸ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

v důležitém období transformace funkcí nástroje správy akciových společností.

5. HODNOCENÍ SPRÁVY ČESKÝCH AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ Z HLEDISKA UPLATNĚNÍ PRÁVNÍCH NÁSTROJŮ

Právní nástroje správy akciových společností byly v ČR založeny na uplatnění několika základních právních principů. Jsou jimi:

- ochrana práv akcionářů,
- rovný přístup ke všem akcionářům,
- ochrana práv osob s vlivem,
- publicita a transparentnost společnosti,
- zodpovědnost členů orgánů společnosti.

5.1. Princip ochrany práv akcionářů

Česká právní úprava navázala na vymezení práv akcionářů provedené zeměmi OECD. Její snahou je uplatnit standardní zásady ochrany, kterými jsou:

- garantování základních práv akcionářů,
- dostatečná informovanost akcionářů, možnost akcionářů účastnit se na rozhodování o podstatných změnách v podnikání,
- efektivní účast akcionářů na valné hromadě,
- včasná a dostatečná informovanost akcionářů o konání valné hromady, možnost akcionáře volit buď osobně nebo též v zastoupení,
- zveřejňování vlastnické struktury, která umožňuje určitým akcionářům získat větší část kontroly nad společností díky jejich podílu na akciové společnosti.
- fungování orgánů společnosti na efektivním a transparentním základě,
- zvažování nákladů a výnosů uplatňování akcionářských práv.

Zakomponování uvedených zásad do české obchodně právní úpravy probíhalo postupně po celá devadesátá léta spolu s legislativní úpravou vymáhání oprávněných nároků akcionářů. Transformace ekonomiky probíhala zejména v první polovině 90. let bez zakotvení většiny uvedených zásad do zákonné úpravy. Pro podnikání formou akciových společností byla proto po celá devadesátá léta typická nedostatečná ochrana akcionářů, zejména menšinových. Obdobně

můžeme hodnotit situaci i při sledování uplatnění ostatních principů správy akciových společností.

5.2. Princip rovného přístupu ke všem akcionářům

Právní rámec správy akciových společností nebyl v 90. letech příliš atraktivní ani pro zahraniční akcionáře. Příčina spočívala zejména v neuplatňování principu rovného přístupu ke všem akcionářům, včetně zahraničních i drobných akcionářů. Neúplné rozvinutí tohoto principu se v českých podmínkách negativně projevilo v nerespektování standardního požadavku na přiměřené odškodnění všech akcionářů za porušení jejich práva. Uvedený moment významně ovlivňoval jistotu investorů, protože jim nebyly poskytnuty dostatečné garance ochrany jejich kapitálu investovaného do společnosti. Česká legislativa neposkytovala ve srovnání se zahraničím efektivní právní nástroje ochrany investovaného kapitálu před zneužitím nebo neefektivním zacházením managery, představenstvem a většinovými akcionáři. Uvedené skupiny osob byly často zapojeny do aktivit, které byly v jejich osobním zájmu a výrazně poškozovaly ostatní skupiny akcionářů.

Formování žádoucích právních pravidel probíhalo velice pozvolna v rámci jednotlivých novelizací obchodního zákoníku. Stěžejní změny ve prospěch ochrany akcionářů se týkaly pravidel,⁹ podle nichž:

- akcionáři mají v rámci stejného typu akcií stejná práva,
- insider trading jsou striktně zakázány, stejně tak jako obchody na vlastní účet výrazně poškozující akcionáře,
- je vyžadováno od členů dozorčí rady a představenstva pravidelné prokazování jejich osobních zájmů na obchodech společnosti, respektive na jiných obchodech ovlivňujících hospodaření společnosti.

5.3. Princip ochrany práv osob s vlivem

Uplatnění principu ochrany práv osob s vlivem mělo být zabezpečeno především prostřednictvím občanského zákoníku,¹⁰ zákoníku práce,¹¹ zákona o konkurzu a vyrovnání,¹² obchodního zákoníku¹³ aj. Předpokládalo se, že otázky, které nebudou tyto zákony řešit, se upraví smluvně vzájemnou dohodou. Obecně lze říci, že až do roku 2000 zmíněné právní normy nedefinovaly dostatečně aktivní

⁹ Zákon č. 513/1991 sb., obchodní zákoník, v platném znění.

¹⁰ Zákon č. 40/1964 sb., občanský zákoník, v platném znění.

¹¹ Zákon č. 65/1965 sb., zákoník práce, v platném znění.

¹² Zákon č. 328/1991 sb., o konkurzu a vyrovnání, v platném znění.

¹³ Zákon č. 513/1991 sb., obchodní zákoník, v platném znění.

spolupráci mezi společnostmi a osobami s vlivem. Nenaplnil se ani předpoklad stanovení pravidel odškodnění pro případy, kdy dojde k porušení zákonů na ochranu práv osob s vlivem. V zákonech jsme marně hledali i povolení mechanismů zvyšování výkonnosti společnosti prostřednictvím zásahů osob s vlivem. Jejich možnosti vstoupit do procesu správy podniků byly limitovány zejména nedostatečným přístupem k relevantním informacím.

5.4. Princip publicity a transparentnosti společnosti

Proces uveřejňování určitého okruhu informací je klíčovým momentem monitorování společnosti a slouží jako hlavní podklad pro akcionáře a potenciální investory pro jejich rozhodování. Nedostatečné nebo nejasné informování může vést kapitálový trh k neefektivnosti, dochází k předražování kapitálu a k špatné alokaci zdrojů ve společnosti.

První desetiletí transformace ekonomiky bylo doprovázeno nízkou úrovní transparentnosti akciových společností a nestejným zacházením se všemi akcionáři při zveřejňování informací. Zveřejnění informací nesplňovalo požadované kvality a mělo velice destruktivní vliv na ekonomické rozhodování jejich uživatelů. Informační povinnost společností nebyla zakotvena v zákonech komplexně a kromě toho ani nebyla žádoucím způsobem vymáhána. Společnosti, které měly důvody k mlžení určitých skutečností, nebyly právními instrumenty motivovány k řádnému plnění své zákonem určené informační povinnosti. Česká ekonomika neměla k dispozici takové právní prostředí, které by akciové společnosti stimulovalo k plnění povinnosti zveřejňovat důležité informace pro ekonomické rozhodování zainteresovaných subjektů. Obtížně byly dostupné nebo nepřesné především tyto skutečnosti: finanční a operativní výsledky společnosti, cíle společnosti, majoritní akcionáři a hlasovací práva, vyčíslené budoucí rizikové faktory, informace o zaměstnancích a dalších osobách s vlivem, struktura správy podniku a vnitřní normy. Po mnoho let nebyla naplňována ani podmínka, aby zveřejňované informace byly připravené a auditované¹⁴ v souladu s velmi kvalitními standardy účetnictví¹⁵ a auditu. Problematickou se jevílo i uplatnění zásady, aby audit byl vypracován nezávislým auditorem, který by mohl poskytnout nezávislou a objektivní zprávu o hospodaření společnosti.

České akciové společnosti se nedokázaly úspěšně vyrovnat ani s dalším požadavkem na informace, kterým je včasný a nákladově efektivní přístup k relevantním informacím. Pravidla zveřejňování informací o společnosti se v ČR upravila legislativou, zatímco způsob jejich zveřejňování se upravuje vnitřními normami společností

¹⁴ Zákon č. 254/2000 Sb., o auditorech.

¹⁵ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

samotných. Tato skutečnost nám umožňuje pochopit, proč se informace často zveřejňovaly opožděně nebo neúplně nebo proč byl přístup k informacím složitý a finančně náročný.

5.5. Princip odpovědnosti členů orgánů společnosti

K výraznějšímu posílení odpovědnosti za škodu a sankčního ručení členů orgánů akciových společností došlo teprve novelou obchodního zákoníku¹⁶ z roku 2001. Nová právní úprava zvýšení odpovědnosti členů statutárních orgánů reagovala na přetrvávající neochotu představitelů některých společností nést zodpovědnost za důsledky svého počínání při řízení společnosti. Zpřísněná opatření měla přispět k omezení možností zneužívat značné pravomoci, kterými členové statutárních orgánů disponovali. Nově byla zakotvena i povinnost členů představenstva a dozorčí rady akciové společnosti vykonávat svoji působnost s péčí řádného hospodáře. Současně došlo k přenesení důkazního břemene o tom, že jednání bylo v souladu s péčí řádného hospodáře, na samotné členy představenstva nebo dozorčí rady. Takto získal kterýkoliv z akcionářů možnost obvinit člena představenstva nebo dozorčí rady z porušení povinnosti jednat s péčí řádného hospodáře. Akcionářům přitom nebyla uložena povinnost předložit důkazy potvrzující o tom, že jejich tvrzení je pravdivé. Reagovalo se tk na situaci v 90. letech, kdy byla naléhavě pociťována absence odpovědnosti za škodu vzniklou v souvislosti s uplatňováním jednotného řízení v rámci koncernu, zejména pak v podmínkách tzv. faktického koncernu. Nedostatečná právní úprava odpovědnosti členů orgánů společností se značně podepsala v hladkém průběhu procesu tzv. tunelování společností.

Všechny tyto instituce v 90. letech citelně chyběly. Spolu s dříve zmiňovanými deformacemi a nefunkčností nástrojů správy tak vznikalo prostředí, v němž se privatizované akciové společnosti chovaly zcela odlišně od standardů vyspělých kapitálových trhů a tím i zcela odlišně od toho, co se od nich v rámci kupónové privatizace očekávalo a kam chtěla být směřována hospodářská transformace.

¹⁶ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

6. STRUKTURÁLNÍ ZMĚNY A MAKROEKONOMICKÉ AGREGÁTY

Teorie správy akciových společností se v širším slova smyslu zabývá tím, jak zajistit, aby akciové společnosti byly vedeny v zájmu jejich vlastníků.¹⁷ V období transformace však měly akciové společnosti plnit také významnou funkci v rámci privatizačního procesu a byly tedy s nimi rovněž spojeny naděje na plnění zájmů společenských. Z logiky zvolené strategie privatizace založené na kupónové metodě bylo zřejmé, že musí dojít k vytvoření skupiny winners a také skupiny losers. Proces restrukturalizace ekonomiky založený na rozvoji winners a úpadku losers byl vyveden mimo primární strukturální politiku vlády a restrukturalizace tak byla do značné míry „zprivatizována“ ex ante. Rozdělení nových vlastníků (akcionářů) do skupin winners a losers tak bylo dále ponecháno na působení tržních sil a mimo přímý vliv státu. Trh, na němž by se tyto tržní síly mohly uplatnit, však nefungoval dokonale, protože nebyl dostatečně a správně ošetřen formálními institucemi a ani neformální instituce nefungovaly (a ani nemohly) směrem ke efektivnímu a tržně spravedlivému¹⁸ rozložení zisků a ztrát. Formování skupin winners a losers tak nebylo vnímáno jako přirozené a spravedlivé (a také v tomto smyslu nebylo); přetrvávající absence adekvátních formálních institucí při formování chování vlastníků dále posilovala význam institucí neformálních a vedla ke stále větším deformacím při správě a fungování nově vznikajících akciových společností.

V souvislosti s předchozím vymezením institucionální struktury, můžeme sledovat proces restrukturalizace na všech úrovních ekonomiky: restrukturalizaci organizační, finanční a výrobní (srovnej Lašek 1997, Spěvák 2002). Základní směry restrukturalizace české ekonomiky tak můžeme obecně shrnout do tří oblastí: (i) privatizace, (ii) vytvoření nového managementu a (iii) zapojení do mezinárodní dělby práce. Z hlediska restrukturalizace hospodářství byla klíčová její poslední forma – restrukturalizace výrobní. Zvládnutí strukturálních změn ve výrobě předpokládá volbu vhodných výrobních programů, zastavení neefektivních výrob, přístup k moderním technologiím, volný kapitál, rekvalifikaci pracovních sil. Firmy, jež tohoto nebyly schopny dosáhnout vlastní silou nebo fúzí se silnějším (zahraničním) partnerem, nebyly schopny unést stále silnější konkurenční tlaky a

¹⁷ Pojmu správa obchodních společností (corporate governance) se užívá i v užším smyslu k popsání struktur a procesních pravidel používaných na úrovni správní rady společnosti (srovnej Marks 1999).

¹⁸ Jako tržně spravedlivé chápeme takové rozložení zisků a ztrát (resp. vlastnictví), které není výsledkem arbitrárních rozhodnutí centrální autority, ani působením tržních sil deformovaných záměrnou a účelovou asymetrií informací, korupcí, podvodů apod.

skončily v likvidaci. To s sebou neslo dopady na makroekonomické agregáty a dávalo obraz o úspěšnosti celé transformace.

Je zřejmé, že právě v oblasti restrukturalizace výroby se potkávají dva základní principy transformace: (i) makroekonomická řízená státem a (ii) na úrovni firmy, a že souhrnný úspěch nebo neúspěch výrobní restrukturalizace výrazně ovlivňuje výsledek hospodářské transformace jako celku. Přitom stát má jen velmi malou možnost ovlivnit vlastní restrukturalizaci výroby přímo. Česká vláda tuto možnost měla (a má) ve firmách, v nichž držela kontrolní balík, tedy jež byly prakticky státní. Toto samo o sobě je však v rozporu s institucionálním principem transformace ekonomiky a i z hlediska čistě ekonomického je to zdrojem neefektivnosti. Hlavním úkolem státu tak v této oblasti zůstává vytvoření takového institucionálního rámce, v němž mohou strukturální změny v oblasti výroby efektivně probíhat při co nejnižších národohospodářských ztrátách. Těmito ztrátami přímo souvisejícími s výrobní restrukturalizací je podvazování výkonu ekonomiky a zejména akcelerace nezaměstnanosti.

České hospodářství na počátku transformace vykazovalo značné strukturální deformace poplatné centrálně plánované ekonomice. Tyto deformace mohou být v souvislosti s předchozím rozborem definovány jako opoždování za evolucí institucionální struktury vyspělých tržních ekonomik. Ve srovnání s Rakouskem byla v 80. letech pro výkon ekonomiky dominantní průmyslová výroba (63 % v ČSSR, 40 % v Rakousku), zatímco podíl služeb byl podstatně nižší (30 % ČSSR, 56 % Rakousko). V polovině let 90. již dosáhla základní odvětvová struktura české ekonomiky parametrů běžných v rozvinutých zemích: podíl průmyslové výroby na tvorbě HDP klesl na 41%, podíl služeb se zvýšil na 54 % a podíl zemědělské výroby klesl ze 7 % v 80. letech na 5 %. Vzhledem k tomu, že většina evropských vyspělých tržních ekonomik (typicky Německo) dokončila institucionální vývoj v postindustriální společnosti, tzn. dosáhla struktury ekonomiky s výrazně převažujícím sektorem služeb a minimalizovaným sektorem zemědělství, až v druhé polovině 20. století, není z tohoto pohledu vývoj české ekonomiky zcela přelomový (Holub, A., 1998). Dokonce i během socialistického hospodářství k takovéto tendenci vývoje docházelo a hospodářské a politické uvolnění po roce 1989 tento vývoj jen akcelerovalo. V podrobnější struktuře jednotlivých odvětví však přetrvávaly výrazné rozdíly oproti struktuře vyspělých ekonomik světa a zvláště EU. Největším problémem bylo permanentní zaostávání v růstu produktivity práce v globálním i meziodvětvovém srovnání, což mělo nepříznivý vliv na hospodaření jednotlivých subjektů i výkon ekonomiky jako celku. Změnit tento trend mohla jen změna vlastnické struktury založená na vstupu kapitálově silných nových vlastníků do českých firem.

Na pokračujících změnách ve struktuře české ekonomiky se stále více podílely změny organizační struktury. Největší kvantitativní změny opět připadají na první fázi transformace, kdy z 18 837 ekonomických (podnikatelských) subjektů na počátku transformace vzrostl jejich počet do poloviny 90. let na více než 1 320 000. Velkou měrou se na tomto vývoji (v absolutních i relativních číslech) podílel sektor zemědělství a zejména služeb. Tyto změny se samozřejmě promítly i do organizační struktury průmyslové výroby. Kvantitativní změny měly rovněž svoji kvalitativní dimenzi: výrazným rysem struktury výrobní základny se stala diferenciaci na relativně vysoký počet malých a středních podniků a omezený počet podniků velkých,¹⁹ které se na celkovém počtu výrobních podniků podílely jen průměrně 2,3 %, avšak pokrývaly přes 80 % průmyslové produkce a zaměstnávaly více než 70 % zaměstnanců. Toto rozvrstvení bylo mimo jiné opět důsledkem způsobu privatizace českého hospodářství: na jedné straně „privatizace zdola“, tzn. boom zakládání malých soukromých podniků, na straně druhé „privatizace shora“, tzn. kupónová privatizace velkých podniků a současně nebo později jejich prodeje strategickým partnerům. Privatizace, jako zejména politický imperativ, se tak stala do jisté míry limitou pro institucionální změnu struktury průmyslové základny. Aby mohl být český průmysl privatizován, muselo dojít k jeho organizačnímu rozdrobení, tzn. že v první fázi transformace šel institucionální vývoj struktury průmyslové základny proti směru vývoje světové ekonomiky a ve vztahu ke struktuře světové ekonomiky se stával – z institucionálního hlediska – méně konkurenceschopným. Teprve další vývoj ve druhé polovině 90. let postupuje v duchu mezinárodní globalizace směrem k relativnímu zvětšování průmyslových podniků zejména cestou fúzí a akvizic. Právě v této fázi se však jako brzda dalšího rozvoje projevily výše zmíněné problémy správy akciových společností, které přitom byly hnací silou transformace.

¹⁹ 100 a více zaměstnanců.

Tabulka 6: Organizační struktura NH v ČR - přehled ekonomických subjektů podle vybraných právních forem

rok	celkem	z toho vybrané právní formy		
		státní podniky	akciové společnosti	soukromí podnikatelé podnikající dle živnostenského zákona
1990	178 993	3 505	658	124 455 ²⁰
1991	955 647	3 737	2 541	891 872 ²¹
1992	1 118 637	3 272	4 076	982 075
1993	1 250 216	2 920	4 813	1 044 635
1994	1 118 534	1 522	6 017	856 509
1995	1 321 096	2 270	7 564	1 000 375
1996	1 468 940	1 886	9 255	1 103 732
1997	1 627 626	1 621	10 353	1 223 195
1998	1 781 334	1 312	11 697	1 327 891
1999	1 963 319	1 214	13 009	1 425 743
2000	2 050 770	1 117	14 092	1 471 291
2001	2 121 562	1 054	14 845	1 523 051
2002	2 223 745	995	15 260	1 607 151

Zdroj: ČSÚ

²⁰ Podnikající dle zákona č. 105/1990 Sb., o soukromém podnikání občanů.

²¹ Podnikající dle zákona č. 105/1990 Sb., o soukromém podnikání občanů.

Tabulka 7: Organizační struktura NH v ČR - přehled vybraných právnických osob podle institucionálních sektorů

právní forma	celkem	z toho:					
		veřejné podniky a korporace		soukromé podniky a korporace		z toho: pod zahraniční kontrolou	
		absolutně	%	absolutně	%	absolutně	%
právnícké osoby celkem	406 295	2 276	100,0	255 700	100,0	73 863	100,0
z toho:							
obchodní společnosti celkem	220 461	565	24,8	219 896	86,0	44 039	59,6
v tom:							
veřejné obchodní spol.	7 729	-	0,0	7 729	3,0	801	1,1
spol. s ruč. omezeným	196 772	216	9,5	196 556	76,9	41 884	56,7
akciové společnosti	15 260	349	15,3	14 911	5,8	1 102	1,5
komanditní společnosti	700	-	0,0	700	0,3	252	0,3

Zdroj: ČSÚ

ZÁVĚR

Základním cílem ekonomické transformace 90. let v České republice bylo vytvoření takové institucionální struktury ekonomiky, která vytvoří předpoklady mezinárodní konkurenceschopnosti české ekonomiky a umožní dosažení hospodářské úrovně vyspělých tržních ekonomik. V obecném povědomí i v analytických studiích je tento cíl vnímán především jako dosažení určité úrovně makroekonomických ukazatelů, méně již jako dosažení určité institucionální struktury. Rozhodujícím momentem transformace byla změna vlastnické struktury v podobě kupónové privatizace, kde klíčovou roli sehrály nově konstituované akciové společnosti. V této stati jsme identifikovali hlavní problémy spojené s fungováním akciových společností v procesu denacionalizace a restrukturalizace české ekonomiky:

- formální instituce, tj. nový právní řád, upravující fungování akciových společností nebyly aplikovány komplexně, přijalo se pravidlo opakované evoluce a podcenila se setrvačnost neformálních institucí;
- selhávající institucionální rámec pro fungování akciových společností se promítal do selhávání vlastního managementu těchto akciových společností a znemožňoval tak v makroekonomickém měřítku dosažení cílové úrovně hlavních agregátů, zejména tempa růstu HDP a produktivity práce;
- nefungující mechanismy hodnocení a kontroly managementu akciových společností vyústily v pochopitelný (a v důsledku úspěšný) posun ve strategii řízení těchto společností směrem k maximalizaci důchodů managementu na úkor zisků skutečných vlastníků;
- jako metoda takové strategie maximalizace zisků se pak v nedokonalém a z hlediska hodnocení a kontroly managementu nefunkčním institucionálním prostředí prosadily finanční transakce na hranici legality nebo i za ní namísto zvyšování produktivity práce a reálných hospodářských výkonů.

Důsledky těchto defektů se neprojeví jen na mikroekonomické úrovni, ale i v relativně nízké dynamice transformované ekonomiky, nedůvěře v tržní ekonomiku, v pocitu ukřivdění a zcizení společných hodnot a v konečném důsledku do prodloužení transformace do vleklého procesu a do snížení mezinárodní konkurenceschopnosti české ekonomiky.

POUŽITÁ LITERATURA

ADÁMKOVÁ, V. (1998) K pojetí transformační politiky zemí SVE a hospodářské politiky Evropské unie. *Acta Oeconomica Pragensia* 6/1998, č. 8, s. 23 - 36.

BOHATÁ, M. - PECHOVÁ, M. (1999) Řízení a správa společností, *Politická ekonomie* 5/1999, s. 700 - 718.

BREŇOVÁ, L. - DŽBÁNKOVÁ, Z. - NEČADOVÁ, M. (2003) *Změny ekonomického prostředí a jejich dopad na podniky v procesu připojování ČR do EU*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, studie 3/2003.

BULÍŘ, A. - JONÁŠ, J. ed. (1995) *Ekonomie reformy: vybrané stati o teoretických a praktických otázkách přechodu k tržní ekonomice*. 1. vyd. Praha: Management Press.

CARNEY, W.J. (1999) Limited Liability, *Encyclopedia of Law and Economics*, kap. č. 5620, s. 659 a násl., <http://encyclo.findlaw.com>.

CIHELKOVÁ, E. a kol. (1999) *Některé otázky předvstupní strategie České republiky do Evropské unie* 1. vydání, Praha: VŠE.

CORICELLI, F. (1998) *Macroeconomic Policies and the Development of Market in Transition Economies*. 1. vyd. Budapest: Central European University Press.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD www.csu.cz.

EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2000) *Employment, skills and transition*. Transition report 2000. London: European Bank for Reconstruction and Development.

EUROPEAN COMMISSION (2000) *European employment and social policy: a policy for people*. Brussels: European Communities.

EUROPEAN COMMISSION (2002) *Strategy Paper 2002*. Brussels: European Communities.

FRANZ, W. (1995) *Central and East European Labour Markets in Transition: Developments, Causes, and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research, Discussion paper series 1132.

HOLUB, A. (1998) Stručný nárys ekonomického růstu a strukturálních odvětvových změn v transformaci České republiky. *Acta Oeconomica Pragensia* 6/1998, č. 8, s. 59 - 82.

HOLUB, A. a kol. (2003) *Česká ekonomika na cestě do Evropské unie*. 1. vyd. Praha: VŠE.

CHANDLER, A. D. (1977) *The Visible Hand*. Cambridge: Harvard University Press.

CHLUMSKÝ, J. (1997) Institucionální pohled na integraci ČR do světové ekonomiky. *Acta Oeconomica Pragensia* 5/1997, č. 5, s. 7 - 24.

CHLUMSKÝ, J. (1998) Globalizace a ekonomická transformace. *Acta Oeconomica Pragensia* 6/1998, č. 8, s. 7 - 22.

JAKŠ, J. (1998) K institucionální dimenzi předvstupní strategie Evropské unie. *Acta Oeconomica Pragensia* 6/1998, č. 8, s. 83 - 104.

JEFFRIES, I. (1996) *A Guide to the Economies in Transition*. 1. vyd. London: Routledge.

JEŽEK, T. (2001) *Kodex správy a řízení společností založený na Principech OECD*. Praha: Komise pro cenné papíry, <http://www.sec.cz>.

JONÁŠ, J. (1997) *Ekonomická transformace v České republice: makroekonomický vývoj a hospodářská politika*. 1. vyd. Praha: Management Press.

KADERÁBKOVÁ, A. - ŽÁK, M. (2002) Význam politicko-ekonomických faktorů v období transformace. *Politická ekonomie* vol. 50, 5/2002 s. 611 - 646.

KADERÁBKOVÁ, A. - SPĚVÁČEK, V. - ŽÁK, M. (2003) *Růst, stabilita a konkurenceschopnost: aktuální problémy české ekonomiky*. 1. vyd. Praha: Linde.

KLVAČOVÁ, E. (1997) Charakteristické rysy české privatizace a jejich vliv na výkonnost ekonomiky. *Acta Oeconomica Pragensia* 5/1997, č. 5, s. 83 - 96.

LAŠEK, J. (1997) Strukturální a institucionální aspekty transformace ekonomiky ČR. *Acta Oeconomica Pragensia* 5/1997, č. 5, s. 53 - 82.

LAŠEK, J. (1998) Organizační a institucionální aspekty transformace ekonomiky ČR. *Politická ekonomie* 3/1998, s. 365 - 379.

LAŠTOVIČKA, R. (1995) *Privatization and Restructuring Under Transition*. Praha: CERGE, , Working papers series 82.

MACH, M. ed. (1997a) *Integrace České republiky do světové ekonomiky – institucionální aspekty*. Praha: VŠE.

MACH, M. ed. (1997b) *Transformace sociální politiky v ČR*. Praha: VŠE.

MACHONIN, P. - TUČEK, M. (1996) *Česká společnost v transformaci: k proměně sociální struktury*. 1. vyd. Praha: Sociologické nakladatelství.

MARKS, S., G. (1999) Separation of Ownership and Control. *Cencyclopedia of Law and Economics.*, kap. č. 5630, s. 710 a násl., <http://encyclo.findlaw.com>.

MEJSTŘÍK, M. (1998) *Správa velkých akciových společností: Teorie a česká praxe*. Praha: Karlova Universita Institut ekonomických studií.

MLČOCH, L. (1996) *Institucionální ekonomie: učební text pro studenty vysokých škol*. 1. vyd. Praha: Karolinum.

MLČOCH, L. (1997) *Zastřená vize ekonomické transformace*. 1. vyd. Praha: Karolinum.

MLČOCH, L - MACHONIN, P. - SOJKA, M. (2000) *Economic and Social Changes in Czech Society after 1989 (an alternative view)*. Praha: Karolinum.

RICHTER, T. (2002) *Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností*. Disertační práce. Brno: Právnická fakulta MU v Brně.

SPĚVÁČEK, V. (2002) *Transformace české ekonomiky: politické, ekonomické a sociální aspekty*. 1. vyd. Praha: Linde.

TINBERGEN, J. (1972) *Hospodářská politika: zásady a tvorba*. Praha: Svoboda.

Zákon č. 40/1964 sb., občanský zákoník, v platném znění.

Zákon č. 65/1965 sb., zákoník práce, v platném znění.

Zákona č. 105/1990 sb., o soukromém podnikání občanů.

Zákon č. 513/1991 sb., obchodní zákoník, v platném znění.

Zákon č. 563/1991 sb., o účetnictví, v platném znění.

Zákon č. 328/1991 sb., o konkursu a vyrovnání, v platném znění.

Zákon č. 591/1992 sb., o cenných papírech, v platném znění.

Zákon č. 254/2000 sb., o auditorech, v platném znění.

Zákon č. 308/2002 sb., o komisi pro cenné papíry , v platném znění.

Zákon č. 256 /2004 sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění.