

**Univerzita Karlova v Praze**

**Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

**Bakalárska práca**

**2007**

**Ingrida Malatinská**

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE  
FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD  
INSTITUT EKONOMICKÝCH STUDÍÍ

Bakalárska práca

**VÝVOJ  
CORPORATE GOVERNANCE  
NA SLOVENSKU**

Vypracovala: **Ingrida Malatinská**

Konzultant: **Prof. Ing. Karel Kouba DrSc.**

Akademický rok: **2006/2007**

## **Prehlásenie**

Prehlasujem, že som bakalársku prácu vypracovala samostatne a použila som len uvedené pramene a literatúru.

V Prahe dňa 16.5.2007

Ingrida Malatinská

**Moje poďakovanie patrí**

pánovi Prof. Ing. Koubovi DrSc. za prínosné diskusie

a

okruhu mojich najbližších za ich podporu.

## **Abstrakt**

Práca sa zaoberá analýzou stávajúceho systému corporate governance v Slovenskej republike, jeho vývojovými etapami od obdobia ukončenia centrálne plánovanej ekonomiky až do roku 2007. Cieľom je na konkrétnych príkladoch demonštrovať inštitucionálne zlyhania v ekonomike ovplyvňujúce správu a riadenie spoločností, vyvolať diskusiu ohľadom doterajšieho smerovania corporate governance na Slovensku a jeho výhľadoch do budúcnosti.

V snahe o empirické overenie teoretických poznatkov analyzujem v práci úroveň správy a riadenia, potenciál pre úspešnú reštrukturalizáciu a jej konečné prevedenie zahraničným investorom na príklade jedného z najväčších podnikov v Slovenskej republike, ktorým je spoločnosť Slovenský plynárenský priemysel.

## **Abstract**

This thesis mainly focused on an analysis of a current system of corporate governance in Slovak Republic, development stages from the time of breaking-up the central planned economy until the year 2007. The aim of the paper is to demonstrate institutional failures which have influenced corporate governance, start a discussion about the existing and the future direction.

In an effort to verify the theoretical aspects I also decided to analyse the level of corporate governance, potential for succesful restructuralization and its final realization by a foreign investor. The chosen example is one of the largest corporations in Slovakia, Slovenský plynárenský priemysel.

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Corporate governance - teoretické východiská</b>	<b>7</b>
2.1	Definícia pojmu corporate governance . . . . .	8
2.2	Finančný model . . . . .	11
2.3	Model záujmových skupín . . . . .	12
2.4	Taliansky model . . . . .	13
2.5	Inštitúcie, inštitucionálna zmena a tranzitívne ekonomiky . . .	14
<b>3</b>	<b>Vývoj corporate governance na Slovensku</b>	<b>16</b>
3.1	Podcenenie inštitúcií . . . . .	16
3.1.1	Korene slovenskej hospodárskej jedinečnosti . . . . .	17
3.1.2	Ako ďalej? . . . . .	19
3.2	Proces privatizácie . . . . .	24
3.2.1	Reštitúcie . . . . .	27
3.2.2	Malá privatizácia . . . . .	28
3.2.3	Veľká privatizácia . . . . .	28
3.2.4	Poprivatizačná vlastnícka štruktúra a investičné priva- tizačné fondy . . . . .	30
3.3	(Dys)funkcia kapitálového trhu . . . . .	37
3.4	Bankový sektor . . . . .	38
3.5	Transparentnosť v ekonomike . . . . .	40
3.5.1	Klientelizmus a jeho vplyv na vývoj corporate gover- nance v SR . . . . .	43

---

3.6	Slovenský model corporate governance a legislatíva . . . . .	47
3.7	Reštrukturalizácia . . . . .	52
<b>4</b>	<b>Reštrukturalizácia podnikov a jej závislosť od vlastníckej štruktúry</b>	<b>53</b>
4.1	Reštrukturalizácia a jej determinanty . . . . .	53
4.2	Empirické štúdie . . . . .	55
4.3	Reštrukturalizácia na Slovensku . . . . .	59
4.3.1	Úloha bánk v procese reštrukturalizácie . . . . .	59
4.3.2	Úloha nových vlastníkov v procese reštrukturalizácie . . . . .	62
<b>5</b>	<b>Reštrukturalizácia a corporate governance v podniku SPP - Analýza</b>	<b>67</b>
5.1	Stav podniku . . . . .	68
5.2	Špecifické znaky podniku . . . . .	68
5.3	Externé prostredie . . . . .	76
<b>6</b>	<b>Záver</b>	<b>81</b>
<b>A</b>		<b>84</b>

# Zoznam tabuliek

3.1	Majetok v prvej a druhej vlne privatizácie (mil. Sk) . . . . .	31
3.2	Počet podnikov podľa percentuálneho podielu investičných fondov, obdobie 1990-1999 . . . . .	32
3.3	Regulácia investičných fondov a investičných spoločností 1991-1995 . . . . .	35
3.4	Stupeň slobody rozhodovania a očakávaná úroveň korupcie . .	41
3.5	Príklad netransparentnej privatizácie . . . . .	43
3.6	Úprava legislatívneho rámca a dosádzanie svojich ľudí na kľúčové pozície . . . . .	44
3.7	Príklady klientelizmu počas tretej Mečiarovej vlády . . . . .	46
4.1	Indexy ekonomickej liberalizácie, 1995 . . . . .	56
5.1	Vývoj výšky odvodov š.p. SPP, 1994-1998 . . . . .	77
A.1	Rozvrstvenie slovenskej pracovnej sily v jednotlivých sektoroch sl. hospodárstva, 1949-1989 (bez ozbrojených síl) [v %] .	84
A.2	Výmena vedenia akciových spoločností v SR v rokoch 1990-1994 na vzorke 52 stredných a veľkých akciových spoločností (%) . . . . .	85
A.3	Rozdielne vplyvy vlastníkov na reštrukturalizáciu podnikov (t-štatistiky pre efekt vlastníka v riadku - efekt vlastníka v stĺpci)	86



# Zoznam obrázkov

3.1	Prípád Poštovej banky . . . . .	30
3.2	Prípád Investičnej a rozvojovej banky . . . . .	30
3.3	Vysoko sankcionované zmluvy . . . . .	36
3.4	Nevýhodné objednávky . . . . .	36
3.5	Nevýhodné predaje akcií . . . . .	36
4.1	Ako vlastníctvo ovplyvňuje výkon firmy po privatizácii . . . . .	58

# Kapitola 1

## Úvod

Slovenská republika je príkladom tranzitívnej krajiny, ktorá si v roku 1989 stanovila za cieľ znovuvytvorenie fungujúcej tržnej ekonomiky. Píše sa rok 2007 a úlohou ekonómov, sociológov, politológov atď. je zhodnotiť, či tento cieľ dosiahla. Kornai [2006] hodnotí výsledky transformujúcich sa krajín ako úspech aj sklamanie. Aj v otázke Slovenska - má pravdu.

Jedným, v čom Slovensko stále zaostáva, je vytvorenie inštitucionálneho rámca potrebného k efektívnemu corporate governance.

Domnievam sa, že analýza stávajúceho systému a jeho vývojových etáp môže dopomôcť k náprave situácie. Mojim cieľom preto je takúto analýzu poskytnúť a na konkrétnych príkladoch demonštrovať inštitucionálne zlyhania v ekonomike ovplyvňujúce správu a riadenie spoločností, vyvolať diskusiu ohľadom doterajšieho smerovania corporate governance v Slovenskej republike a jeho výhľadoch do budúcnosti.

Nasledujúca kapitola poskytuje potrebné teoretické východiská o aspektoch corporate governance - definícii, rôznych prístupoch a otázke inštitúcií a inštitucionálneho rámca v tranzitívnych ekonomikách.

Kapitola 3 pojednáva o vývoji corporate governance na Slovensku od roku 1989 do súčasnosti. Hlavným predmetom skúmania bolo zachytenie tých procesov v ekonomike, ktoré najvýraznejšie zasiahli do vývoja corporate governance a tým ovplyvnili jeho súčasný stav.

Štvrtá kapitola sa zaoberá samotným priebehom reštrukturalizácie podnikov v Slovenskej republike, poukazuje na úlohu bánk a investorov v priebehu reštrukturalizácie. Poskytuje odpovede na základné hypotézy ohľadom koncentrácie vlastníctva, privatizácie apod. a vplyvu týchto faktorov na výkonnosť podnikov.

V snahe o empirické overenie teoretických poznatkov a lepšie pochopenie motívov jednaní jednotlivých záujmových skupín analyzujem v Kapitole 4 corporate governance, potenciál pre úspešnú reštrukturalizáciu a jej konečné prevedenie na príklade jedného z najväčších podnikov v Slovenskej republike, ktorým je spoločnosť Slovenský plynárenský priemysel, v súčasnosti akciová spoločnosť.

Piata kapitola je kapitolou záverečnou. Zhŕňa zistené poznatky a hodnotí do akej miery sa mi podarilo naplniť počiatočné zámery.

## Kapitola 2

# Corporate governance - teoretické východiská

*„Keďže však členovia predstavenstiev takých (akciových, podielnických) spoločností spravujú skôr peniaze cudzie ako vlastné, nedá sa dosť dobre očakávať, že ich budú strážiť s tou istou úzkostlivou bdelosťou, s akou často strážia svoje peniaze spoločníci spoločnosti súkromnej... Vedenie takej spoločnosti musí sa preto vždy vyznačovať väčšou či menšou nedbalosťou a rozhadzovačnosťou.“*

Adam Smith, 1776<sup>1</sup>

Adam Smith bol jedným z prvých, ktorí poukázali na problém vzniku oddeleného vlastníctva. Jedná sa o veľmi špecifickú problematiku, ktorá dlhý čas stála mimo centrum záujmu skúmania. Odvtedy však došlo k rozvinutiu diskusie o oddelení riadenia a vlastníctva a dnes sa stal tento problém témou dňa. Nejde pritom len o vývoj a smerovanie corporate governance<sup>2</sup> k *sustainable governance* v rozvinutých ekonomikách. Do popredia sa dostáva

---

<sup>1</sup>Smith, Adam: An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, Liberálny inštitút, Praha 2001; voľný preklad

<sup>2</sup>Vzhľadom k neustálenosti prekladov pojmu *corporate governance* do slovenčiny, budem v ďalšej časti práce používať tento anglický výraz.

otázka efektívnosti a implementácie už vyvinutých systémov, či vznik nových, hybridných systémov corporate governance v tranzitívnych ekonomikách.

## 2.1 Definícia pojmu corporate governance

V súčasnosti sa môžeme stretnúť s mnohými vymedzeniami predmetu skúmania corporate governance, pričom niektoré z oblastí sa časom vyvinuli do samostatných vedných odborov. Klasickí ekonómovia ako Adam Smith [1776], či Bearle a Means [1932] sa sústredili na problém separácie vlastníctva a kontroly, teda *problémom princípál-agent*. Tradičnú definíciu pojmu poznáme z práce Schleifer a Vishny [1996:2], v ktorej sa *corporate governance* zaoberá *spôsobmi ako sa poskytovatelia financií podniku snažia zabezpečiť návratnosť svojich investícií*. Postupne došlo k významovým posunom a dnes pod týmto pojmom rozumieme predovšetkým otázky ochrany práv akcionárov, úlohu správnych orgánov, úlohu vrcholového manažmentu, úlohu trhu a štátu, analýzu a porovnanie systémov riadenia a správy spoločnosti v rôznych krajinách, úlohu záujmových skupín, mieru výkonnosti podnikov a dnes čoraz diskutovanejšia je otázka spoločenskej zodpovednosti podniku. Podľa Mejstřík [1999] v najužšom slova zmysle možno termín corporate governance popisuje formálny systém zodpovednosti vrcholového manažmentu voči akcionárom spoločnosti. V najširšom poňatí predstavuje inštitucionálnu množinu formálnych a neformálnych vzťahov vo vnútri akciových spoločností a dôsledky týchto vzťahov pre spoločnosťobecne. Treba však zdôrazniť, že nielen inštitúcie hrajú významnú úlohu. Nevyhnutnou podmienkou fungovania celého systému je aj zaručenie ich vynucovania (ako možno vidieť na príklade tranzitívnych zemí) a preto corporate governance možno vyjadriť ako:  $CG = f ( IS, V )$ , kde CG je corporate governance, IS inštitucionálna sieť v organizácii a V označuje vynucovanie<sup>3</sup>.

Principál - agent problém zostal jadrom skúmania corporate governance. K nastoleniu problému dochádza v situácii, kedy sa moc koncentrovaná v ru-

---

<sup>3</sup>Körner [2005]

kách vlastníka a manažéra v jednej osobe rozptýli do dvoch separovaných smerov a exekutíva je prenesená na inú osobu. Tu narážame na nedokonalosti vo vytváraní zmlúv medzi vlastníkom podniku a manažmentom. Jensen a Meckling [1976:5] definujú tento vzťah ako *zmluvu, na základe ktorej jedna alebo viac osôb (principál/i) najmú inú osobu (agent) k výkonu niektorých služieb v prospech principálov, ktoré zahŕňajú delegovanie niektorých rozhodnutí na agenta*. Ako dodávajú, ak sa obe skupiny usilujú o maximalizáciu úžitku, je pravdepodobné, že agent nebude vždy konať v záujme principála - a vo všeobecnosti nie je možné zabezpečiť, aby pri nulových nákladoch agent vykonával z pohľadu principála optimálne rozhodnutia. Definujú preto ďalej *náklady agenta* ako  $NA = NM + NV + ZS$ , kde  $NA$  sú celkové náklady agenta,  $NM$  sú náklady na monitorovanie a kontrolu agenta principálom,  $NV$  sú náklady na viazanie - náklady vynaložené principálom pre garanciu, že agent nebude vykonávať aktivity, ktoré by poškodili principála, prípadne na uhradnie takto vzniknutej škody a  $ZS$  je zostatková strata spôsobená divergenciou skutočných rozhodnutí agenta od rozhodnutí optimálnych (podľa predstáv principála).

Medzi najznámejšie redistribučné stratégie manažmentu patrí<sup>4</sup>: *budovanie impérií* (nadmerná expanzia podniku na zabezpečenie významného postavenia a uznania manažmentu), *vyvlasťovanie finančných prostriedkov* (formou vyvážania hotovosti, aktív pod trhovú cenu, vyplácanie odmien pred splácaním dlhu atď.), *spotreba privilégií a služobných pôžitkov* (zariaďovanie kancelárie drahým nábytkom, preprava lietadlami atď.), *neochota odísť* (manažéri ostávajú na poste, aj keď nie sú dostatočne kvalifikovaní), *manipulácia fin. výsledkov* (s cieľom maximalizácie svojich odmien), *tunelovanie, zaháľanie manažmentu* (nevykonávanie potrebných zmien ako inovácií a minimalizácie nákladov v snahe udržať si čo najdlhšie svoj post).

Popísaný problém zastupiteľnosti vlastníka manažérom objasnil mnohé vo vzťahu medzi zainteresovanými subjektami v podniku, ktorý býva často chápaný ako čierna skrinka (tzv. black box). Čo sa deje vo vnútri firmy a čo

<sup>4</sup>Aoki [1995], Kudrna [2002], Shleifer a Vishny [1997] v Jánošíková [2002]

sú prvotné incentívy vedúce k vytvoreniu firmy sa pokúsil opísať už v roku 1937 laureát Nobelovej ceny Ronald Coase vo svojom článku *The Nature of the Firm* a zavádza pojem *transakčné náklady*, ktoré boli ekonómami dovedy zanedbávané (existencia transakčných nákladov vedie k vzniku firmy). Ku vzťahu medzi štruktúrou vlastníctva a výkonom podniku, v ekonomickej obci známe ako tzv. Coaseho teorém, dodáva: *V režime nulových transakčných nákladů – předpoklad standardní ekonomické teorie – vedou vyjednávání mezi stranami k takovým uspořádáním, která maximalizují bohatství, a to ať je původní rozdělení práv jakékoliv*<sup>5</sup>.

Podľa Tirole [2001] možno v súčasnosti rozdeliť prístupy k akciovej spoločnosti na tradičný prístup z hľadiska hodnoty akcionárov a menej analyzovaný prístup z hľadiska hodnoty záujmových skupín.

Mnoho ďalších štúdií sa sústreďuje na skúmanie rôznych oblastí corporate governance, napr. ázijských ekonomík (Hamilton [1996], Heider [2003], Broadman [2000] atď.), európskych krajín (Wymeersch [1993], Cleassens [1995], Mejstřík [1999], Estrin [2001] atď.), krajín OECD (Gonenc [1995], OECD [1995] atď.; stredo- a východoeurópskych krajín: Olsson [1997], Brzica [1997], Orenstein [1995]), metodologických aspektov štruktúr riadenia a historických a právnych prehľadov. Podľa Brzica [1999:715] je hlavným poznatkom týchto štúdií o corporate governance fakt o existencii dvoch základných modelov riadenia - anglosaskom (externom) a kontinentálnom (internom).

V súčasnosti sa rozvinulo niekoľko klasifikácií modelov corporate governance, ktoré sa líšia predovšetkým uhlom pohľadu na korporáciu a záujmy jej vlastníkov. Körner [2005] uvádza modely corporate governance podľa spôsobu financovania, výkonu akcionárskych práv, koncentrácie vlastníctva, štruktúr manažmentu, cieľovej funkcie firmy.

OECD [1997] klasifikuje modely corporate governance podľa koncentrácie vlastníctva a kontroly; strategickej úlohy rád podniku; strategických informácií vlastníkov; využitia prevzatia firmy ako formy reštrukturalizácie; koncentrácie veriteľov; použitím bankrotov ako nástrojov exitu; miery návratnosti

---

<sup>5</sup>Jonáš a kol. [1993]

investícií<sup>6</sup>.

Vo svojej práci hodnotím vývoj corporate governance s ohľadom na spoločné črty s modelom finančným, modelom záujmových skupín a talianskym. V ďalšej časti ich preto popíšem podrobnejšie, ich prepojení so slovenským modelom corporate governance sa venujem v Kapitole 3.

## 2.2 Finančný model

Podľa Mejstřík [1999:2] model vychádza z predpokladu, že trhy (predovšetkým trh kapitálu, trh práce v segmente manažérov a trh kontroly nad záležitosťami korporácie) poskytujú najefektívnejšie obmedzenie manažérskych rozhodnutí, a že hlasovacie práva akcionárov by mali definitívne garantovať využitie zdrojov korporácií za účelom maximalizácie hodnoty pre akcionára.

Model sa vyznačuje rozptýleným vlastníctvom, schopnosť akcionárov ovplyvňovať riadenie podniku je teda obmedzená. Moc je koncentrovaná predovšetkým v rukách manažmentu. Charakteristickou črtou je oddelené obchodné a investičné bankovníctvo, spoločnosti získavajú potrebný kapitál prostredníctvom kapitálového trhu, emisiou nových akcií. Stále významnejšiu úlohu zohrávajú aj novovznikajúce vzájomnostné fondy (penzijné, poisťovacie fondy), ktoré nakladajú s financiami, ktoré im zverili jednotlivé domácnosti. Informácie o korporáciách sú verejne dostupné, čo znižuje hazard v podobe dnes toľko diskutovaného problému *insider trading*.

Základným predpokladom fungovania tohto systému sú vysoko likvidné, fungujúce akciové trhy, ktoré pre akcionára predstavujú možnosť odchodu zo spoločnosti prostredníctvom predaja držaných akcií. Takto sú zabezpečené i mechanizmy motivovania manažmentu<sup>7</sup>, keďže výsledky ich práce sa odrážajú na hodnote akcií.

Tento model je typický pre anglosaské krajiny, preto býva niekedy označovaný tiež ako *anglosaský model*.

<sup>6</sup>OECD Economic Survey v Brzica [1999:716]

<sup>7</sup>Keasey, K. – Thompson, S. – Wright, M. [1997]: „Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions“ v Jánošíková [2002]



## 2.3 Model záujmových skupín

Model záujmových skupín (*stakeholder model*) vychádza z predpokladu, že cieľová funkcia firmy sa líši pre akcionára a ostatné záujmové skupiny. Vyjadrené formálne<sup>8</sup>, cieľová funkcia akcionára má tvar

$CF_{akcionar} = \max f(\pi)$ , pričom cieľová funkcia záujmových skupín má tvar  $CF_{zauj.skup.} = \max f(\pi, Z, D, Za, V, MK, OK, V)$ , kde CF je cieľová funkcia,  $\pi$  je zisk spoločnosti, Z, D, Za, V, MK, OK, V záujem zamestnancov, dodávateľov, zákazníkov, vlády, miestnej komunity, obchodnej komory a veriteľov. Jedná sa teda o *rozšírenie* cieľovej funkcie o skupiny, ktoré sú s existenciou firmy spojené a usilujú o jej dlhodobú prosperitu.

Charakteristickou črtou je významná úloha finančných inštitúcií, ktoré nezriedka vlastnia veľké podiely akcií spoločností<sup>9</sup>. Manažment je takto nútený konzultovať s nimi svoje rozhodnutia o spôsobe riadenia podniku a svojich plánoch. Častokrát sa stretávame s existenciou tzv. krížového vlastníctva, čo je jav typický napr. pre japonský systém Keiretsu<sup>10</sup>, kedy hlavná banka vlastní cca. 5% akcií priemyslových firiem patriacich pod Keiretsu, ktoré zase vlastnia určité percento hlavná banka a keď vezmeme do úvahy obdobnú situáciu s väčším počtom bánk, zistíme, že koalícia bánk môže disponovať i niekoľkými desiatkami percent akcií. Spoločnosti nie sú povinné zverejňovať informácie o svojom finančnom stave, akcionári sú prítomní na valných hromadách a o osude manažmentu je rozhodované prostredníctvom hlasovania priamo v rade korporácie.

Keasey et al. [1997]<sup>11</sup> kladú pri charakteristike prístupu z hľadiska záujmových skupín dôraz na etické správanie, na základe ktorého spoločnosť vytvára dlhodobé vzťahy so záujmovými skupinami. Takéto vzťahy podpo-

<sup>8</sup>Körner [2005]

<sup>9</sup>V Nemecku 5 najväčších bánk vlastní takmer polovicu akcií najväčších firiem

<sup>10</sup>Pred II. svetovou vojnou v Japonsku existovalo zoskupenie silných finančných skupín ZAIBATSU, ktoré ovládali prakticky celé japonské hospodárstvo a na nátlak spojencov bol systém pretransformovaný do dnešnej podoby KEIRETSU

<sup>11</sup>Keasey, Thompson, Wright [1997]: „Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions“ v Jánošíková [2002]

rujú ziskové investície a vzájomne prospešné výmeny.

Tento model odráža predovšetkým nemecké a japonské prostredie.

## 2.4 Taliansky model

Podľa Battaggion a Tajoli [2000] možno taliansky model charakterizovať nasledovne:

- nerozvinutý kapitálový trh (s tým spojený nedostatok možností financovania projektov)
- podľa Barca [1996]<sup>12</sup> talianske spoločnosti vykazujú veľmi malý podiel finančných inštitúcií v ich vlastníckej štruktúre, čo možno do značnej miery vysvetliť zákazom držania cenných papierov pre talianske banky od roku 1936
- štát vlastní okolo 50% stredných a veľkých podnikov, manažéri sú kontrolovaní štátom, kontrola trhovým mechanizmom neexistuje, je nahradená politickými trhmi
- existencia *pyramídových skupín*<sup>13</sup>; podľa Barca [1996] takmer všetky veľké talianske spoločnosti, 60-85% spoločností s viac ako 100 zamestnancami a okolo 35% malých spoločností (50-100 zamestnancov) sú súčasťou nejakej skupiny
- veľký význam rodinných zväzkov; ak vezmeme do úvahy spoločnosti, ktoré stoja na vrchole *pyramídy*, 41% týchto spoločností je riadených rodinnými príslušníkmi a 19% prostredníctvom koalície s prvkami rodinných väzieb

---

<sup>12</sup>Barca, F.: On Corporate Governance in Italy - Issue, Facts and Agenda, Fondazione Eni Enrico Mattei, Nota di Lavoro, 1996 v Battaggion a Tajoli [2000]

<sup>13</sup>Jedinec kontroluje spoločnosti prostredníctvom reťazca majetkových vzťahov

## 2.5 Inštitúcie, inštitucionálna zmena a tranzitívne ekonomiky

Podľa North [1990] sú inštitúcie definované ako ľubovoľné ľuďmi vytvorené a dodržiavané obmedzenia, ktoré formujú vzájomné ľudské interakcie<sup>14</sup> a teda ovplyvňujú správanie vo všetkých oblastiach ľudského jednanja, politických, sociálnych i ekonomických. Jedná sa o pravidlá, ktoré definujú a limitujú možnosti voľby jedinca. Slúžia tak k obmedzeniu neistoty v každodennom živote a k jednoduchšej anticipácii chovania ostatných jedincov a priamo znižujú transakčné náklady. Takto budú chápané inštitúcie aj v celej práci.

Základné delenie inštitúcií spočíva v oddelení formálnych inštitúcií - zakotvených v písomnej forme ako normy vzniknuté legislatívnym procesom a neformálnych, s omnoho dlhším pretrvávaním, ktoré sú tvorené hlavne kultúrou spoločnosti - zvykmi, tradíciami, spoločne zdieľanými spoločenskými normami atď.

Williamson [2000] rozlišuje 4 štádiá sociálnej analýzy a rozdeľuje vznik a formovanie formálnych a neformálnych inštitúcií podľa časového rámca:

**sociálna teória** - spojená so štádiom, počas ktorého dochádza k vytváraniu a zakoreneniu neformálnych inštitúcií; k takémuto formovaniu je potrebných 100-1000 rokov

**ekonómia vlastníckych práv/pozitívna politická teória** - spojená so štádiom s upevnenými neformálnymi a tvorbou formálnych inštitúcií; dochádza k definovaniu a vynucovaniu vlastníckych práv; časový horizont 10-100 rokov

**ekonómia transakčných nákladov** - spojená so štádiom inštitúcií vládnutia, ale neukončeným efektívne fungujúcim legálnym rámcom pre definovanie zmluvných zákonov a ich vynucovanie; časový horizont 1-10 rokov

---

<sup>14</sup>preklad autorky

**neoklasická ekonómia/agency theory** - spojená so štádiom vyvinutých predchádzajúcich vývojových stupňov, dobre definovaných vlastníckych práv atď., kedy je dôležitou alokácia zdrojov

Práve s časovým nesúlalom vytvárania formálnych a neformálnych inštitúcií súvisia dôsledky ich vzájomných konfliktov v prípade potreby náhlejšej zmeny formálnych inštitúcií - ako sme toho boli svedkami v počiatkoch transformácie v tranzitívnych krajinách. Tento stret pretrvávajúcich starých a vznikajúcich nových inštitúcií súvisí aj s fenoménom zvaným *path dependency*. Path dependency má dve formy<sup>15</sup>: **slabú formu**, ktorá znamená, že minulosť ovplyvňuje súčasnosť a **silnú formu**, ktorá predpokladá, že medzi súčasnosťou a minulosťou existuje pevný vzťah, kedy nejaká udalosť v minulosti udala pevne smer ďalšieho vývoja.

K inštitucionálnej zmene dochádza buď zmenou chovania v rámci pravidiel alebo zmenou v samotnom inštitucionálnom rámci a to zmenou relatívnych cien alebo zmenou preferencií. Konkrétne u neformálnych inštitúcií podľa North [1990] nerovnováha medzi aktérmi a pravidlami, ktorá prežila, vedie vďaka zmene podmienok k možnosti ich ignorácie a obchádzaniu, spojeného so zníženým spoločenským tlakom na ich vynucovanie a ich postupné nahradenie novou spoločenskou normou.

Inštitucionálna zmena je funkciou správania aktérov, ktoré je ohraničené a formované existujúcim inštitucionálnym rámcom. Snaha o zmenu inštitúcií, aby vyhovovali niektorým záujmovým skupinám, je pochopiteľná, vo väčšine prípadoch je však spojená s veľmi vysokými transakčnými nákladmi<sup>16</sup>. Výnimku tvoria tranzitívne krajiny, kde sa pádom centrálného plánovania a nastolovaním nových pravidiel transakčné náklady znížili a vytvoril sa tak priestor na ovplyvňovanie formovania formálnych inštitúcií rôznymi záujmovými skupinami v záujme redistribúcie benefitov v ich prospech (čoho sa týka aj legislatívna úprava bankrotov, privatizácie, vynucovania vlastníckych práv atď).

---

<sup>15</sup>Rizzello [1997:100] v Baxa [2003:43]

<sup>16</sup>Olsson [1999]

# Kapitola 3

## Vývoj corporate governance na Slovensku

### 3.1 Podcenenie inštitúcií

*„Prvým a nie zrovna povzbudivým poučením  
je sila bývalej závislosti, sila skutočnosti,  
že inštitúcie, ktoré sme zdedili, majú schopnosť prežívať.“*

Douglas North, 1995<sup>1</sup>

V tejto časti práce sa sústredím na východzie podmienky, s akými sa Slovensko púšťalo do boja pre vznik nového, na tržnom princípe fungujúceho, hospodárstva. Nešlo však len o špecifiká nadobudnuté, resp. rozvinuté počas centrálneho plánovania. Tieto východzie podmienky majú omnoho hlbšie korene, mnohokrát odlišné od tých českých, čo bolo nie vždy dostatočne hlasno zdôrazňované pri implementácii jednotnej československej stratégie na počiatku 90-tych rokov.

Vo svojej práci som sa inšpirovala mnohými odborníkmi zaoberajúcimi sa procesom transformácie ako v Českej republike, tak i na Slovensku. Nieкто-

---

<sup>1</sup>North, D.: Institucionální struktury a transformační procesy, Politická ekonomie č. 5/95, Praha 1995 v Kouba, Vychodil, Roberts [2004]

rí z nich sa priamo podieľali na vývoji stratégií transformácie, iní hodnotili tieto stratégie ex-post. Mnohokrát sa v práci vedľa seba nachádzajú príspevky autorov, u ktorých síce nachádzame v niektorých oblastiach prieniky, ale patria mnohými svojimi myšlienkami a názormi k odlišným prúdom (ako napr. českí autori Mlčoch, Kouba, Rychetník). Jedná sa napríklad o kritické prístupy na úspešnosť či neúspešnosť zvolených stratégií či výsledky transformácie. Väčšina slovenských autorov uvedených v štúdiu hodnotila proces vývoja ekonomiky ex-post, čo však neznamená, že ich príspevky pre cieľ tejto štúdie nie sú relevantné.

### 3.1.1 Korene slovenskej hospodárskej jedinečnosti

Slovenské dejiny sú neoddiskutovateľne spojené s dejinami českými. Či sa už jedná o spoločné nažívanie počas prvej republiky, o viac ako 40-ročné spojenie v rámci socialistickej republiky alebo začiatok postsocialistickej éry v spoločnej federácii s Českou republikou, začatí jednotnej československej transformačnej stratégie. V tejto časti chcem však upozorniť, že ich vývoj - historický, ekonomický, spoločenský alebo kultúrny, bol odlišný. Mohla táto skutočnosť spôsobiť rozdielnosť v účinnosti transformačných politík spustených po roku 1990? Mohla táto skutočnosť spôsobiť omnoho väčšie sklamanie z transformačných politík začiatku 90-tych rokov u slovenského národa v porovnaní s vnímaním úspešnosti a prospešnosti týchto reforiem národom českým?<sup>2</sup>

Začiatok týchto kultúrno-ekonomicko-historických koreňov možno nepochybne hľadať už v období osídľovania územia dnešnej Slovenskej republiky, avšak v tejto časti sa chcem zamerať predovšetkým na vývoj oblasti od čias

---

<sup>2</sup>Podľa prieskumov verejnej mienky bolo v roku 1991 78% respondentov na Slovnku nespokojných alebo veľmi nespokojných s výsledkami transformačných politík (v porovnaní s 61% v Českej republike), v roku 1992 pokračoval vzostup nespokojnosti u slovenských občanov v rôznych oblastiach - v oblasti ekonomiky 84% v SR v porovnaní s 68% v ČR; v oblasti životného štandardu 78% v SR v porovnaní s 74% v ČR; s celkovou politickou situáciou 86% v SR v porovnaní s 73% v ČR (Wolchik [1995])

Horného Uhorska, ktoré napriek snahám v druhej polovici 19-teho storočia o jeho industrializáciu, zostalo prevažne agrárnou krajinou. Toto kontrastovalo v tej dobe so skúsenosťami českých zemí. Na demonštráciu odlišného vývoja slovenských a českých zemí možno uviesť, že v roku 1930 len cca 36 obyvateľov z 1000 bolo zamestnaných v manufaktúrnom odvetví (v porovnaní s 175 ku 1000 v českých zemiach). Takmer 60% populácie Slovenska bolo zamestnaných v poľnohospodárstve a väčšina obchodu s českými zemami spočívala v exporte surovín a poľnohospodárskych produktov a importe napr. energie a inžinierskych produktov<sup>3</sup>. Situácia sa začala meniť vznikom samostatného Slovenského štátu a jeho kooperáciou s nemeckými nacistami. Slovenský priemysel expandoval a podľa štúdie Olsson [1999] podiel nemeckého kapitálu v slovenskom priemysle vzrástol medzi 1938 a 1942 zo 4% na 51,6%. Expanziu zaznamenal nielen zbrojný priemysel, ale i potravinový, textilný a chemický. Výsledkom bolo takmer zdvojnásobenie predvojnovej úrovne (1937) produktu priemyslu v roku 1948.

Po roku 1945 sa s výmenou moci zmenila i situácia v československom hospodárstve, nasledujúci dvojročný plán (1947-1948) odštartoval obrovskú industrializáciu Slovenska. Časťou plánu bol aj presun 337 priemyselných tovární z českých zemí na územie Slovenska, čo vytvorilo 24 000 nových pracovných príležitostí pre miestne obyvateľstvo. Na začiatku sa industrializácia týkala skôr výstavby nových podnikov ako modernizácie tých už vzniknutých. Prioritu dostal ťažký priemysel, predovšetkým strojársky priemysel, zbrojárstvo, chemický priemysel a hydroenergetika. Prevažná časť investícií smerovala spočiatku na územie stredného a západného Slovenska a až v roku 1957, kedy bola práca na koncepcii dlhodobého rozvoja Slovenska ukončená<sup>4</sup>, sa pozornosť obrátila aj na východ - najviac zaostalú časť Slovenska, kde sa postavil obrovský metalurgický komplex.

Obrovské fabriky na výrobu munície v Martine, Považskej Bystrici a Dubnici nad Váhom, ktoré zamestnávali cca 15 tisíc ľudí produkujúc tanky, obr-

<sup>3</sup>Musil, J.: The end of Czechoslovakia; v Olsson [1999]

<sup>4</sup>Průcha [1995]

nené vozidlá a ďalšiu vojenskú techniku, tvorili chrbtovú kosť slovenskej ekonomiky. V roku 1988 boli dve tretiny československej vojenskej produkcie umiestnené na Slovensku<sup>5</sup>. Tabuľka A.1 znázorňuje rozvrstvenie pracovnej sily na Slovensku v jednotlivých sektoroch.

#### *Záver - Východisková pozícia*

Slovensko bolo po druhej svetovej vojne vybrané z hľadiska svojej geografickej polohy a rozmiestnenia politickej moci v Európe ako vhodné miesto pre vznik obrovských zbrojárskych koncernov. Postupne tak došlo k rozvoju pre Slovensko nového druhu priemyslu, ktorý zamestnával rozsiahlu skupinu obyvateľstva. Situácia sa však po roku 1989 zmenila a pred politickými predstaviteľmi stála nová otázka: *ako s týmto danajským darom naložiť?*

### 3.1.2 Ako ďalej?

Možno povedať, že zväčila myšlienka rýchleho prechodu k tržnej ekonomike už existujúceho západného typu, pričom jednotná transformačná stratégia nebola prispôsobená rozdielnej štruktúre hospodárstva Slovenskej republiky - ako bolo už opísané v predchádzajúcej časti<sup>6</sup>. Rýchlosť tejto zmeny nemožno vyzdvihnúť nad ostatné kritériá, ktoré rozhodovanie o možnej stratégii sprievádzali, každopádne sa však stala charakteristickým prvkom novej trajektórie. Koncepciou, ktorá najviac ovplyvnila tvorcov tejto trajektórie, bol *Washingtonský konsenzus*, výsledok neoklasického prístupu, ktorý zdorazňoval promptné využitie tzv. *window of opportunity* - využitia jedinečnej príležitosti na zmenu, kedy v spoločnosti vládne nadšenie a voľa k väčším ústupkom na uskutočnenie reformných krokov. Avšak princípy, na ktorých bol Washingtonský konsenzus založený, vychádzali z predpokladu dobre definovaných vlastníckych práv a rozvinutého, dobre fungujúceho celého inštitucionálneho rámca. Kornaiova inštitucionálna *zem nikoho* však správnejšie vystihla

---

<sup>5</sup>Zatkuliak [1998]

<sup>6</sup>Najviac postihnutými oblasťami hospodárstva bolo ťažké strojárstvo v rámci zbrojného priemyslu kvôli rozhodnutiu o zastavení produkcie týchto výrobkov (čo bolo súčasťou transformačnej stratégie) a poľnohospodárstvo



stav, v akom sa nachádzala Slovenská republika na počiatku 90-tych rokov. Rychetník<sup>7</sup> upozorňuje, že to bolo *systemové vákuum*, nie inštitucionálna tabula rasa, ktoré nasledovalo po páde socializmu. Neznamená to, dodáva, celkovú inštitucionálnu prázdnotu, ale absenciu sociálnych, ekonomických a politických inštitúcií vhodných pre prechod a implementáciu pravidiel nového plánovaného systému. Pojem *systemové vákuum* si v období transformácie osvojilo mnoho odborníkov, ktorí neskôr tento termín spresňovali alebo sa pokúsili o jeho redefinovanie<sup>8</sup>. Nejde teda o stav neexistencie inštitúcií, len o stret formálnych a neformálnych, prichádzajúcich nových inštitúcií a pretrvávajúcich starých, či o ich čiastočnú nefunkčnosť a neexistenciu inštitúcií, ktoré by tieto dysfunkcie nahrádzali.

V predchádzajúcom systéme plánovania boli prítomné do značnej miery *obranné* neformálne inštitúcie, bez ktorých by bol daný systém pravdepodobne neudržateľný. Tieto neformálne návyky sa nezmenili a nemohli zmeniť len tým, že zrazu bolo po roku 1989. Preniesli sa do žiadaného systému tržnej ekonomiky, kde sa dostali do konfliktu s novými formálnymi pravidlami. Čím ďalej viac sa ukazovalo, že na minulosti záleží a závislosť na ceste je nezamedbateľným obmedzením inštitucionálnej reformy.

Štyri dekády existencie socializmu na Slovensku sa odrazili nielen na fungovaní ekonomiky, ale i celej spoločnosti. Počas tohto obdobia došlo k posunu v uvažovaní o úlohe formálnych inštitúcií, ako i hodnotách, zvykoch, spôsoboch uvažovania o morálke, etike a dôvere. Všetky vymenované skutočnosti sa v období transformácie objavili ako premenné vo vzťahu, ktorého výsledkom je efektívne fungovanie ekonomiky a kvalita verejného života.

Mlčoch [2000] opísal praktiky v socialistickom hospodárstve ako *hry na plán* alebo *hry o plán*, ktoré boli založené na hlbokej dichotómii skutočných a oficiálnych pravidiel. Paralelne vedľa seba existovali oficiálne čísla o stave ekonomiky s reálnymi, ktoré zostávali vyhradené pre horizontálne články celého mechanizmu, v skutočnosti zodpovedné za riadenie zdola v *obrátenej*

---

<sup>7</sup>Rychetník [1995]

<sup>8</sup>Vid' napr. Kouba: *Transformace a privatizace v původních představách a třináct let poté* v Kouba, Vychodil, Roberts [2004]

*pyramíde*. Dochádzalo teda k vytoreniu prostredia

- mäkkého rozpočtového obmedzenia<sup>9</sup>
- dokonalého dobývania bohatstva a renty na štáte
- existujúcich privilégií pre príslušníkov vládnucej triedy
- zmiešania vlastníctva *de facto* a ovládania podnikov rôznymi kontrolnými skupinami
- bez vynútiteľnosti vlastníckych práv
- s vysokými transakčnými nákladmi a nízkou efektivitou celého systému
- kde oportunistické správanie sa, nepotizmus a klamstvo boli rozšírenými praktikami

Transformácia mala byť prostriedkom, ako distorzie reálneho socializmu eliminovať, vytvoriť nový systém na báze kapitalizmu. Tu sa ponúka otázka, aké predpoklady budú relevantné pri zostavovaní stratégie, ktorá tento prechod umožní. Mlčoch [2000] definuje ex-post štyri základné trajektórie:

**Imitovaná evolúcia** zahŕňa tzv. *inštitucionálny xerox*, kopírovanie všetkého vyskúšaného a fungujúceho predovšetkým v západných ekonomikách

**Opakovaná evolúcia** vyžaduje návrat k inštitúciám existujúcim pred obdobím socializmu a ich postupný (i keď zrýchlený) vývoj pozorovateľný u ekonomík západného sveta

---

<sup>9</sup>Pojem, ktorý vytvoril Kornai na vysvetlenie nedostatkovej socialistickej ekonomiky. Kornai (Kornai, J.: *The Place of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory, J. Compar. Econ.* 26:1, 11-17 v Djankov a Murrell [2002]) popisuje fenomén ako jav, kedy firmy sú neprestajne dotované štátom, ak príjmy nepokrývajú náklady a definuje mäkké rozpočtové obmedzenie ako očakávanie aktéra rozhodujúceho (o fungovaní podniku), že v prípade núdze mu bude poskytnutá pomoc

**Anticipovaná evolúcia** stavia na kritickej analýze fungovania trhových inštitúcií v dnešných tržných ekonomikách a následnej úprave inštitucionálneho rámca tranzitívnych ekonomík

**Teória tretej či štvrtej cesty** predpokladá, že *inštitucionálna pamäť* postkomunistických krajín činí ich situáciu neopakovateľnou a výsledkom transformácie má byť nový, originálny typ spoločnosti

Treba upozorniť, že Mlčoch je znalcom českých pomerov, ako podklad pre svoje závery vychádzal zo situácie v českom hospodárstve. Napriek tomu, že vo svojich štúdiách neanalyzoval situáciu v Slovenskej republike, je pre účely tejto práce nepochybne zaujímavé tieto závery porovnať s vývojom na Slovensku. Z retrospektívneho pohľadu na vývoj transformácie je namieste otázka, či niektorá z týchto stratégií bola na Slovensku implementovaná. O imitovanej evolúcii sa v žiadnom prípade hovoriť nedá. Autori slovenskej cesty sa vývojom v západných kapitalistických ekonomikách nechali inšpirovať, pochopili však správne, že *tadiaľ cesta nevedie*. Skúsenosti z východného Nemecka nakoniec dali zapravdu tým, ktorí tvrdili, že kópia už niekde fungujúceho systému bez prispôsobenia sa špecifikám danej ekonomiky je odsúdená na neúspech. Problém cesty opakovanej evolúcie je už zo svojej definície na Slovensku obtiažny. Kornai [2006:445] uznáva, že *robiť niečo na podruhé je jednoduchšie ako poprvé*. Zároveň však upozorňuje, že možnosť návratu k starým inštitúciám nie je tak jednoznačná: totiž jednotlivci, ktorí pred obdobím socializmu nadobudli skúsenosti a vedomosti z politickej a ekonomickej sféry, sú blízko do dôchodku, mnoho z tej doby aktívnych ľudí je mŕtvych; znalosti tohto typu pritom nie sú predávané geneticky; koľkým z nás boli ekonomické, politické a podnikateľské znalosti z predsociálneho doby predávané z generácie na generáciu? Iste, boli momenty, kedy sa *bolo možné vrátiť k tradíciám, chovaniu a inštitúciám vzniknutým v minulosti a využiť ich ako štartovné body, napriek tomu toto navrátenie do pôvodného stavu nebolo najsilnejším faktorom medzi urýchľujúcimi silami*. Toto všetko platilo aj o situácii na Slovensku.

Slovensko sa vydalo svojou vlastnou cestou, spočiatku zdieľanou s Českou

republikou v rámci federácie. Kouba [2004:6] výstižne pomenoval charakter počiatočnej českej stratégie ako heterodoxý, eklektický. Jedná sa o použitie netradičných stabilizačných a protiinflačných administratívnych regulácií, čo nie je priraditeľné žiadnemu smeru dnešnej ekonomickej teórie. Čo bráni tomu, heterodoxnosť charakteru transformačnej stratégie prisúdiť aj Slovensku? Slovenskú cestu transformácie nemožno jednoznačne priradiť ani k neokeynesiánskemu, ani k liberálnemu, ani konzervatívne smeru. Neboľi napríklad síce námietky proti liberalizácii cien, ale zároveň došlo k zhode o ponechaní regulovaných cien na určitú dobu - spor sa viedol len o jej dĺžku a rozsah. Takisto spory o liberalizáciu kapitálového účtu viedli k odloženiu tohto významného kroku a čo nikto v tej dobe nepovažoval za dôležité, sa neskôr ukázalo ako nevyhnutné. Kouba [2004] dodáva, že táto téma sa stala predmetom diskusie až postupným zdieľaním členstva stredoeurópskych tranzitívnych krajín v OECD.

Za najdôležitejšie procesy a nedostatky celého obdobia 90-tych rokov, ktoré sa výrazným spôsobom odrazili na vývoji corporate governance Slovenskej republiky možno označiť:

- proces privatizácie a dôsledky tohto procesu
- (dys)funkcia kapitálového trhu
- nedostatočne rozvinutý právny rámec (otázka bankrotov, vynútiteľnosti zmlúv, regulácií)
- (ne)efektívne fungovanie bankového sektora
- nedostatočný monitoring a kontrola externá ako i interná v rámci organizácií
- nedostatočná transparentnosť v ekonomike (napr. politické nominácie, ovplyvňovanie riadenia štátnych podnikov atď.)

## 3.2 Proces privatizácie

*”Privatizácia je, keď niekto, kto nepozná skutočného vlastníka ani skutočnú hodnotu majetku, predáva niečo niekomu o kom vie, že nemá kapitál”*

Lewandowski, 1999<sup>10</sup>

Bola to predovšetkým privatizácia, ktorá ovplyvnila vývoj corporate governance vo všetkých tranzitívnych krajinách. Vďaka jedinečnosti situácie v Československu bol výsledok použitia metód známych z iných krajín diskutabilný a nepredvídateľný. Niekoľko charakteristík sprevádzalo a sťažovalo proces privatizácie:

- neexistujúci trh manažérov *západného typu*
- minimálne nástroje na tržné ocenenie privatizovaných podnikov
- neexistujúci efektívny výstup v podobe bankrotov
- snaha štátu oddialiť zvyšovanie nezamestnanosti prepúšťaním v privatizovaných podnikoch
- súkromné vlastníctvo samo o sebe nie je zárukou efektívnejšieho fungovania podniku ak nie je garantované právo vlastníkov vykonávať kontrolu nad svojím vlastníctvom, spravodlivé a efektívne fungovanie súdov
- privatizácia je politickým procesom, kde pri predaji obrovského množstva majetku dochádza i k transferu moci a politickej podpory z radov hospodárskych kruhov
- nedostatok domácich úspor

---

<sup>10</sup>Lewandowski, J., Szomburg, J. [1990] v Kouba, Vychodil, Roberts [2004:30]

**Trh manažérov** na Slovensku na počiatku privatizácie tvorený takmer výhradne manažérmi socialistických podnikov. Ich schopnosti riadiť podniky v nových podmienkach bola znížená jedinečnosťou situácie, ktorá nastala po 40 ročnom plánovaní. Počas tohto obdobia pôsobili v pozícii politických nominantov ako vykonávatelia moci. Pri zmene podmienok neboli ochotní vzdať sa dovtedy riadených podnikov a samotné nastavenie procesu privatizácie im umožnil v riadení podnikov pokračovať (predložením privatizačného projektu pre príslušný podnik). Avšak na hlbšiu reštrukturalizáciu im chýbali nielen schopnosti, ale i finančné prostriedky (častokrát preto dochádzalo miesto k podpore od vonkajších investorov k uplácaniu bankových pracovníkov, či vyvíjaniu tlaku na isté politické zoskupenia), čím sa priebeh reštrukturalizácie pochopiteľne predĺžil. Títo manažéri sprivatizovaných podnikov často neboli prístupní transparentnému riadeniu, čo má samozrejme dopad na transakčné náklady obchodovania v celej ekonomike a znižuje sa tým efektívnosť. Na udržanie podpory transformačných reforiem bola pre vládnucu elitu dôležitá podpora rôznych záujmových skupín, preto neboli ojedinelosťou politické nominácie do vedúcich funkcií štátnych podnikov bez overenia schopností zodpovedajúcich danej funkcii.

**Ocenenie podnikov** predstavovalo dôležitú informáciu pre potenciálnych kupcov privatizovaných podnikov. Vzhľadom k duálnosti výsledkov socialistických podnikov, kedy manažéri vykazovali výsledky podporujúce ich plány a zámery a od skutočných výsledkov sa líšili, bola možnosť reálneho tržného ocenenia podniku sťažená. V kupónovej privatizácii bol použitý simulačný model podľa ponuky a dopytu po akciách v jednotlivých kolách prvej a druhej privatizačnej vlny.<sup>11</sup> Nutter [1968]<sup>12</sup> túto náhražku tržného ocenenia označil ako *prázdny teoretický aparát* a zdô-

<sup>11</sup>Kouba, Vychodil, Roberts [2004]

<sup>12</sup>Nutter, G. W. (1968): Markets Without Property: A Grand Illusion. In: Beadles, N. A., Drewry, L. A. (eds.), Money, Market, and the State. Athens: University of Georgia Press, pp. 137–45 v Kouba, Vychodil, Roberts [2002]

raznil, že touto metódou sa nedajú nahradiť efektívne trhy a selektívna úloha trhov.

**Bankrot** Politickí predstavitelia ČSFR chápali takisto ako odborná verejnosť potrebnosť implementácie efektívneho výstupu z trhu v podobe bankrotov, súčasne sa však po prijatí zákona č. 328/91 Zb. o konkurze a vyrovnaní obávali nadmerného počtu bankrotov a dosiahli odklad účinnosti tohto zákona. V roku 1992, ktorý bol prvým rokom účinnosti zákona, bolo podaných len 353 návrhov na konkurz.<sup>13</sup> Vo svojich počiatkoch sudy nemali praktické skúsenosti s jeho aplikáciou a v čase publikovania štúdie Zemanovičová, Žitňanská [1996] bol ukončený jediný konkurz.<sup>14</sup> V roku 2000 bola prijatá novela zákona č. 328/91 Zb. o konkurze a vyrovnaní, ktorej cieľom bolo o.i. dosiahnuť ozdravenie podniku v konkurznom konaní. Aj táto právna úprava prevádzky podniku v konkurze je však nedostatočná. V januári 2006 vošiel do platnosti Zákon o konkurze a reštrukturalizácii (nahrádza Zákon o konkurze a vyrovnaní), ktorý posilňuje pozície veriteľa voči dlžníkovi, čo je pozitívnym krokom k fungujúcemu systému konkurzov a vyrovnaní.

**Stav súdnictva** po roku 1989, teda po prudkom náraste podnikateľských subjektov a zmene ekonomického systému, bol považovaný za kľúčový, ale v realite takisto za alarmujúci. Podľa štúdie o implementácii bankrotov Zemanovičová, Žitňanská [1996] boli sudy preťažené, nemali dostatok skúseností s obchodnými spormi, dostatok odborných školení, dostatočné materiálne vybavenie, disponovali zastaralým systémom registrácie a sledovania prípadov, nevybudovaným informačným systémom a vytvárali zo súdnej procedúry ťažkopádny a málo účinný nástroj riešenia sporov. Štátna arbitráž ako predchodca dnešných obchodných súdov fungovala v republike aj pred rokom 1989, avšak jej fungovanie bolo možné len v podmienkach direktívne riadenej ekonomiky. Ešte

<sup>13</sup>Zemanovičová, Žitňanská [1996]

<sup>14</sup>V súčasnosti neexistuje v SR štatistické sledovanie počtu podaných návrhov, vyhlásených konkurzov a vyrovnaní

v podmienkach federácie bolo rozhodnuté, že obchodné spory budú spadať do kompetencie súdov. Súdny tak zdedili nevybavené spory po bývalej štátnej arbitráži, ku ktorým pribúdali nové podania. Od začiatku sa prejavoval akútny nedostatok sudcov, priestorov a materiálneho vybavenia. To malo za dôsledok veľké množstvo prieťahov v konaní, vysoký počet prípadov na sudcu a veľký počet nevybavených prípadov.<sup>15</sup>

**Snaha o nezvyšovanie nezamestnanosti zo strany štátu, transfery politickej moci v dôsledku privatizácie a nedostatok domácich úspor** budú diskutované v ďalšej časti štúdie.

Samotná privatizácia prebehla v niekoľkých etapách reštitúciami, malou a veľkou privatizáciou. Bolo by diskutabilné jednoznačne určiť, ktorá fáza bola najdôležitejšia, keďže sa jedná o mnohokriteriálne rozhodnutie. Z hľadiska vývoja corporate governance možno však povedať, že najvýznamnejšou fázou bol proces veľkej privatizácie a jeho dôsledky.

### 3.2.1 Reštitúcie

Prvým krokom k prevodu štátneho majetku do súkromných rúk boli *reštitúcie*, ktorých cieľom bolo vrátiť pôvodným majiteľom majetok znárodnený po roku 1948. Podmienky pre uspokojenie reštitučných nárokov upravovali predovšetkým zákony č. 403/1990 Zb.<sup>16</sup> o zmiernení následkov niektorých majetkových krívd v znení neskorších predpisov a zákon č. 87/1991 Zb.

<sup>15</sup>Na ilustráciu je možné uviesť vyhlásenie Ministerstva spravodlivosti ČR z roku 1995, podľa ktorého *obchodné súdnictvo zatiaľ neplní v potrebnej miere svoju funkciu, čo sa nepriaznivo prejavuje v podnikateľskej sfére, spoločnosti a súdoch samotných*. Toto vyhlásenie možno podľa tvorcov štúdie o implementácii bankrotov Zemanovičová, Žitňanská [1996] vzťahovať i na situáciu v SR

<sup>16</sup>V zákonom stanovenej lehote do 30. apríla 1991 bolo podaných cca 17 tisíc žiadostí o uspokojenie reštitučných nárokov, žiadostí týkajúcich sa peňažných náhrad bolo zaevidovaných 5170 a do 30. júna 1999 predstavovala výška vyplatených náhrad 227 mil. Sk



o mimosúdnych rehabilitáciách v znení neskorších predpisov.<sup>17</sup>

### 3.2.2 Malá privatizácia

Koncept *Malej privatizácie* (prebiehala podľa zákona č. 427/1990 v období február 1991 až marec 1994) mal sledovať okrem predaja štátneho majetku i vytvorenie podmienok tzv. *malého a stredného podnikania*. Zahrnuté boli maloobchodné siete, služby a menšie výrobné zariadenia. Predmetom malej privatizácie boli hnutelné a nehnuteľné veci bez práv a záväzkov. Celkovo bolo verejnou dražbou predaných 9667<sup>18</sup> podnikateľských subjektov za celkovú sumu cca 14 mld. Sk, pričom zúčastniť sa mohli len domáci investori.<sup>19</sup>

### 3.2.3 Veľká privatizácia

Veľká privatizácia prebehla v rozmedzí rokov 1991-1994 a zahŕňala predovšetkým veľké podniky. Zo zoznamov vyplýva, že do prvej vlny bolo zaradených 736 podnikov. Vláda schválila uznesením č. 443 z 13. augusta 1991 zoznamy privatizovaných podnikov. V prvej vlne bol v období 1991-1993 odštátneň majetok 678 štátnych podnikov v hodnote 169 mld. Sk hlavne z oblasti priemyslu a služieb.<sup>20</sup> Jednalo sa predovšetkým o veľké podniky a privatizácia prebehla prostredníctvom ako štandardných<sup>21</sup> (priame predaje, verejná dražba, verejná súťaž), tak i neštandardných metód (kupónová metóda).

Vďaka rozsahu privatizovaného majetku bola kupónová privatizácia jedinečným experimentom, ktorý mal riešiť nedostatok kapitálu v krajine, požadovanú rýchlosť s odškodnením občanov formou bezplatného rozdania akcií, vznik kapitálového trhu a informovanosť obyvateľstva o cenných papieroch a možnostiach nakladania s nimi. Na základe schválených privatizačných projektov boli do 1. vlny kupónovej privatizácie ponúknuté akcie 503 akciových

<sup>17</sup>Nižňanský a kol. [1999]

<sup>18</sup>Nižňanský a kol. [1999:29]

<sup>19</sup>Marcinčin, Beblavý [2000]

<sup>20</sup>Ministerstvo privatizácie a Fond národného majetku [1999]

<sup>21</sup>Nazývané štandardnými z niekoľkých dôvodov - vyskúšané v mnohých krajinách, transparentné, s výrazným finančným efektom, vstup zahraničného kapitálu atď.

spoločností v celkovej účtovej hodnote 86,9 mld. Sk.<sup>22</sup> Jej priebeh sa od roku 1992 odlišil od priebehu v Českej republike. Bolo rozhodnuté o uprednostnení štandardných metód, zvyšovaní transparentnosti, o snahe reštrukturalizovať podniky pred privatizáciou a nebol kladený dôraz na rýchlosť, ktorá bola v prípade kupónovej privatizácie kľúčovou. 2. vlna kupónovej privatizácie bola vládou Vladimíra Mečiara v roku 1994 zrušená, nahradená priamymi predajmi. Predovšetkým zvoleným spôsobom priebehu priamych predajov došlo k situácii, kedy veľké množstvo sprivatizovaných podnikov bolo vo vlastníctve *insiderov*, prípadne zoskupení im blízkych, ktorí disponovali jedinečnými informáciami o danom podniku. Vytvorilo sa tým špecifické vlastníctvo bez potrebného kapitálu k reštrukturalizácii spoločnosti. Zároveň títo noví manažéri (ale i samotní zamestnanci) nie sú ochotní predať svoje podiely zahraničnému investorovi z obavy pred prípadnou nezamestnanosťou (napr. Marcinčín [1999] práve túto neochotu demonštroval na modele Aghiona [1990], pre percentuálnu zmenu vo vedení privatizovaných podnikov viď Tabuľku A.2 v dodatku).

Využívanie *insider information* sa tak stalo charakteristickou črtou priamych predajov v slovenskej privatizácii a to predovšetkým konexiami na najvyšších miestach politickej scény. Nejednalo sa pritom len o jednotlivcov, ktorí napokon buď sami prevzali vedenie podniku alebo doň delegovali svojich zástupcov, ale i o celé skupiny - *klany* (ako ich označil Berka [1998]). Pre Slovenskú republiku bolo typických niekoľko, dva z nich vyvíjajúce aktivitu väčšiu ako zvyšok - skupina okolo Alexandra Rezeša<sup>23</sup> a Vladimíra Poora<sup>24</sup>.

---

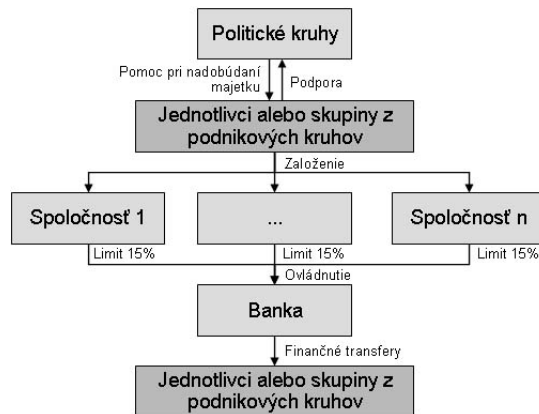
<sup>22</sup>Marcinčín [1990]

<sup>23</sup>Vetdajší minister dopravy, spojov a verejných prác Slovenskej republiky 1994-1998, najvplyvnejší z majiteľov VSŽ. Skupina VSŽ vlastnila významné podiely v niektorých investičných spoločnostiach, bankách - napr. Investičnej a rozvojovej banke (4. najväčšia slovenská komerčná banka, na ktorú v roku 1997 bola uvalená nútená správa), doplnkovej dôchodkovej spoločnosti Stabilita, zdravotnej poisťovni Sideria, Poštovej banke, Priemyselnej banke, vlastnila noviny atď. Pre podrobnejší popis aktivít tejto skupiny viď Jánošíková: *Prípadová štúdia podniku Východoslovenské železiarne a.s. v Jánošíková [2002]*

<sup>24</sup>Funkcionár HZDS v Trnave. Skupina okolo Poora vlastnila farmaceutické a papiero-

Akcionári	Stav 0: podiel v spoločnosti	Navššenie základného imania	Stav 1: podiel v spoločnosti
Jednotlivec alebo skupina z podnikateľských kruhov	Minoritný	Áno	Majoritný
Štát	Majoritný	Nie	Minoritný
Ostatní	Minoritný	Nie	Minoritný

Obrázok 3.1: Prípád Poštovej banky



Obrázok 3.2: Prípád Investičnej a rozvojovej banky

Existovalo niekoľko základných spôsobov, ktorými sa tieto klany dostávali k majetku - viď napr. Obrázok 3.1 a Obrázok 3.2.

### 3.2.4 Poprivatizačná vlastnícka štruktúra a investičné privatizačné fondy

Kupónovou metódou bolo sprivatizovaného 48% štátneho majetku, 28% ostalo vo vlastníctve FNM, 12% tvorilo rezervné fondy a len 7% bolo predaných vé spoločnosti, slovenskú významnú petrochemickú rafinériu, privátny televízny kanál a kontroloval väčšinu aktivít VUB a AG Banky (Berka [1998])

priamo.<sup>25</sup> Tabuľka 3.1 znázorňuje prevod štátneho vlastníctva do súkromných rúk podľa zvoleného spôsobu.

Tabuľka 3.1: Majetok v prvej a druhej vlne privatizácie (mil. Sk)

Riadok		1.vlna	2. vlna
A	Podniky určené pre privatizáciu	169 097	136 804
B	Privatizované podniky	169 097	136 804
B1	- predajom majetku	12 428	52 226
B11	- priamy predaj	-	45 072
B12	- verejná súťaž	-	7 140
B13	- verejná dražba	-	14
B2	- bezodplatné prevody	2 086	2 822
B3	- reštitúcie	19	22
B4	- vklad majetku do a.s.	154 564	81 734
B41	- vlastné imanie a.s.	154 564	-
B411	- základné imanie	134 705	70 933
B4112	- predané štand. metódami	3 419	36 041
B4113	- prídely do Reštit. inv. fondu	3 797	2 161
B4114	- naďalej vo vlastníctve FNM	47 737	30 317
B4115	- bezodplatný prevod akcií	-	2 414
B412	- rezervný a iné fondy	19 859	-

Spracované podľa: *Ministerstvo privatizácie [1999] v Marcinčin [1999]*

Jednou z obáv, ktoré panovali medzi odbornou verejnosťou nad osudom kupónovej privatizácie bolo príliš rozptýlené vlastníctvo v akciových spoločnostiach. Táto obava sa mala rozplynúť po vzniku investičných privatizačných fondov (ďalej IPF). Jednalo sa o spoločnosti založené domácimi alebo zahraničnými spoločnosťami - bankami, poisťovňami, podnikmi alebo

<sup>25</sup>Ministerstvo privatizácie [1999]; o štatistikách ohľadom počtu sprivatizovaného majetku sa vedú spory, zámerne som preto zvolila údaje Ministerstva privatizácie ako povereného orgánu

individuálnymi obchodníkmi. Účastníci kupónovej privatizácie sa tak mohli rozhodnúť, či svoje investičné body vložia sami do akciových spoločností alebo tak urobia prostredníctvom niektorého z IPFov (celkový počet založených IPFov v ČSFR bol 429, z toho 169 slovenských). Po ukončení prvej vlny kupónovej privatizácie sa však ukázalo, že vzťah IF vs. privatizovaný podnik bol značne problematický<sup>26</sup>

Väčšina manažérov fondov neplánovala hrať aktívnu úlohu v riadení podnikov, avšak čoskoro zistili, že v našich podmienkach skupina troch alebo štyroch fondov mala v podniku majoritu a mohla dosadiť svojich ľudí do výkonných a dozorných orgánov podniku (Tabuľka 3.2).

Tabuľka 3.2: Počet podnikov podľa percentuálneho podielu investičných fondov, obdobie 1990-1999

Investor	České podniky				Slovenské podniky			
	50%	30%	20%	10%	50%	30%	20%	10%
Drobní investori	272	559	739	911	244	381	438	494
1. najväčší fond	0	9	102	747	4	27	81	363
2. najväčší fond		0	7	482		0	3	203
3. najväčší fond			0	217			0	81
skupina 3 fondov	85	543	753	870	55	255	339	401
skupina 4 fondov	196	605	769	873	110	276	349	402
skupina 5 fondov	272	622	782	875	145	290	351	402
Celkom kupóny	842	920	939	946	468	489	499	503

Zdroj: *Marcinčin [1999]*

Empirická štúdia Brzica [1996] ukázala, že spomedzi 20 vybraných manažérov investičných fondov, až 60% z nich sa koncentrovalo na aktívnu úlohu riadenia spoločností, 35% deklarovalo žiadne preferencie a jeden respondent preferoval trh s akciami, pasívnu úlohu.

<sup>26</sup>viď napr. Vychodil: Dopady postprivatizační koncentrace vlastníctví na výkonnost českých podniků; v Kouba, Vychodil, Roberts [2004] pre ČR alebo Brzica [1996] pre SR

Výsledok aktívneho prístupu manažérov IFov pritom ostáva otázný. Brzica [1996] uvádza niekoľko zhodných pohľadov manažérov na reprezentantov investičných fondov

- napriek tomu, že manažéri IFov neboli vlastníkami podnikov, ako vlastníci sa správali
- manažéri IFov sa snažili v podnikoch presadzovať svoje návrhy napriek tomu, že neboli v danej oblasti odborníkmi a nemali požadované skúsenosti
- manažment IFov neschvaľoval plány manažmentu podniku na kooperáciu so zahraničným partnerom

Podľa manažérov IFov (Anderson [1994]) bolo ich snahou eliminácia podvodov a obohacovania manažérov podnikov, zvýšenie ziskovosti, zníženie nákladov a reštrukturalizácia podniku.

Anderson [1994] definuje tri typy modelu corporate governance: rozptýlené vlastníctvo (menej než 10% vlastníctvo najväčšieho investora), inštitucionálny model (10-50%) a holdingová spoločnosť (51-100%). Investičné fondy v Slovenskej republike si však nikdy neosvojili 3. model holdingovej spoločnosti. Podľa Andersona sa tieto fondy nesnažili stať riadnymi manažérmi spoločností ani prijať zodpovednosť za reštrukturalizáciu podniku, nemali odborníkov alebo prístup ku kapitálu potrebnému pre vytvorenie tretieho modelu holdingovej spoločnosti (nedostatok odborníkov fondy často riešili zamestnávaním externých pracovníkov - univerzitných profesorov, odborníkov v danej oblasti atď.). Navyše boli limitované vlastniť nie viac ako 20% spoločnosti jedným fondom alebo skupinou fondov s rovnakou manažérskou spoločnosťou.<sup>27</sup>

Investičné spoločnosti vďaka masívnej reklamnej kampani (predovšetkým príslubom o získaní fixnej čiastky cca 10 000 Sk) mohli v prvej vlne kupónovej

<sup>27</sup>A teda v prípade zvýšenia ziskovosti daného podniku zásluhou manažmentu investičného fondu by veľký podiel benefitov získali ostatní vlastníci; v roku 1995 došlo dokonca k reštrikcii z 20% na 10% vlastnených podielov jednej spoločnosti

privatizácie investovať 70,5%<sup>28</sup> investičných bodov získaných od slovenského obyvateľstva.

Podľa Olsson [1999] napriek tomu, že investičné privatizačné fondy mali zohrávať významnú úlohu v riadení privatizovaných podnikov, ich regulácia zo strany štátu bola výrazne podcenená. Prvé obmedzenia zo septembra 1991 hovorili len o minimálnom kapitále 100 000 Sk (neskôr zvýšené na milión korún), o profesionálnej kvalifikovanosti manažmentu a jeho dobrej reputácii, o zmluve s bankou a licencií Ministerstva financií. Po následnej rapidnej expanzii vzniku fondov a prísluboch finančného zisku pre držiteľov investičných kupónov pri ich zverení IPFu došlo k ďalším reguláciám v roku 1992 (z veľkej časti kvôli požadovanej diverzifikácii rizika). Vznikať mohli následne len dva typy organizácií: investičné spoločnosti (ako a.s. alebo s.r.o.) a investičné fondy (ako a.s.)<sup>29</sup>. Došlo k percentuálnym reštrikciám ohľadom podielov IPFov a inv. spoločností v privatizovaných podnikoch (Tabuľka 3.3) a IPFy nesmeli vlastniť podiely vo svojich zakladateľských spoločnostiach, či iných bankách a poisťovniach<sup>30</sup>. Cieľom bolo zabránenie krížového vlastníctva, keďže však mnohé IFy boli založené investičnými spoločnosťami a tie založené bankami. Krížovému vlastníctvu teda ani po regulačných snahách zabránené nebolo.

Ďalšie kolo regulačných opatrení sa spustilo po voľbách 1994 (po nástupe Vladimíra Mečiara k moci) ako výsledok snahy lobbistických skupín oslabiť vplyv IFov a inv. spoločností v manažmente privatizovaných podnikov. Boli prevedené nasledujúce zmeny<sup>31</sup>:

- fondy boli povinné zredukovať svoje podiely v jednej firme na maximálne 10% do konca roku 1996
- fondy nesmeli mať svojich reprezentantov v správnej rade podniku
- zníženie poplatkov za správu fondov o 50% na 1% z čistej hodnoty akcie

---

<sup>28</sup>Olsson, M. [1999]

<sup>29</sup>Tým pádom už vzniknuté IPFy sa museli transformovať na investičné fondy

<sup>30</sup>Zákon o investičných spoločnostiach a investičných fondoch, článok 24, par. 11

<sup>31</sup>Olsson [1999]

Tabuľka 3.3: Regulácia investičných fondov a investičných spoločností 1991-1995

Pravidlo	1991	1992	1995
Max. povolený podiel v jednej firme jedným IF	20%	20%	10%
Max. podiel v jednej firme jednou inv. spoločnosťou	40%	20%	10%
Max. podiel akcií jedného IFu v jednej firme	10%	10%	10%
Reprezentácia v správnej rade	bez limitu	bez limitu	nie
Reprezentácia v dozornej rade	bez limitu	bez limitu	-
Max. hodnota (vyjadrená ako percentuálny podiel všetkých cenných papierov všetkých IFov) jedného alebo viacerých IFov kontrolovaných jednou inv. spoločnosťou alebo viacerými inv. spoločnosťami spojenými jedným zakladateľom	bez limitu	10%	-

Zdroj: *Olsson [1999]*

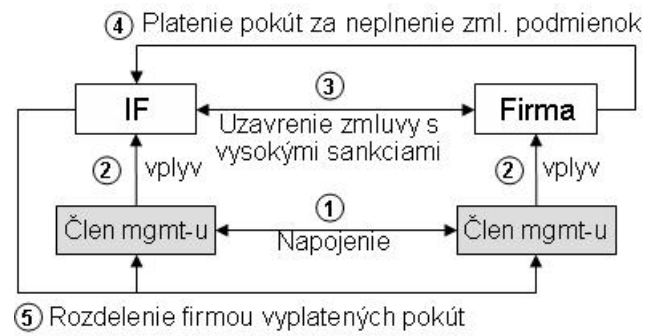
- základné imanie v investičnej spoločnosti sa zvýšilo na 20 miliónov Sk

Tieto zmeny sa niesli v duchu postupného úpadku vplyvu IFov v čase, kedy sa pripravovalo zrušenie druhej vlny kupónovej privatizácie. IFy tak utŕžili obrovské straty, dochádzalo postupnému rušeniu inv. spoločností a zároveň k ochromeniu kolektívneho investovania, ktoré bolo jedným z cieľov kupónovej privatizácie.

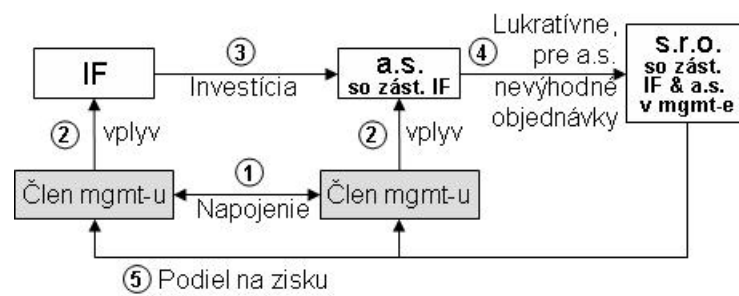
Niektoré IFy využívali nedokonalosti legislatívneho rámca a v súhre s podnikmi vyvíjali netradičné aktivity (viď Obrázok 3.3, 3.4 a 3.5)<sup>32</sup>.

<sup>32</sup>Spracované podľa Brzica [2005]

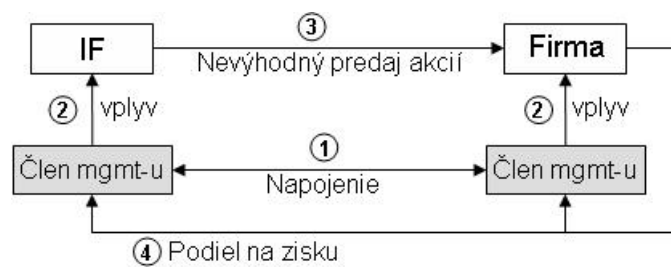




Obrázok 3.3: Vysoko sankcionované zmluvy



Obrázok 3.4: Nevýhodné objednávky



Obrázok 3.5: Nevýhodné predaje akcií

### 3.3 (Dys)funkcia kapitálového trhu

Základy pre vznik kapitálového trhu na Slovensku vytvorila kupónová privatizácia, ktorá si to kládla i za cieľ. Toto možno teda hodnotiť ako pozitívny výsledok zvolenej metódy privatizácie. Horšia však bola následná situácia, do ktorej sa kapitálový trh dostal. Ako zhodnotili Barto a Kmeť [1999], kapitálový trh zažil rozmach v roku 1994, avšak nie kvôli rozvoju alternatívnych foriem financovania podnikov, ale bojom o získanie rozhodujúcich podielov v sprivatizovaných podnikoch počas 1. vlny kupónovej privatizácie. Akciový trh slúžil iba ako nástroj na ovládnutie podnikov. Potom, ako sa majetkové pomery v podnikoch ustálili, t.j. každý ovládol väčšinový vlastník, akciový trh sa stal zbytočným. Na Slovensku sa podľa Barto a Kmeť [1999] do uverejnenia štúdie nezaznamenala ani jedna nová emisia akcií, ktorá by slúžila na financovanie rozvojových projektov. Príčinou bola nesprávna koncepcia prítomnosti stoviek spoločností na akciovom trhu, slabá ochrana minoritných investorov a všeobecne nízka vymáhateľnosť práva, nevhodné štátne zásahy proti investičným fondom, na ktoré doplatili ich akcionári a nezáujem podnikov o získavanie zdrojov prostredníctvom kapitálového trhu (slabá podnikateľská kultúra).

Neprimeraná regulácia kapitálového trhu takisto umožnila investičným fondom, ktoré mali presadzovať pevnú správu spoločností v záujme investujúcej verejnosti, rozsiahle *tunelovanie* a vykrádanie kapitálu (viď aj Obrázok 3.3, 3.4 a 3.5)<sup>33</sup>.

Od roku 2002 dochádza postupne k zlepšovaniu situácie minoritných vlastníkov akcií. V januári 2002 vošiel do platnosti Zákon č. 566/2001 o cenných papieroch a investičných službách, kde bol zakotvený princíp ochrany práv minoritných akcionárov. Následne v januári 2007 vošla do platnosti novela tohto zákona, ktorá približuje legislatívu tejto oblasti legislatíve Európskej únie. Jedným z dôležitých ustanovení je, že drobní akcionári majú nárok predať svoje akcie a veľkí akcionári majú zasa k dispozícii inštitút *vytesňova-*

---

<sup>33</sup>Popp [2002]

*nia*<sup>34</sup>. Práve inštitút vytesňovania sa stal na Slovensku predmetom značnej kritiky zo strany drobných akcionárov, ktorí svoje akcie nadobudli počas kupónovej privatizácie. Býva argumentované, že v západnej Európe má zákon o vytesňovaní logiku. Ak sú akcie málo likvidné, vytesňovanie môže prísť vhod drobným akcionárom a do značnej miery ich ochráni pred stratou. Výkupné ceny účastín totiž bývajú vyššie ako tie trhové. Častým názorom na Slovensku však je, že kvôli takmer nefunkčnosti slovenskej burzy bude namiesto ochrany nový zákon malých akcionárov likvidovať. Mnohí z odborníkov považujú daný inštitút za prospešný, viacerí z nich však prejavili pochybnosti o jeho súlade s Ústavou SR, keďže pri danej forme vyvlastnenia absentuje verejný záujem.

### 3.4 Bankový sektor

*“Bez veľkých bánk, socializmus by bol nemožný.  
Veľké banky sú 'štátny aparátus',  
ktorý potrebujeme na realizáciu socializmu  
a ktorý v hotovom stave prevezmeme z kapitalizmu...”*  
Lenin, 1917<sup>35</sup>

Reštrukturalizáciu bankového sektora nemožno oddeliť od reštrukturalizácie podnikového sektora a spôsobu výkonu vlastníckych práv. Podľa Hla-

<sup>34</sup>Zavedenie inštitútu *vytesňovania* (squeeze out) drobných akcionárov umožňuje väčšinovému vlastníkovi kúpiť všetky zostávajúce akcie firmy či podniku bez ohľadu na prípadný nesúhlas drobných majiteľov. Väčšinový vlastník musí mať v prvom rade najmenej 95 percent akcií a zároveň má mať taký istý podiel na hlasovacích právach. Súčasne musí svoj zámer oznámiť spoločnosti, ktorej akcie má záujem vykúpiť. Oznamovaciu povinnosť má aj voči centrálnej banke i všetkým zostávajúcim akcionárom. Na to, aby mohol tento veľký akcionár uskutočniť svoj zámer, musí dostať súhlas na výkup od Národnej banky Slovenska.

<sup>35</sup>Lenin [1917] v La Porta, Lopez-de-Silanes a Schleifer [2000]; preklad autorky

vatý [2001] je reštrukturalizácia bánk dokonca kľúčovou podmienkou reštrukturalizácie podnikov, pretože sa očakávalo, že

- reštrukturalizácia bánk môže vytvoriť základ presadzovania nevyhnutných tvrdých (poznámka autorky) rozpočtových obmedzení
- urýchlením reštrukturalizácie bánk je možné prekonať nežiaduce mimoekonomické väzby medzi bankami a relatívne nezávislými podnikmi, ktoré viedli k ľahšiemu a ekonomicky problematickému získavaniu pôžičiek od bánk
- dôjde k obmedzeniu neefektívnej alokácie limitovaných úverových zdrojov poskytovaných komerčnými bankami, k poklesu rizikových a nedobytných úverov a k zvýšeniu celkovej efektívnosti bánk

Dlhú dobu však reštrukturalizácia bankového sektora nebola témou dňa. Pokračovanie nastúpeného trendu vysokých strát podnikov v 90-tych rokoch podkopalo podľa Popp [2002] finančné výkony veľkých komerčných bánk, v ktorých bola situácia už aj tak vážna kvôli zdedeným problémom z obdobia centrálne plánovanej ekonomiky. Ako dodáva, celkové klasifikované úvery dosiahli okolo 25% HDP, objem medzipodnikových dlhov narástol na viac ako 20% HDP. Na konci roka 1998 tento problém dlhov zaťažil slovenskú ekonomiku do takej miery, že obmedzoval najväčšie banky vo výkone ich najzákladnejších funkcií. Situácia sa naďalej zhoršovala aj v prvom polroku 1999, na konci roka 1999 sa začali ozdravné akcie - nedobytné dlhy troch najväčších bánk (Investičná a rozvojová, Všeobecná úverová banka, Slovenská sporiteľňa) vo výške 62,7 mld Sk sa previedli na Slovenskú konsolidačnú a zvyšných 11,5 mld Sk na Konsolidačnú banku, čo umožnilo rozpustiť opravné položky a použiť ich na rekapitalizáciu bánk.

Celkový proces reštrukturalizácie bol ukončený privatizáciou bánk - v januári 2001 bol predaný väčšinový podiel SLSP 87,18% rakúskej Erste Bank, 94,47% VÚB talianskej IntesaBCI, v decembri 2001 92,55% IRB maďarskej OTP.

Fakt, že sa banky nepodarilo sprivatizovať v kľúčových rokoch pre reštrukturalizáciu podnikového sektora považuje Popp [2002] za pravdepodobne najhoršie dedičstvo daného obdobia.

### 3.5 Transparentnosť v ekonomike

Pre minimalizáciu transakčných nákladov je transparentnosť v ekonomike nutnou podmienkou. Predovšetkým obdobie pred, počas a po privatizácii sa vyznačovalo veľkou koncentráciou korupčných praktík, ktoré na dlhú dobu ochromili dôveru občanov - ako ďalší predpoklad efektívneho fungovania systému. Jednalo sa predovšetkým o

**spontánnu privatizáciu**, ktorou sa označuje obdobie od spustenia ekonomickej transformácie alebo obdobia ekonomickej liberalizácie po završenie privatizácie konkrétneho podniku<sup>36</sup>. Jednalo sa o niekoľko postupov, ktoré boli charakteristické pre toto obdobie<sup>37</sup>: zhoršovanie ekonomickej situácie podniku jeho dovtedajšími manažérmi, zníženie jeho hodnoty a následné odkúpenie za nízku cenu, utváranie kontraktov o nájme nebytových priestorov, o zahraničnoobchodnej činnosti, o reklame a propagácii, o zásobovaní a distribúcii, o servise, o dopravných službách a pod.

**korupciu v procese privatizácie**, ktorá je determinovaná zvolenou formou privatizácie (Tabuľka 3.5)

Kupónová privatizácia sa teda javí ako metóda s najmenším rizikom korupcie. Pravidlá boli známe a boli rovnaké pre všetkých, dodatočné problémy boli spojené s nedostatočnou ochranou minoritného vlastníka ako i s rôznymi formami zneužívania informácií. Verejné dražby boli taktiež spájané s korupčným jednaním: skryté alebo otvorené vydieranie dražiteľov alebo potenciálnych dražiteľov s úmyslom odradiť ich od

---

<sup>36</sup>Sičáková [1999]

<sup>37</sup>Napriek snahe vlády týmto praktikám predísť: §45 zákona č. 92/1991 Zb. o veľkej privatizácii

Tabuľka 3.4: Stupeň slobody rozhodovania a očakávaná úroveň korupcie

Supeň slobody rozhodovania	Očakávaná úroveň korupcie
úplná právomoc rozhodnúť o metóde a cene (táto právomoc je na nižších stupňoch riadenia)	značne rozšírená
úplná právomoc rozhodnúť o metóde a cene, ale finálne rozhodnutie je prijímané centrálné na vyššej úrovni riadenia	rozšírená a pravdepodobne inštitucionalizovaná v závislosti od kontrolných mechanizmov
metóda, o ktorej sa rozhodlo už predtým: súťažná metóda, verejná, kupujúci sú vybraní št. zamestnancami	limitovaná súťažou a / alebo kritériami na výber kupujúceho
metóda, o ktorej sa rozhodlo už predtým: kupujúci sú vybraní podľa jasne definovaných kritérií	veľmi limitovaná väčšinou v prípadoch, keď sú kritériá stanovené vágne
kupónová privatizácia: model, keď úradníci nemajú právomoci v oblasti stanovenia cien alebo poskytovania informácií účastníkom	veľmi limitovaná

Zdroj: *Political Corruption, privatization and Control in the Czech Republic: A Case Study of Problems in Multiple Transition, University of Oxford v Nižňanský a kol. [9]*

účasti na dražbe, alebo od úmyslu zvyšovať cenu, o vymáhanie odplaty za ochotu nevstupovať do dražby a nezvyšovať cenu zo strany špekulantov vo vzťahu k vážnym záujemcom o prevádzkovú jednotku, o organizovanie tzv. holandských dražieb so zabránením účasti v dražbe vážnym záujemcom vyhrážkami, o vydraženie prevádzkovej jednotky s úmyslom nesplatiť ju do stanoveného termínu a využívať ju do doby zrušenia výsledku dražby, ofalšovanie dokumentov o predchádzajúcom prenájme draženej prevádzkovej jednotky so zámerom prednostného odkúpenia<sup>38</sup>. Za najskorumpovanejšie obdobie celej fázy privatizačného projektu však možno označiť obdobie priamych predajov po nástupe Vladimíra Mečiara k moci. Ešte v roku 1994 počas vlády Jozefa Moravčíka bola evidentná snaha o transparentnosť celého procesu, kým v nasledujúcom už spomínanom období došlo k presunu kompetencií o rozhodovaní o privatizačných projektoch z vlády na FNM SR<sup>39</sup>. Schvaľovanie projektov sa tak ocitlo mimo kontrolu verejnosti a médií, dochádzalo k pridelovaniu majetku osobám blízkym politickej garnitúre za minimálne ceny a možnosťou odpustenia ďalších splátok atď. Často diskutovanou témou je aj tzv. *divoká privatizácia*, ktorá prebehla v období február - marec 1994, kedy sa štátny majetok prideloval na základe predloženia *podnikateľského zámeru* a vytváral sa tak priestor pre subjektívne rozhodovanie o výsledku procesu<sup>40</sup>.

**korupciu po procese privatizácie**, kedy boli využívané nedostatky v kúpno-predajných zmluvách, vyťaženosť súdov, politické lobbovanie atď.

<sup>38</sup>Sičáková v Nižňanský [1999]

<sup>39</sup>Stalo sa tak odsúhlasením zmien Zákona o veľkej privatizácii koalíciou strán HZDS, SNS a ZRS

<sup>40</sup>Nehovoriac o tom, že v záujme vytvorenia *novej podnikateľskej vrstvy* z domácich záujemcov bolo vypracovaných niekoľko podporných krokov - ako napr. započítanie investícií do kúpnej ceny a pod.; empiricky sa pritom potvrdilo, že mnoho z tzv. nádejných privatizérov podniky následne využilo k vlastnému obohateniu sa formou tunelovania a nielenže podnik neprešiel potrebnou reštrukturalizáciou, ale bol privedený ku krachu

**Privatizácia Slovnaftu**

Dňa 10. augusta 1995 Prezídium FNM SR rozhodlo predať 39% akcií a.s. Slovnaft spoločnosti Slovintegra (založená 19 manažérmi Slovnaftu). Formálna predajná cena bola stanovená na 6,4 mld Sk, v tom čase zodpovedajúca trhovej cene. Kúpa však prebehla za veľmi výhodných podmienok pre novozaloženú spoločnosť. V zmluve sa uvádza, že ak nový akcionár presadí, aby Slovnaft v budúcnosti niekoľkých rokoch preinvestoval sumu niekoľkých miliárd Sk (čo už v tej dobe bolo veľmi pravdepodobné), bude z celkovej sumy 6,4 mld Sk odpustených 3 mld Sk. Ďalším kritériom na zníženie kúpnej ceny bolo vykazovanie určitej miery zisku – opäť formálna záležitosť, cena znížená o ďalších 2,4 mld Sk. V konečnom dôsledku bola spoločnosť Slovnaft predaná za 1 mld Sk, splátkový kalednár nastavený na 10 rokov a sumu 100 mil Sk/rok.

Tabuľka 3.5: Príklad netransparentnej privatizácie

**3.5.1 Klientelizmus a jeho vplyv na vývoj corporate governance v SR**

*”Keď človek získa úrad, aj jeho prasa ide do neba.”*

Čínske príslovie

Prirodzenou vlastnosťou ekonomizujúceho jedinca je maximalizácia svojho úžitku, v čase neistoty sa teda ako výhodná stratégia javí vytvárať záväzky založené na dôvere - medzi rodinnými príslušníkmi alebo členmi lokálnych spoločenstiev. Už v období centrálného plánovania sa vytvoril pevný základ pre vytváranie vlastných sietí - kontaktov, ktoré uľahčovali konanie jedincov na úrovni národnej, na úrovni podnikov i v medziľudských vzťahoch všeobecne. Nasledujúci politický vývoj v Slovenskej republike však tieto základy neohrozil, v istých obdobiach sa na nich úspešne stavalo. Je pritom evidentné v porovnaní s historicky, politicky, ekonomicky aj sociálne blízkou Českou republikou, že klientelizmus na Slovensku mal v 90-tych rokoch ak



nie väčší rozmer, tak iste väčšie zopätie politických a ekonomických trhov, ktoré dalo vzniknúť špecifickému typu (Mečiarovského) klientelizmu. Kde hľadať korene takéhoto rozsahu?

30. septembra 1994 prebehli na Slovensku predčasné voľby, ktorých víťazom sa s veľkým náskokom stala koalícia HZDS – Roľnícka strana Slovenska, ktorá získala 34,96% hlasov a 61 kresiel v parlamente. S podporou SNS mala teda strana HZDS podporu 70 hlasov. Počas tzv. *parlamentnej noci* (ustanovujúca schôdza NRSR), resp. *noci dlhých nožov* boli na 38 dôležitých postoch štátnych a verejnoprávnych inštitúcií ustanovení ľudia blízki HZDS, Roľníckej strane a SNS. Zo svojich úradov musel okamžite odísť generálny prokurátor, vedenie Najvyššieho kontrolného úradu (NKÚ), rada verejnoprávnej televízie i rozhlasu, Prezídium Fondu národného majetku (FNM) a ďalší. Do Osobitného kontrolného orgánu NR SR pre kontrolu Slovenskej informačnej služby (SIS) boli zvolení výlučne poslanci koalície HZDS, ZRS a SNS (za riaditeľa SIS dosadený Ivan Lexa známy svojou nezákonnou činnosťou a stykmi s podsvetím). Parlament tiež zrušil privatizačné rozhodnutie Moravčíkovej vlády, ktoré vykonala od 6. septembra 1994, čo Ústavný súd SR svojím nálezom označil za protiústavné. V roku 1994 bola prijatá novela zákona, podľa ktorej došlo k presunu kompetencií pri priamych predajoch na FNM SR a vláda si zároveň zabezpečila možnosť delegovania svojich reprezentantov do orgánov fondu. V roku 1996 došlo k zriadeniu inštitútu akcií na doručiteľa, pretože povinne zaknihovaná podoba cenných papierov sa postupom času stretla s odporom novovytvorených privatizačných skupín - nebolo tak totiž možné utajiť skutočných vlastníkov novosprivatizovaných podnikov.

Tabuľka 3.6: Úprava legislatívneho rámca a dosádzanie svojich ľudí na kľúčové pozície

Na počiatku transformácie podľa Sičáková [1999] dochádzalo k rýchlej ekonomickej diferenciacii, ktorá pomerne často nevyplývala len z rozdielov vo výkonnosti, tvorivosti a invenčnosti, ale je tiež výsledkom rôznej miery ochoty

a schopnosti používania nezákonných alebo aspoň neetických a nemorálnych praktík. V dôsledku nepostihovania prvotných privatizačných prechmatov sa upevnila celospoločenská frustrácia, čo do značnej miery pomohlo k rozmachu korupcie, klientelizmu a nepotizmu. Neformálne pravidlá tak nebránili rastu týchto javov ani v jednotlivých fázach privatizácie.

Živnou pôdou korupcie, klientelizmu a nepotizmu je teda nedemokratické a netransparentné jednanie. V tomto ohľade sa najznámejšou érou stalo obdobie tretej Mečiarovej vlády 1994-1998. Stalo sa tak predovšetkým prispôbovaním zákonov, nerešpektovaním demokretických a zákonných postupov bez následného trestu (viď Tabuľka 3.6) a možnosťou disponovať obrovským majetkom zaradeným do *veľkej privatizácie*.

Došlo tak k vytvoreniu rozsiahlych sietí vzájomných vzťahov vytvorených na základe osobnej priazne a dochádzalo k prevádzaniu mnohých privatizačných aktivít s korupčným a klientelistickým pozadím (viď Tabuľku 3.7)<sup>41</sup>.

Domnievam sa však, že dôležitým aspektom sa stalo aj prijatie jednotnej československej stratégie ešte v spoločnom štáte. Táto stratégia sa totiž neprispôbila podmienkam na Slovensku, kde boli zatvárané desiatky veľkých zbrojárskych podnikov, stovky ľudí prichádzali o prácu. Bol to práve Vladimír Mečiar, ktorý týmto ľuďom sľúbil riešenie situácie, sľúbil im prácu a ľudia ho za to odmenili obrovskou voličskou podporou.

Uvedením príkladov som chcela poukázať na reálnosť a obrovský rozmer klientelistického správania vlády v rokoch 1994-1998.

Majetok bol do rúk nových vlastníkov prevádzaný za relatívne veľmi nízke sumy. Ich noví majitelia do projektu vstupovali väčšinou nie s úmyslom cielej reštrukturalizácie a prosperity novozískaného majetku, ale s následným odpredajom majetku ako celku za vyššie ceny alebo predajom jeho jednotlivých častí.

---

<sup>41</sup>Nižňanský a kol. [1999:129-150]; Uvedením klientelistických prípadov počas privatizácie som sa nesnažila o ich presný popis. Skutočnosť, že majetok bol prevedený na osoby blízke politickým špičkám, však v ani jednom prípade nebola náhodná, majetok bol vo všetkých prípadoch predaný hlboko pod cenu. Pre viac informácií o týchto prípadoch viď Nižňanský a kol. [1999]

- Prezídium FNM SR rozhodlo 2. októbra 1996 opredaji 51% akcií, a. s., Baňa Záhorie spoločnosti Baňa Záhorie 1, ktorej konateľmi boli v čase privatizácie funkcionári a členovia HZDS, za symbolickú cenu 1 Sk.
- Počiatkom roka 1996 začal FNM SR realizovať odpredaj hotelov vo Vysokých Tatrách. Hotel Grand v Smokovci sa ocitol v Rezešovom impériu, hotel Park kúpila dcéra a zať exposlanca za SNS a bývalého veľvyslanca v Mexiku Haľapku, horský hotel na Popradskom plese pripadol synovi poslankyne za HZDS Lazarovej, Grandhotel Praha v Lomnici zase bratovi inej poslankyne za HZDS Šoltýsovej-Gantnerovej a horský hotel Sliezsky dom príbuznej štátneho tajomníka ministerstva životného prostredia za HZDS MUDr. Slobodníkovej.
- Prezídium FNM SR na svojom 36. zasadnutí schválilo privatizáciu 51% akcií a. s. Slovenské liečebné kúpele Sliač a Kováčová spoločnosti Corvas, s. r. o., Piešťany, ktorej spoločníkom je aj bývalý minister zdravotníctva SR za HZDS a bývalý šéfmanažér volebnej kampane HZDS V. Soboňa.
- Dňa 1. augusta 1996 FNM SR rozhodol o priamom predaji celého nepriatizovaného balíka akcií Nafta Gbely (podľa podielu zisku na tržbách bol podnik v roku 1995 štvrtým najziskovejším podnikom v Slovenskej republike) (45,9%) v priamom predaji neznámej spoločnosti Druhá obchodná, a. s., pričom štatutárni zástupcovia Druhej obchodnej, a.s. priznali, že nie sú skutočnými vlastníkami spoločnosti. V roku 1997 vyšlo najavo, že jedným z majiteľov Druhej obchodnej, čiže v tej dobe aj Nafty Gbely, je Vladimír Poór, predseda Krajského predstavenstva HZDS v Trnave.
- Prezídium FNM SR rozhodlo 24. februára 1998 o predaji 97% akcií tejto a. s. v prospech tlačiarenského giganta Danubiaprint. Riaditeľ a jeden z vlastníkov Danubiaprintu S. Srník bol predsedom dozorných rád spoločností R-Press a H-Press, ktoré vydávali denníky HZDS Slovenská Republika a Hlas.

Tabuľka 3.7: Príklady klientelizmu počas tretej Mečiarovej vlády

Klientelizmus a jeho vývojové štádium vrcholiace počas tretej Mečiarovej vlády negatívne ovplyvnilo vývoj corporate governance v SR. Došlo k vytvoreniu novej skupiny vlastníkov bez potrebného kapitálu a znalostí o podniku s pretrvávajúcimi záväzkami voči politickým predstaviteľom. Títo vlastníci neboli vybraní pre vedenie podniku na základe najlepších predpokladov pre jeho rozvoj, ale na základe konexií a systému protislužieb.

Dlhé obdobie neskrývaných klientelistických praktík počas rokov 1994-1998 nesporne začalo ako dôsledok jednak skepsy, jednak ako dôsledok stále nových korupčných prípadov, znižovať spoločenský tlak na vynucovanie nápravy. Toto správanie viedlo v značnom rozsahu k ignorácii zo strany občanov a ich znížený záujem o veci verejné, čo dopomáhalo k ďalšiemu rozširovaniu klientelizmu.

V roku 1998 po nástupe novej vlády pod vedením Mikuláša Dzurindu, došlo k zvýšeniu transparentnosti v procesoch privatizácie i ako následok predvolebných sľubov o ukončení rozsiahlych korupčných praktík predchádzajúcej vlády. Napriek upevneniu legislatívneho rámca a zvýšeniu monitoringu zo strany štátnych i súkromných organizácií v období 1998-2006 došlo k niektorým prejavom klientelizmu. Jeho charakter sa však zmenil z masového - krytého celou vládnu koalíciou, k individuálnemu v oveľa menšej miere.

### **3.6 Slovenský model corporate governance a legislatíva**

Pre Slovenskú republiku je charakteristická významná úloha správnej a dozornej rady spoločnosti (typická pre nemecký model). Ich význam sa pritom pre rôzne subjekty a v rôznych obdobiach líšil - možno rozlíšiť záujmy troch hlavných skupín: (i) zástupcov FNM; (ii) zástupcov bánk a (iii) iných súkromných vlastníkov vrátane zástupcov IFov a ostatných veľkých súkromných vlastníkov. Je dôležité upozorniť na fakt, že váhu jednotlivých rád v spoločnostiach do značnej miery upravovali stanovy tej-ktorej firmy, takže

ich význam nebol jednotný.

Predovšetkým v období rozmachu IFov vyvstávali problémy typu vlastníci fondu vs. manažéri privatizovaných podnikov. Spočiatku sa predpokladalo, že títo manažéri budú ihneď nahradení novými ľuďmi, bolo to však podľa Olsson [1996] skôr výnimkou ako pravidlom. Kľúčovým faktorom bola úroveň vedenia do doby privatizácie, t.z. ak si podnik viedol dobre, IFy rátali s dovtedajším vedením aj do budúcnosti. V tomto vzťahu vlastník - manažér sa však prejavilo aj dedičstvo z obdobia socializmu a takisto obdobie veľkých právomocí 1990-1992 pre manažérov vtedy ešte štátnych podnikov. Títo neboli ochotní prijímať nové poznatky a rady od tzv. *mladých chlapcov z Bratislavy, ktorí najlepšie vedia, čo a ako robiť*. Práve toto býval hlavný dôvod na výmenu vedenia podniku.<sup>42</sup> Ďalším problémom bol dozor nad aktivitami dovtedajších manažérov, ktorí nezriedka prijímali rozhodnutia ohľadom majetku spoločnosti (napr. predávanie častí spoločnosti, prípadne zakladanie dcérskych spoločností), pričom na tieto aktivity nemali formálne kompetencie. V tejto situácii sa javí ako nevyhnutné riešenie silné zastúpenie IFov v radoch spoločností - predovšetkým v správnej rade<sup>43</sup>. Tu samozrejme vznikali ďalšie komplikácie, hlavne pre spoločnosti s veľkým a/alebo veľmi diverzifikovaným portfóliom zabezpečiť dostatočne kvalifikovaných zástupcov do rád príslušných firiem. Preto na týchto postoch neboli výnimkou veľmi mladí a neskúsení ľudia.

Zásadná zmena v dovtedajšej situácii nastala v roku 1995 zmenou privatizačnej politiky. Mnohé z investičných fondov vtedy prišli o dôležité investície prechodom kontrolného balíka akcií danej spoločnosti do rúk manažmentu. Príkladom môžu byť investície Harvardskej skupiny (HIS, HC&C): kontrolný balík v Slovnafte bol predaný manažmentu Slovnaftu, 30% podiel v JCP Štúrovo predaný Fondom národného majetku, 49,5% podiel v Nafta Gbely predaný Fondom národného majetku súkromnej spoločnosti Druhá obchodná (založenej len pár dní pred samotným predajom). Známý je aj prípad

---

<sup>42</sup>Olsson [1996]

<sup>43</sup>Dozorná rada totiž len monitoruje realizáciu obchodných aktivít ex post.

VSŽ, kedy FNMu predal svoj kontrolný balík spoločnosti Ferrimex, s.r.o. zo 75% vlastnenej vtedajším ministrom Vladimírom Rezešom (vtedajším vice prezidentom VSŽ) a predsedom dozornej rady VSŽ<sup>44</sup>.

Zákaz zastúpenia IFov v správnych radách spoločností<sup>45</sup> prinútil IFy preskúpiť čo najviac svojich ľudí do dozorných orgánov<sup>46</sup>. Mnohé z IFov sa v dôsledku prijatých zmien legislatívy (10% podiel IFu v jednej spoločnosti) rozhodli pre transformáciu na holdingové spoločnosti. Krátko pred uskutočnením Valného zhromaždenia odpredali svoje akcie nimi založeným a kontrolovaným firmám a po zhromaždení od nich tieto akcie znova skupovali.

V tomto období existovalo silné previazanie bánk a podnikov, predovšetkým práve prostredníctvom IFov. Jednalo sa jednak o špecifické informácie o podniku, ako aj o samotné vlastníctvo akcií cez bankami založené fondy. Podľa štúdie Brzica [1999], ktorý sa sústredil na komparáciu japonského modelu corporate governance a modelu corporate governance v Slovenskej republike a susednej Českej republike, však neexistuje dostatočná evidencia na jednoznačné prehlásenie, či slovenské podniky vo väčšine prípadov mali *svoju* banku, ktorá im poskytovala úvery, ako je to charakteristické pre japonský keiretsu model. Olsson [1999] vo svojej empirickej štúdii však na existenciu takejto *house-bank* poukazuje. Vo väčšine prípadov sa jednalo o Všeobecnú úverovú banku, ktorá takpovediac zdedila svoju výsadnú pozíciu v komerčnom bankovníctve.

Z vývojového hľadiska sa slovenský systém corporate governance približuje skôr nemeckému ako anglosaskému systému. Napriek predpokladaným výsledkom, koncentrácia vlastníctva na Slovensku je značná<sup>47</sup> a je dôsledkom vývoja privatizácie a zdedenej industriálnej štruktúry. Existuje však niekoľko zásadných odlišností, ktoré slovenský systém robia jedinečným. Ochrana minoritných vlastníkov bola minimálna. Podľa Mejstřík [1998] sa minoritní

---

<sup>44</sup>Nižňanský a kol. [1999]

<sup>45</sup>Podľa Zákona o investičných spoločnostiach a investičných fondoch, 1995

<sup>46</sup>Ale keďže kompetencie dozornej rady záviseli do značnej časti od stanov konkrétnej spoločnosti, mohli byť jednoduchou cestou novým majoritným vlastníkom zmenené.

<sup>47</sup>Olsson [1999], Berka [1998]

vlastníci v Českej republike nemohli sa spoliehať ani na postačujúce informácie ani na ochranu svojich podielov, ich právo hlasovať sa obmedzilo na možnosť vykonávať hlasovacie právo len v prípade osobnej účasti na valnom zhromaždení (a teda nemožnosť proxy-hlasovania). Podľa Olsson [1999] boli tieto znaky totožné i v Slovenskej republike. O tejto odlišnosti hovorí ako o nesystematickej, ktorá reflektuje nevyvinutosť inštrumentov kapitálového trhu na Slovensku.

Ďalšou charakteristikou slovenského systému v procese transformácie bol vysoký stupeň štátnej interferencie do ekonomiky, predovšetkým riadenia niektorých sektorov a úloha klanov, ktorí sa na riadení niektorých priemyselných sektorov podieľali, čo pripomína skôr taliansky model s úzkymi rodinnými vzťahmi a vysokou mierou dôvery.

Brzica [2005] uvádza niekoľko foriem zmien, ktoré majú dopad na vývoj corporate governance. Jedná sa o zmeny prostredníctvom zmeny regulácie, podpory niektoej kategórie subjektov, podpory rozmanitosti foriem, rozvíjaním/zmenou inštitúcií a zmenou daňovej politiky. Nevyhnutnosť zosúladiť domácu legislatívu s európskym právom vidlo k pomerne rýchlemu prijatiu významných zložiek regulácie v oblasti corporate governance, ktoré sa premietli do novelizovaného Obchodného zákonníka. Tento vstúpil do platnosti 1.1.2002. Novela prináša úpravy súvisiace so správou spoločností, posilňuje postavenie minoritných akcionárov a zvyšuje zodpovednosť orgánov spoločnosti. Došlo k posilneniu transparentnosti vlastníckych vzťahov rozšírením povinností obchodnej spoločnosti zverejňovať údaje. Novela Obchodného zákonníka priniesla taktiež zmeny súvisiace s corporate governance, napríklad konanie v zhode. Úpravami sa malo dosiahnuť vyváženie moci medzi majoritnými a minoritnými akcionármi hlavne kvôli zmenám v kvantitatívnych pomeroch týchto skupín v čase. Od roku 1992 bol do slovenskej legislatívy zakotvený princíp ochrany minoritných akcionárov, avšak nedostatočný.<sup>48</sup> V roku 2002 tak došlo k revízií zákona s dôsledkami v zvýšení tejto ochrany. Od januára 2002 platí v SR nový zákon o cenných papieroch a investičných

---

<sup>48</sup>Brzica [2005]

službách, jeho posledná novela vstúpila do platnosti v januári 2007 a zlepšuje oblasť legislatívy týkajúcej sa predovšetkým ponuky na prevzatie, odstúpenia od zmluvy, povinností orgánov spoločností a kontroverznej časti práva na odkúpenie akcií<sup>49</sup>. Inštitút tzv. vytesňovania totiž umožňuje väčšinovému akcionárovi za presne daných podmienok odkúpiť od minoritných akcionárov ich podiely a zefektívniť tak fungovanie spoločnosti. Viacerí právnici i ekonómovia nepopierajú užitočnosť inštitútu squeeze out, ale mnohí z nich už prejavili pochybnosti o jeho súlade s Ústavou SR. Uvedený inštitút sa totiž spája s istou formou vyvlastnenia pri absencii jednej z podstatných náležitostí vyvlastnenia, ktorou je verejný záujem.

Aktivity podnecujúce zlepšenie stavu corporate governance sú na Slovensku v súčasnosti vykazované aj mnohými mimovládnyimi organizáciami - napr. spoločnosť INEKO každoročne vyhlasuje súťaž o najlepšiu výročnú správu, príp. uviedla v septembri Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností vychádzajúci z princípov OECD, s cieľom stanoviť najvhodnejšiu prax pre spoločnosti v Slovenskej republike.

NR SR schválila dňa 23. 3. 2007 novelu zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve s platnosťou od apríla 2007, ktorá prináša aj doplnenie obsahu výročnej správy pre spoločnosti, ktorých cenné papiere boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu. Jedným z doplňujúcich údajov je aj kódex o riadení spoločnosti. Ten doteraz v slovenskej legislatíve chýbal, pričom podobný kódex už používa Burza cenných papierov v Bratislave, a. s., (BCPB). V prílohe jej Burzových pravidiel platných od 1. novembra 2005 je uvedený Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností. Burzou určené subjekty sú tak už v súčasnosti povinné zaslať BCPB výročnú správu, v ktorej okrem iného informujú, do akej miery dodržiavajú pri správe a riadení spoločnosti princípy tohto kódexu<sup>50</sup>.

V ďalšom období sa z dôvodu približovania legislatíve Európskej únie očakáva niekoľko ďalších zmien: dôslednejšie vykazovanie informácií pre sku-

<sup>49</sup>[www.finance.gov.sk](http://www.finance.gov.sk)

<sup>50</sup>TASR Agentúrne správy: Prezident Gašparovič podpísal novelu zákona o účtovníctve, 18.4.2007



pinové štruktúry a vzťahy v rámci finančných a nefinančných korporácií, vykazovanie informácií o investíciách a politika hlasovania, ktoré by mali robiť inštitucionálni investori, zavedenie možnosti zvoliť si medzi dvoma typmi štruktúry štatutárnych orgánov, posilniť zodpovednosť členov štatutárnych orgánov a predpokladá sa aj sprísnenie pravidiel pre pyramídy spoločností, ktoré budú chcieť emitovať akcie na burze<sup>51</sup>.

### **3.7 Reštrukturalizácia**

Reštrukturalizácia bude popísaná v rámci samostatnej sekcie.

---

<sup>51</sup>Brzica [2005]

# Kapitola 4

## Reštrukturalizácia podnikov a jej závislosť od vlastníckej štruktúry

### 4.1 Reštrukturalizácia a jej determinanty

Reštrukturalizácia štátnych podnikov je jedna z najdôležitejších úloh transformácie krajín strednej a východnej Európy na trhové ekonomiky<sup>1</sup>.

Estrin [2001], Commander, Dutz a Stern [1999] rozlišujú dva základné druhy mikroekonomickej transformácie - jedná sa o reštrukturalizáciu existujúcich aktivít a realokáciu zdrojov.

**Reštrukturalizácia** zahŕňa zvýšenú výkonnosť už existujúcich firiem dosiahnutú zmenami cieľov, motívov a nárokov na manažérov, zlepšeniami vyplývajúcimi z novej vlastníckej štruktúry, právneho a inštitucionálneho usporiadania pre corporate governance a stavu a výkonnosti kapitálového trhu.

**Realokácia zdrojov** závisí omnoho viac na úrovni kompetitívnosti trhu, pravidlách a organizáciách ovplyvňujúcich vstup a výstup na/z trh/u,

---

<sup>1</sup>Cleassens, Djankov a Pohl [1997], Djankov a Murrell [2002]

na úrovni bankrotového jednanía a vymáhateľnosti práv, ako i na jednaní vlády (napr. dotácie podnikovej sfére).

Základnou otázkou však po tomto rozdelení zostáva - čo je pojmom *reštrukturalizácia* myslené. Ako sa reštrukturalizácia líši od prirodzeného procesu prispôsobovania sa firmy novým podmienkam, od rastu firmy? Akým spôsobom je možné reštrukturalizáciu merať?

Commander, Dutz a Stern [1999] definujú reštrukturalizáciu ako *súbor nemarginálnych zmien v štruktúre existujúceho výstupu firmy, čo zahŕňa i ukončenie niektorých aktivít, čo vis-a-vis vyžaduje významnú nemarginálnu zmenu vo využívaní zdrojov. Cieľom reštrukturalizácie je efektívnejšie využívanie zdrojov; je motivovaná získaním alebo obnovením konkurencieschopnosti v dôsledku radikálnej zmeny podnikateľského prostredia alebo postupnej erózie konkurencieschopnosti.*

Djankov a Pohl [1997], Cleassens, Djankov a Pohl [1997] popisujú proces reštrukturalizácie zjednodušene ako transformačný proces vysoko deformovanej ekonomiky s veľkým množstvom stratových firiem na *normálnu* trhovú ekonomiku s prevládajúcim množstvom profitujúcich firiem a odkazujú na tri základné determinanty rýchlosti a hĺbky reštrukturalizácie: súčasný stav firmy (dedičstvo), špecifické znaky podniku (corporate governance, schopnosti manažérov) a externé prostredie (makroekonomická stabilita, finančná disciplína, vyjednávací sila odborov).

**Súčasný stav firmy** zahŕňa úroveň produkcie z obdobia pred transformáciou, veľkosť firmy a zdedené dlhové bremeno. V čase centrálného plánovania sa mnohé krajiny špecializovali v daných produktoch či sektoroch - napr. Bulharsko v elektronike a Slovensko v zbrojárskom priemysle. Odvetvie, koncentrácia a špecializácia nepochybne tiež ovplyvnili rýchlosť reštrukturalizácie podnikov v tej ktorej krajine. Mnohé štúdie sa pokúsili ozrejmiť vzťah medzi veľkosťou firmy a rýchlosťou a hĺbkou reštrukturalizácie. Veľké firmy môžu mať väčšie problémy s reštrukturalizáciou (vzhľadom k rozlohe, štruktúre atď.) ako malé firmy, na druhej

strane však majú aj väčšie možnosti prístupu ku kapitálu<sup>2</sup>. Empirické štúdie (Djankov, Pohl [1997]) upozorňujú na pozitívnu koreláciu medzi veľkosťou firmy, kdežto iné (Estrin Takla [1995]) podporujú opačné závery.

**Špecifické znaky podniku** zahŕňajú štruktúru vlastníckych práv, účasť a typ vonkajšieho investora a schopnosť manažérov prilákať zahraničných partnerov, zabezpečiť lepšiu technológiu, vstupy a kapitálové statky. Empirické štúdie skúmajúce vplyv jednotlivých faktorov na úroveň reštrukturalizácie budú diskutované v ďalšej časti kapitoly.

**Externé prostredie** zahŕňa napr. rýchlosť liberalizácie. Rýchlosť s akou sa vytvorilo, resp. vytvára inštitucionálne prostredie pre trhovú ekonomiku ovplyvnilo podnikovú reštrukturalizáciu v každej transformujúcej sa krajine (viď Tabuľka 3.1). Zaujímavosťou je, že v tejto tabuľke indexy zostavené jednotlivými organizáciami nezahŕňajú liberalizáciu kapitálového trhu, ktorá síce na počiatku transformácie do pojmu *liberalizácia* nepatrila, ale postupne sa ukázalo, že liberalizácia kapitálového trhu je nevyhnutná.

Tieto tri základné determinanty ako ich stanovili Djankov a Pohl [1997], Cleassens, Djankov a Pohl [1997], použijem v ďalšej kapitole práce s cieľom charakterizovať situáciu zvoleného slovenského podniku z hľadiska reštrukturalizácie a corporate governance.

## 4.2 Empirické štúdie

Odlíšne modely privatizácií v rôznych regiónoch nevyhnutne viedli k vytvoreniu mnohotvárných vlastníckych štruktúr. Jednou z úloh, ktorú sa ekonómia podujala vyriešiť je o.i. aj miera, do akej sa rozdielne typy vlastníkov podieľajú na reštrukturalizácii podnikov v tranzitívnych krajinách.

<sup>2</sup>Cleassens, S., Djankov, S., Pohl, G. [1997]

Tabuľka 4.1: Indexy ekonomickej liberalizácie, 1995

<b>Krajina</b>	<b>EBRD</b>	<b>WB</b>	<b>EIU</b>	<b>IEF</b>
Bulharsko	2.30	6.40	2.20	3.50
ČR	3.30	9.50	3.30	2.10
Maďarsko	3.30	9.10	3.30	2.80
Poľsko	3.10	8.80	3.30	3.25
Rumunsko	2.20	7.30	2.20	3.55
Slovensko	3.00	8.60	2.70	2.75
Slovinsko	2.90	8.50	3.40	3.30

*Poznámka:* EBRD - Index je nevážený priemer 4 separátnych indexov (podniková reštrukturalizácia, trhy a obchod, finančné inštitúcie, vývoj v legislatíve); index je založený na škále 1 (najhorší) až 5 (najlepší)

WB - Index je vážený priemer odhadov miery liberalizácie domácich transakcií (cenová liberalizácia a odstánenie monopolov), externých transakcií (napr. nízke importné poplatky) a podnikovej reštrukturalizácie (privatizácia a rozvoj privátneho sektoru); index je založený na škále 1 (najhorší) až 10 (najlepší)

EIU (Economist Intelligence Unit) - Index podobný indexu EBRD

IEF (Index of Economic Freedom) - Index je nevážený priemer 10 indikátorov (zdanie, vládna spotreba, monetárna politika, zahraničné investície, bankovníctvo, mzdy, vlastnícke práva, regulácie, čierny trh); index je založený na škále 1 (najlepší) až 5 (najhorší)

Zdroj: *EBRD [1996], De Melo, Denizer a Gelb [1995], EIU [1996], Holmes, Johnson a Kirkpatrick [1997] v Cleassens, Djankov a Pohl [1997]*

Existujúca literatúra tržných ekonomík však neposkytuje jasný obraz, ktorý z typov vlastníkov je ten najlepší z hľadiska reštrukturalizácie<sup>3</sup>. Ronald Coase [1988]<sup>4</sup> a Harold Demsetz a Kenneth Lehn [1985]<sup>5</sup> upozorňujú na nejdnoznačnosť empirických výsledkov. Ako dodávajú, *ak sú transakčné náklady pre maximalizujúcu firmu nízke, každá firma by mala ten správny vlastnícky typ; neexistuje tam žiadny vzťah medzi vlastníckym typom a reštrukturalizáciou*<sup>6</sup>. Preto evidencia z tranzitívnych krajín poskytuje cenné poznatky z tejto oblasti. Vzniknutý typ vlastníctva tam bol totiž *determinovaný skôr politickými a administratívnymi procesmi ako endogénne tržnými silami s nízkymi transakčnými nákladmi*.

Vzniknuté vlastnícke štruktúry je možné podľa Djankov a Murrell [2002] rozdeliť do niekoľkých kategórií<sup>7</sup>: a) tradičné štátne vlastníctvo (podniky 100% vlastnené štátom, nezahrnuté do privatizačného programu); b) štát v komercializovaných podnikoch; c) podnikoví insideri (kompozitná skupina zahrňujúca pracovníkov i manažérov); d) outsideri (kompozitná skupina zahrňujúca neštátnych vlastníkov a ne-zamestnancov podniku); e) pracovníci podniku (ne-manažéri); f) manažéri; g) zahraniční investori; h) banky (okrem tých, ktoré sú zahrnuté v (g)); i) investičné fondy (okrem prípadu, kedy je vlastníctvo fonu zahrnuté v (b), (g), (h)); j) veľkí individuálni vlastníci-outsideri (okrem prípadu (b), (f), (g), (h), (i)); k) rozptýlení vlastníci (okrem (g), (h), (i) a (j)).

Ako ukazuje Obrázok 4.1, rozdielnosť medzi vlastníkmi podniku má veľkú ekonomickú váhu (viď aj Obrázok A.3 v Dodatku).

Podľa empirickej štúdie Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski [1998] majú

---

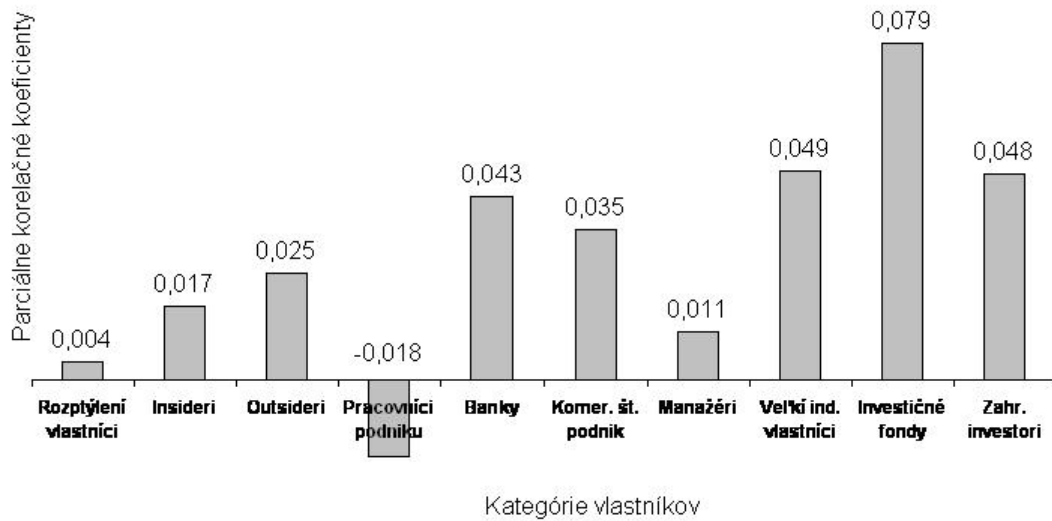
<sup>3</sup>Djankov a Murrell [2002]

<sup>4</sup>Coase, R.: The Theory of the Firm, Chicago, 1988 v Djankov a Murrell [2002]

<sup>5</sup>Demsetz, H., Lehn, K.: The Structure of Ownership, Journal of Political Economy, 93:6, 1985 v Djankov a Murrell [2002]

<sup>6</sup>Djankov a Murrell [2002:754]

<sup>7</sup>Toto rozdelenie je zvolené kvôli zjednodušeniu interpretácie empirických štúdií zaoberajúcimi sa vzťahom vlastníckej štruktúry a reštrukturalizácie



Obrázok 4.1: Ako vlastníctvo ovplyvňuje výkon firmy po privatizácii

Zdroj: *Djankov a Murrell [2002]*

zahraniční investori a domáce súkromné finančné firmy najväčšie pozitívne efekty (vzhľadom k výkonnosti podnikov), pričom outsideri prekonávajú insiderov.

Ako upozorňuje Marcinčin [2000], štúdia Carlin, van Reenen a Wolfe [1994] analyzovala československé, maďarské, poľské a ruské podniky a našli nasledujúce prekážky reštrukturalizácie:

1. Opozícia zamestnancov, ktorá závisí od ich formálnej sily a miery nezamestnanosti v krajine
2. Nedostatok financií pre investície
3. Veľká neurčitosť budúcich výnosov z reštrukturalizácie daná celkovou reformou (napr. zmena relatívnych cien) a nedostatočnej dôveryhodnosti vládneho programu
4. Absencia konkurenčnej politiky a udržanie monopolnej sily, ktorá vedie k umelo vysokým cenám a nízkej výrobe
5. Vytvorenie holdingových štruktúr chrániacich moc starých manažérov

6. Neexistencia trhu manažérov a nedostatočná transferovateľnosť ľudského kapitálu, daná neformálnosťou sietí podnikových dodávateľov a zákazníkov a štátnych inštitúcií

Marcinčin [2000] identifikoval všetky tieto prekážky aj na Slovensku.

### 4.3 Reštrukturalizácia na Slovensku

Možno skonštatovať, že reštrukturalizácia na Slovensku je daná, podľa Marcinčina [2000], spôsobom privatizácie a vysokým stupňom prepojenia politickej a hospodárskej moci. Táto charakteristika sa týkala predovšetkým prvej, druhej a tretej mečiarovej vlády (1990-1998), medzi ktorými boli len krátke prestávky. S tým priamo súvisí aj zanedbanie vytvárania rámca corporate governance, nedostatok financií, mäkké rozpočtové obmedzenia pre vybrané podniky, hromadenie zlých úverov a prežívanie stratových podnikov.

Cieľom tejto kapitoly je podať základnú informáciu o dôležitosti, priebehu reštrukturalizácie na Slovensku a jej vplyve na vývoj corporate governance. Budem hľadať odpovede na otázky: Kto bol hlavným aktérom reštrukturalizácie? Akú váhu mali jednotlivé skupiny vlastníkov pri úspešnej reštrukturalizácii? Čo to znamenalo pre ďalší vývoj corporate governance?

#### 4.3.1 Úloha bánk v procese reštrukturalizácie

Na jednu z ústredných otázok - kto by mal byť agentom takto rozsiahlej zmeny - však neexistuje zhoda. Van Wijnbergen [1996] túto úlohu prisudzuje bankám. Kľúčovým argumentom označuje informačnú asymetriu, ktorá nepochybne v našich podmienkach existovala. Okrem bánk mali prístup k interným informáciám jednotlivých firiem samotní insideri alebo vládne agentúry. V prípade vládnych agentúr však autor vyjadruje presvedčenie, že manažéri z obdobia centrálne plánovanej ekonomiky by praktiky z tohto obdobia využívali naďalej v rámci mäkkého rozpočtového obmedzenia a získavali by tak dotácie nezodpovedajúce skutočným možnostiam a stavu podniku. Pre vhodnosť bánk ako hlavných aktérov ďalej uvádza, že banky:



1. majú ako nikto iný, okrem manažérov podnikov, prístup k informáciám o potenciále firmy<sup>8</sup>
2. sú v podnecovaní podnikov k rýchlejšej reštrukturalizácii efektívnejšie ako vládne agentúry

Reštrukturalizácia bankami by sa tak podľa Long a Rutkowska [1995] skladala z niekoľkých krokov:

- Rozdelenie podnikov do troch oblastí - plne schopné prežiť, schopné prežiť s finančnou (dlhovou) podporou a firmy neschopné prežiť
- Práca s manažmentom neúmerne zadĺžených firiem, vytvorenie reštrukturalizačného plánu pred poskytnutím pôžičky
- Spustenie bankrot-likvidačného procesu na firmy neschopné prežiť
- Financovanie časti potrebných investícií pre fyzickú reštrukturalizáciu
- Vykonávanie corporate governance prostredníctvom reprezentácie v (výkonnej) rade podniku

Situácia v slovenskom bankovníctve ako i procesoch s ním spojených (prakticky od počiatku transformácie do roku 2001, kedy už bolo neskoro) však neumožňovala bankám prevziať aktívnu úlohu pri efektívnej reštrukturalizácii slovenských podnikov. Najväčšie slovenské banky Slovenská sporiteľňa (SLSP), Všeobecná úverová banka (VÚB) a Investičná a rozvojová banka (IRB)<sup>9</sup> na začiatku svojej činnosti v roku 1991-1992 podľa Barto a Kmeť [1999]<sup>10</sup> *nemali dostatok skúseností z úverovania v transformujúcom sa trhovom prostredí a nemali vypracované metódy posudzovania úverových rizík.*

<sup>8</sup>Hospodárske výsledky podnikov na začiatku transformácie boli totiž pre prípadných investorov nesmerodatné kvôli iným účtovým štandardom, ale aj v prípade, že hospodárenie bolo transparentné, výsledky boli produkované v podmienkach neziskovo orientovanej štruktúry.

<sup>9</sup>V roku 1997 bol štátny podiel v týchto inštitúciách 91.3% (SLSP), 50.8% (VÚB), 35.9% (IRB); zdroj: Nižňanský a kol. [1999]

<sup>10</sup>V Marcinčin [2000]

Banky síce spĺňali krok o *financovaní časti potrebných investícií pre fyzickú reštrukturalizáciu*, ale v neúmernej forme, keďže nevedeli zaistiť už ani prvý bod o rozdelení podnikov podľa schopnosti prežiť. Ako ďalej uvádzajú Barto a Kmeť [1999], dochádzalo k vzrastu klasifikovaných úverov v portfóliu bánk a ani legislatíva (Zákon o konkurze a vyrovnaní) neumožnil bankám rýchlo a efektívne sa zbaviť tejto záťaže, konkurzné konania prebiehali neúmerne dlho a počas tejto doby mohli vlastníci znehodnocovať majetok, pričom celý proces sa často končil vyhlásením dlžníka za nemajetného a banky sa tak dostali len k zlomku dlžnej sumy<sup>11</sup>. V roku 1996 sa naplno prejavili dôsledky úverovej expanzie<sup>12</sup> a o rok neskôr došlo ku kapitálovému posilneniu bánk. V roku 1998 Ministerstvo financií skonštatovalo, že prevádzkový zisk bánk už nestačí na tvorbu opravných položiek.

Už samotný fakt, že banky, ktoré mali byť realizátormi reštrukturalizácie podnikového sektora boli vlastnené štátom, príp. v nich mal štát rozhodujúci vplyv, je viac ako alarmujúci. La Porta, Lopez-de-Silanes a Schleifer [1999] označujú štátne vlastníctvo komerčných bánk ako zdroj korupcie, mäkkého rozpočtového obmedzenia a nižšej ekonomickej výkonnosti. Dodávajú, že prostredníctvom bánk môže štát nepriamo ovplyvňovať dianie v podnikovom sektore a to: financovaním strategických dlhodobých projektov (ktorými sú prekonávané inštitucionálne zlyhania, generujú dopyt apod.) a neefektívnych, ale politicky žiadúcich projektov. Vo všeobecnosti takto vláda financuje projekty, ktoré by privátnym sektorom financované neboli. Empirická štúdia zahŕňajúca 92 krajín, ktorou svoje závery podporujú, ukázala, že vyššia miera štátneho vlastníctva v bankách je spojená s pomalším vývojom finančného sektora, pomalším ekonomickým rastom a predovšetkým s pomalším rastom produktivity.

K prežívaniu začarovaného kruhu medzi bankami a podnikmi medzi iným pomohla aj tzv. duálna úloha bánk ako poskytovateľov úverov na jednej strane a vlastníkov podnikov (napr. prostredníctvom investičných fondov)

<sup>11</sup>V roku 1994 bola kapitálová primeranosť bánk viac ako 8%.

<sup>12</sup>V tomto roku banky poskytli úvery v hodnote cca 30 mld. Sk; Zdroj: Barto a Kmeť [1999]

na strane druhej.

### 4.3.2 Úloha nových vlastníkov v procese reštrukturalizácie

Vzhľadom k výsledkom početných empirických štúdií o vplyve koncentrácie vlastníctva na reštrukturalizáciu môžeme vysloviť niekoľko hypotéz:<sup>13</sup>

*Hypotéza 1:* Privatizované podniky vykazujú lepšie výsledky ako podniky štátne.

Cleassens a Djankov [1997:19] analyzovali dáta z cca 6300 podnikov strednej a východnej Európy (Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko) a z tejto analýzy vyvodili pre skúmané podniky nasledujúce závery: štátom vlastnené podniky zamestnávajú viac pracovnej sily ako je optimum, majú nižšiu produktivitu práce, prijímajú viac finančných a priamych dotácií a majú vyššie variabilné náklady ako privatizované podniky. Štátne podniky vykazujú takisto nižšiu rast produktivity. Autori zároveň vylučujú možnosť, že tieto závery môžu byť prisúdené zvolenej vzorke podnikov. Vo svojej štúdii použili ako indikátory reštrukturalizácie tieto parametre: produktivita práce (indikuje začiatok reštrukturalizácie, pretože k prepúšťaniu a poklesu reálnych miezd prichádza spravidla rýchlejšie ako k modernizácii kapitálu a prieniku na nové trhy), prevádzková ziskovosť (odráža prispôbenie vstupov novým relatívnym cenám, vyššiu kvalitu výstupu atď.) a celková produktivita faktoru (komplexné meranie efektívnosti využívania vstupov). V produktivite práce sa Slovensko (rast 5.1%) umiestnilo na druhej pozícii za Českou republikou (6.8%), ale zároveň treba upozorniť na vysokú mieru prepúšťania pracovnej sily v SR (8.2%), pričom v ČR bola táto miera nižšia (5.9%). Najväčší rast prevádzkového zisku bol zo všetkých krajín zaznamenaný na Slovensku, celková produktivita faktoru bola najvyššia

<sup>13</sup>Všetky štúdie spomenuté v tejto časti vyvodili svoje závery analýzou dát slovenských podnikov, z prípadových štúdií slovenských podnikov, prípadne z údajov inej krajiny, pričom závery boli aplikované na slovenské podmienky

v ČR. Najvýraznejší rast produktivity faktoru bol v SR registrovaný v najväčších firmách a nezávisle od veľkosti v sektore potravinárstva, papierového a chemického odvetvia.

*Hypotéza 2:* Podniky privatizované len kupónovou metódou vykazovali horšie výsledky ako podniky privatizované inou metódou.

Marčinčin [1997] vo svojej empirickej štúdií vyslovil predpoklad, že podniky privatizované prostredníctvom priamych predajov, neboli pre tento druh privatizácie vybrané náhodne, ale podľa dovtedajšej situácie podniku. Do regresnej analýzy preto zahrnul dáta podnikov z obdobia pred privatizáciou aj z obdobia po privatizácii<sup>14</sup>. Takýmto testom chcel upozorniť na výberové mechanizmy, ktoré predchádzali jednotlivým druhom privatizácie a potrebu zahrnutia týchto mechanizmov do kvantitatívnych analýz. Jeho výsledkom bolo zistenie, že kupónová privatizácia mala za následok zlý stav corporate governance v sledovaných podnikoch<sup>15</sup>. Vysvetlením pre tento jav môže byť rozhodnutie politických špičiek o zaradení problematických podnikov do privatizácie kupónami a podnikov vykazujúcich relatívne dobré výsledky do privatizácie priamymi predajmi, čo by v dôsledku vyslalo pozitívny signál pre ďalších potenciálnych investorov.

*Hypotéza 3:* Podniky privatizované outsidersmi vykazujú lepšie výsledky ako podniky privatizované insidersmi.

Cleassens a Djankov [1997] vo svojej práci zahrňajúcej 7 stredo- a východoeurópskych krajín (medzi nimi aj Slovensko) vyslovujú podobné názory o pozitívnej korelácii medzi privatizáciou insidersmi a následnými dobrými výsledkami podnikov a opačný jav v prípade insidersov. Autor dodáva, že pri privatizácii insidersmi môžeme očakávať, že manažéri sa snažia vykazovať zlé

<sup>14</sup>Jednalo sa o 228 československých podnikov privatizovaných kupónami a 332 podnikov privatizovaných insidersmi alebo outsidersmi; dáta boli uvažované pre rok 1991 a 1994; pre nedostatok informácií o slovenských podnikoch pre takýto druh analýzy zvolil autor prevahu českých podnikov, na slovenské podniky následne aplikoval podobné výsledky

<sup>15</sup>Ako hovorí autor, výsledok bol horší ako sa očakávalo, str. 62

výsledky, aby svoju firmu mohli následne odkúpiť za nízke ceny.

Djankov a Pohl [1997] uskutočnili analýzu 21 prípadových štúdií, založenú na detailných finančných informáciách 1991-1996, podloženú interview s top-manažmentom týchto podnikov. Všetky vybrané podniky museli spĺňať niekoľko podmienok: v roku 1991 boli všetky vlastnené štátom a boli zaradené medzi 200 najväčších priemyselných podnikov (priemerná veľkosť bola rátaná priemerným počtom zamestnancov nad 2000); podniky vykazovali v začiatkoch transformácie známky finančných problémov. Firmy boli následne za pomoci reportov Ministerstva hospodárstva zaradené do troch kategórií: 7 podnikov v kategórii zadĺžené podniky neschopné prežiť, 9 zadĺžené podniky schopné prežiť a 2 ziskové podniky schopné prežiť, ostatné firmy boli od 1996 súčasťou holdingových spoločností. V kvantitatívnej časti štúdie použili ako indikátory reštrukturalizácie rovnaké parametre ako Cleassens a Djankov [1997] a teda prevádzkovú ziskovosť, priemernú produktivitu práce a celkovú produktivitu faktoru. Z výsledkov celej štúdie vyvodili niekoľko záverov:

1. Reštrukturalizácia bola najviac badateľná v redukcii pracovnej sily. Už predchádzajúce štúdie (Carlin a kol. [1994]) poukázali na fakt, že zníženie pracovnej sily na Slovensku bolo značné. Autori (Djankov a Pohl [1997]) vidia možné vysvetlenie v absencii silných odborov a rapídnej expanzii tretieho sektoru. Z výsledkov ich štúdie priemerný podnik znížil množstvo pracovnej sily takmer o polovicu.
2. Privatizácia insidermi (manažmentom a zamestnancami) bola úspešná. Noví vlastníci podľa výsledkov štúdie Djankv a Pohl [1997:2;14] investovali do novej technológie, znížili počet zamestnancov, vyhľadávali zahraničné partnerstvá a boli pripravení predať kontrolné balíky akcií outsiderom výmenou za finančné zdroje. Podľa ich zistení bolo 20 manažérov navštívených podnikov v rokoch 1991-1992 na postoch vymenených kvôli príslušnosti ku komunistickej strane v predprivatizačnom období a teda z čisto politických dôvodov. V roku 1996 však v 19-tich podnikoch došlo k obnove vedenia spred roku 1992. Títo ma-

nažeri boli znova dosadení ministerstvom alebo sa vrátili ako vlastníci. Z popisu výsledkov analýzy čitateľ nadobudne pocit, že predchádzajúci manažment je kvôli dlhej dobe pobudnutej v podniku (autori hovoria v priemere o 17-tich rokoch od radového zamestnanca až po manažéra) schopný plne zvládnuť efektívnu reštrukturalizáciu. Je zarážajúce, s akou neochvejnosťou autori vyslovujú závery o vhodnosti privatizácie insidermi v nimi sledovaných podnikoch bez analýzy celkovej ekonomickej situácie (predovšetkým sa jedná veľkú netransparentnosť, akou sa dané obdobie vyznačovalo v súvislosti s dvoma vládami Vladimíra Mečiara) a niektorými z podporných argumentov by mal byť návrat v roku 1996 (nemohli to byť návraty v dôsledku veľmi dobrých vzťahov k vtedajším politickým špičkám, predovšetkým HZDS?), ich v priemere 17-ročná prax v štátom vlastnom podniku a ako uzatvárajú autori *tieto profily naznačujú, že podniková reštrukturalizácia sa neuskutočnila kvôli vstupu nových manažérov s lepšími schopnosťami*. Marcinčin [2000:319] na margo podobných štúdií vyslovil názor, že nálezy mohli byť správne, problematické bolo ich vysvetlenie. Ako dodáva, dobré výsledky veľkých podnikov vo všeobecnosti odrážali skôr ich úspechy v rent-seekingu, ich monopolné postavenie na domácom trhu a možnosť zbaviť sa prebytočnej pracovnej sily, a nie hlbokú reštrukturalizáciu.

3. Masová privatizácia ako taká nebola príčinou slabého vývoja corporate governance, keďže došlo k rozsiahlej konsolidácii vlastníctva. Tento záver súvisí s bodom 2). Podľa dostupnej odbornej literatúry (pre SR napr. Marcinčin [1997, 2000], Brzica [2005]) nemožno výsledky privatizácie hodnotiť tak zjednodušene - došlo síce ku koncentrácii vlastníctva, čo však nie je postačujúcou podmienkou pre uspokojivý stav corporate governance.

*Hypotéza 4:* Lepšie výsledky vykazujú podniky s vyššou koncentráciou vlastníctva.

Cleassens [1995] skúmal vplyv rôznych druhov vlastníctva na reštrukturalizáciu podnikov prostredníctvom cien akcií týchto podnikov v Slovenskej i Českej republike. Vychádzal z predpokladu, že firma s lepším riadením bude mať vyššie ceny akcií ako identická firma s horším riadením. Z pohľadu finančných trhov sa teda *lepšie vlastníctvo* odrazí v lepšej finančnej budúcnosti podniku. Výsledkom jeho štúdie boli nasledujúce zistenia: väčšinové vlastníctvo domácim alebo zahraničným investorom má pozitívny vplyv na ceny akcií podniku; firmy s množstvom malých vlastníkov majú nižšie ceny akcií; vlastníctvo množstvom malých investorov spôsobuje, že pre každého jedného investora je ľahšie presadiť efektívnu kontrolu, čo sa však nemusí odraziť vo vyšších cenách. Cleassens [1995:2] poskytuje aj dve možné vysvetlenia, prečo sú vyššie ceny akcií spojené len s jedným väčšinovým vlastníkom: existujúce právne prostredie pre firmy a problémy zoskupovania proxy-hlasov môžu odradiť malých investorov od potrebných zmien v spôsobe vedenia firmy a tým udržiavajú nízke ceny; druhým vysvetlením je, že komerčné banky sú jednak manažérmi investičných fondov i veritelia jednotlivých podnikov. Manažéri fondov teda môžu čeliť konfliktu záujmov, čo môže podľa autora vysvetliť jav, prečo sú ceny podnikov riadených fondami relatívne nižšie.

## Kapitola 5

# Reštrukturalizácia a corporate governance v podniku SPP - Analýza

*”Dnes sa privatizuje kultivovanejšie, no na transparentnosti sa nič nezmenilo. Vybrali záujemcu, ktorý najlepšie spĺňal kritériá, ibaže tie boli podľa všetkého zmanipulované. Ide o takú inteligentnú netransparentnosť.”*

R. Václavík, 2001<sup>1</sup>

V tejto časti práce sa pokúsim o analýzu transformačného procesu podniku Slovenský plynárenský priemysel (ďalej SPP). Ako východziu základňu uvažujem popis súčasného stavu firmy (v zmysle úroveň produkcie z obdobia pred transformáciou, veľkosť firmy a zdedené dlhové bremeno atď. viď kapitolu 3.1), špecifických znakov podniku a externého prostredia - troch základných determinantov reštrukturalizácie podľa Djankov a Pohl [1997], Cleassens, Djankov a Pohl [1997]. Mojm cieľom je zhodnotiť vývoj v podniku

---

<sup>1</sup>Roman Václavík je bývalým riaditeľom divízie ekonomiky, obchodu a správy v SPP; Zdroj: Rozhovor s R. Václavíkom pre týždenník Slovo, 20.6.-26.6.2001, <http://www.noveslovo.sk/archiv/2001-25/shostom.html>



SPP, predovšetkým úlohu štátu ako vlastníka podniku, z hľadiska corporate governance.

## 5.1 Stav podniku

### Vznik a poslanie

História slovenského plynárenstva na Slovensku a teda i história vzniku SPP siaha až do obdobia Rakúsko-Uhorska. Ako samostatný podnik však SPP vznikol v roku 1990 rozdelením štátneho koncernu Naftový a plynárenský priemysel na dva samostatné štátne podniky: Slovenský plynárenský priemysel, Bratislava a NAFTA Gbely. Slovenský úsek tranzitnej plynárenskej sústavy sa stal súčasťou štátneho podniku Slovenský plynárenský priemysel Bratislava až v roku 1993 vyčlenením z federálneho československého podniku Tranzitný plynovod Praha. SPP sa tak stal najväčším prepravcom zemného plynu v dnešnej Európskej únii. Hlavným predmetom činnosti SPP je výroba, rozvod, doprava, skladovanie a dodávky vykurovacích plynov všetkým kategóriám odberateľov plynu, tranzitná preprava zemného plynu, riadenie plynárenskej sústavy a tranzitnej sústavy v Slovenskej republike.

SPP patrí medzi subjekty s celoštátnou pôsobnosťou v postavení prirodzeného monopolu v oblasti dodávok zemného plynu odberateľom. Zákom č.192/1995 Z.z. o zabezpečení záujmov štátu pri privatizácii strategicky dôležitých štátnych podnikov a akciových spoločností bol SPP zaradený do skupiny stretegických podnikov, ktoré nemohli byť predmetom privatizácie.

## 5.2 Špecifické znaky podniku

Za špecifické podniku SPP možno považovať niekoľko aspektov - vývoj vlastnickej štruktúry, uplatňovanie priameho alebo nepriameho vplyvu na chod podniku a činnosti ním vyvíjané, klientelizmus v rôznych obdobiach v závis-

losti od aktuálnej politickej garnitúry, od netransparentnosti ktorej zároveň závisela aj možnosť netransparentnosti nekalých praktík vedenia podniku.

### Vlastnícka štruktúra

SPP ako podnik strategického významu prešiel na základe platnej legislatívy do rúk Fondu národného majetku (FNM)<sup>2</sup> transformáciou na štátnu akciovú spoločnosť. FNM sa tak 1. júla 1999 stal 100% vlastníkom novovzniknutej spoločnosti SPP, a.s. a k zmene vlastníckej štruktúry došlo až v roku 2002 predajom 49% balíka akcií spoločnostiam Gas de France a Ruhrgas.

### Manažment

Treba povedať, že SPP sa nikdy nedostalo do takej situácie ako napr. ďalší podnik stretegického významu Východoslovenské železiarne Košice, ktoré boli zaradené do veľkej privatizácie a ktoré boli neobozretnosťou manažmentu privedené takmer ku krachu. Napriek tomu sa v SPP ako štátnom podniku, kde je riaditeľom osoba nominovaná aktuálnym politickým zoskupením, vytvoril priestor na nekalé činnosti, ktoré s efektívnym corporate governance nemajú nič spoločné.

V priebehu 90-tych rokov došlo k niekoľkým výmenám vo vedení štátneho podniku a následne akciovej spoločnosti SPP. V roku 1993 vymenil Ladislava Červenáka vo funkcii riaditeľa š.p. SPP Arpád Demko (vtedajší ekonomický námestník generálneho riaditeľa), ktorého odchodom sa skončilo obdobie dominancie odbornej spôsobilosti pre post riaditeľa a začalo sa obdobie poli-

---

<sup>2</sup>Bez ohľadu na formálny stav legislatívneho postavenia FNM SR v procese privatizácie, jeho časté zmeny, nejasnosti, rozdielny výklad právnych noriem stranami koalície a opozície v rôznych časových obdobiach je jednoznačné, že FNM SR pôsobí v procese privatizácie ako kľúčový orgán – v procese realizácie aj v procese rozhodovania pri privatizácii. Skutočnosť, že orgány FNM SR vymenováva a odvoláva NR SR, vytvorila z orgánov FNM SR súčasť politickej a ekonomickej moci v krajine. Najmä v období rokov 1994 až 1998 prebiehala privatizácia pod absolútnou kontrolou vládnej koalície a v orgánoch, Nižňanský a kol. [1999:62]

tických nominácií. Ako povedal A. Demko<sup>3</sup>, firmu začal riadiť v zaujímavom, ale ťažkom období, kedy sa rušili krajské podniky SPP a kolabovala ekonomika SPP. Najväčším problémom bolo zohnať úver, takže napr. v roku 1991 mal š.p. SPP v 17-tich bankách úvery na nákup plynu do zásobníkov. Pod vedením A. Demka však SPP prekonal finančné problémy a do roku 1997 sa stal na Slovensku podnikom strategického významu.

Začiatkom apríla 1997 sa riaditeľom plynárenského podniku stal Ján Ducký, nominant HZDS. Ján Ducký nebol slovenskému obyvateľstvu neznámou osobou. V Mečiarovej vláde zastával post ministra hospodárstva, ktorý musel kvôli podozreniu z korupcie opustiť. V lete roku 1996 totiž vyšlo najavo nezákonné vyvezenie 600-tisíc ton obilia, pričom štát prišiel o viac než miliardu korún. Vina padla na ministerstvo hospodárstva a v auguste 1996 bol Ján Ducký zbavený ministerskej funkcie.

Osem mesiacov po tomto incidente sa Ján Ducký stáva riaditeľom vtedy najziskovejšieho slovenského podniku. Po smrti Jána Duckého sa v roku 1999 generálnym riaditeľom SPP stal Pavol Kinčeš, ktorého v roku 2001 vystriedal Miroslav Laputník (generálnym riaditeľom SPP a.s. dodnes).

Analýzou zmien v podniku SPP od začiatku obdobia politických nominácií po privatizáciu 49% podniku sa pokúsim o popis najznámejších redistribučných stratégií manažmentu (viď Kapitola 1) SPP v tomto období, doplnenú o *vykonávanie štátneho záujmu*, čo je charakteristické najmä pre tak veľké štátne podniky ako SPP.

#### • Budovanie impérií; Tunelovanie (Prevádzanie aktív)

Niekoľko mesiacov po nástupe nového riaditeľa - Jána Duckého, v decembri 1997, nakúpil š.p. SPP takmer milión akcií Slovnaftu a zaplatil za ne 1,1 mld Sk. Podľa I. Mikloša v prípade kúpy akcií Slovnaftu ich SPP nakupoval od súkromných vlastníkov za 1197 Sk za akciu, pričom FNM predtým predal súkromným vlastníkovi akcie po 150 Sk (54 % akcií), respektíve 368 korún za akciu (10 % akcií). *Rozdiel medzi príjmami za predaj akcií, ktoré reálne dostal FNM za týchto 64 % akcií, a príjmami, ktoré by zodpovedali cene*

<sup>3</sup>Profit - Albertina Monitoring, 26. 1. 2004

*akceptovanej SPP, je 10,6 miliardy Sk*<sup>4</sup>.

Do portfólia SPP sa počas obdobia Jána Duckého dostali cenné papiere na mejetkové účasti v 34 firmách, kým v roku 1995 mal SPP podstatný vplyv v 5-tich podnikoch, v roku 1997 v 15-tich<sup>5</sup>. Podľa I. Mikloša<sup>6</sup> SPP zbytočne investovalo do akcií, ktoré neposkytovali žiadny vplyv v spoločnostiach. Medzi ne podľa Mikloša patrili nákup akcií 20 % akcií Považských strojární, a. s. Považská Bystrica, za 230 mil. Sk či investícia SPP do nákupu akcií Oravských ferozliatinových závodov, a. s. Istebné, po 800 Sk za akciu, pričom ich vtedajší kurz na kapitálovom trhu bol 60 Sk. Vedenie SPP začiatkom septembra vydalo vyhlásenie, podľa ktorého nákup akcií Slovnaftu a Nafty Gbely posilňuje portfólio štátneho podniku a umožňuje rozvíjať perspektívne podnikateľské aktivity.

Po mnohých upozorneniach minister hospodárstva Milan Čagala 6.6.1998 poslal Jánovi Duckému list, v ktorom mu zakázal bez súhlasu ministerstva prevádzať aktivity, ktoré by viedli k zmene v portfóliu š.p. SPP. Po voľbách však tento zákaz zase zrušil a v období medzi voľbami a nástupom novej vlády došlo k udalostiam, ktoré poškodili a poškodzujú meno podniku ešte dlho po odchode Jána Duckého z riaditeľského postu. Na konci septembra 1998 Ján Ducký ako generálny riaditeľ SPP podpísal zmluvu so spoločnosťou Sezooz Group, ktorá mala do 31. januára 1999 dodať technologické zariadenia za 350 miliónov Kč. Riaditeľ Ducký hneď po podpise zmluvy vystavil päť zmienek po 70 miliónov Kč bez doložky, ktorá by znemožnila prevod zmienek na ďalší subjekt. Keď sa po niekoľkých dňoch SPP a Sezooz Group dohodli, že zmluvu rušia, zmenky už mali nového majiteľa, 6.10.1998 ich nadobudla Union banka, voči ktorej mal Sezooz Group nesplatený úver<sup>7</sup>. Podľa bývalého finančného riaditeľa Ivana Maroša sa jednalo o fiktívne zmluvy, ktoré mali riešiť finančnú situáciu podniku. Podľa zistení Krajského súdu v Brati-

<sup>4</sup>Ivan Mikloš (vtedajší ekonóm SDK, neskôr minister financií SR za SDKÚ) pre SME 12. 9. 1998

<sup>5</sup>Výročné správy podniku SPP za rok 1995, 1997

<sup>6</sup>SME, 12. 9. 1998

<sup>7</sup>Leško, M. pre SME 5.3.2001

slave mali fiktívne zmluvy v hodnote 350 mil Sk v konečnom dôsledku slúžiť na prevod akcií Slovnaftu z portfólia SPP na firmu Sezooz Group. Ako sa neskôr ukázalo, Ján Ducký vystavil i druhý zväzok zmeniek. Roman Zubík, šéf Sezooz Group, v apríli 2001 vyhlásil, že v posledných týždňoch roku 1998 nakupoval pre SPP akcie Chemapolu. Transakciu mali finančne zabezpečiť nové zmenky, pričom niektoré z nich boli blanco, aby pokryli náklady spojené s nákupom akcií. Podľa šéfa Sezooz Group sa podarilo nakúpiť 53% akcií Chemapolu s celkovými nákladmi na kúpu 2,3 miliardy Kč. Roman Zubík však nemá žiadny dôkaz, ktorým by svoje tvrdenia mohol podložiť, keďže podľa svojich slov konal na ústny príkaz Jána Duckého. Duckého zmenky neboli v účtovníctve SPP evidované, nikto teda nevie, koľko zmeniek a v akej hodnote bývalý riaditeľ vystavil. Doteraz sa prihlásilo niekoľko spoločností s Duckého zmenkami. Okrem Union banky sa kvôli zmenkám prihlásila spoločnosť Tatra Sipox, ktorej SPP vyplatilo 240 mil Sk. V júli roku 2000 sa na vedenie SPP obrátila švajčiarska právnická spoločnosť Von Meiss and Partners s požiadavkou o vyplatenie 25 zmeniek podpísaných Jánom Duckým pre svojho klienta (mimosúdnou cestou žiadali vyplatenie 350 mil Kč), v júni 2001 si spoločnosť Kerametal započítala v obchodnom styku s SPP zmenky v hodnote 1,4 mld Sk podpísané Jánom Duckým (spor je riešený na súde), v roku 2006 sa prihlásila spoločnosť Stroden Management Limited s piatimi zmenkami s nominálnou hodnotou 350 mil Kč. Po ohlásení plánu privatizácie 51% štátnej akciovky sa ministromi Harachovi prihlásili obchodníci, ktorí od podniku žiadajú miliardy. Ján Ducký, bývalý generálny riaditeľ firmy, im údajne podpísal 27 zmeniek na sumu päť až sedem miliárd korún<sup>8</sup>. Kvôli neobjasnenosti ohľadom počtu vystavených zmeniek sa pred privatizáciou v roku 2002 štát zaviazal uhradiť všetky náklady spojené s rozhodnutím súdov vyplatiť majiteľom zmeniek dlžnú sumu.

Podľa zistení Najvyššieho kontrolného úradu<sup>9</sup>, ktorý v roku 2001-2002 vykonal kontrolu v SPP a.s. pre obdobie 1998-2000, boli zistené vážne ne-

<sup>8</sup>Leško, M. pre SME 5.3.2001

<sup>9</sup><http://www.nku.gov.sk>

dostatky v nakladaní so štátnymi prostriedkami. Kontrolou bolo zistené, že štátny podnik poskytoval finančné zdroje súkromným firmám a teda neoprávnené vykonávali bankovú činnosť a chýbajúce finančné zdroje SPP následne nahrádzal cez rast úverového zaťaženia<sup>10</sup>. Š.p. SPP uzavrel niekoľko krajne nevýhodných zmlúv - jednou z nich bola i zmluva s Hasičskou poisťovňou za 325 mil Sk, v dozornej rade ktorej od mája 2000 do januára 2002 bol bývalý ekonomický riaditeľ SPP Ivan Maroš. Podľa zistení NKÚ SPP konaťo nehospodárne počas riaditeľovania Jána Duckého (apríl 1997 - november 1998), tak aj Pavla Kinčeša (december 1998 - jún 2001). Výška reklamných aktivít (631 mil Sk) nezodpovedala podľa NKÚ obvyklej obchodnej praxi. Nehospodárnosť zaznamenal aj pri výdavkoch na externé právnické služby (742 mil Sk) a nákupe umeleckých diel v hodnote 4 mil Sk.

#### • **Vykonávateľ štátneho záujmu**

Skôr za skrytú privatizáciu ako za budovanie impéria alebo tunelovanie štátneho podniku možno považovať zvyšovanie základného imania Priemyselnej banky. V septembri 1999 bol na stretnutí akcionárov a manažmentu Priemyselnej banky na ministerstve financií dohodnuté dve varianty<sup>11</sup> pomoci Priemyselnej banke<sup>12</sup>. Podľa Varianty A mal SPP nepeňažným vkladom, teda cennými papiermi, zvýšiť základné imanie Priemyselnej banky o 449,74 mil Sk. Od SPP mali potom akcie kúpiť ďalšie štátne firmy: DMD Fin, Transpetrol a Slovenská poisťovňa. Varianta B počítala so zvyšovaním základného imania peňažným vkladom, čomu malo predchádzať odkúpenie časti podielu

<sup>10</sup>Podľa zástupcu NKÚ Igora Malého poskytol š.p. SPP dvom firmám úver v hodnote 2,5 mil USD a 6 mil mariek.

<sup>11</sup>SME, 28. 9. 1999 s odvolaním na Projekt ozdravenia Priemyselnej banky schválený na stretnutí akcionárov a manažmentu Priemyselnej banky dňa 29. 6. 1999

<sup>12</sup>Priemyselná banka poskytla Slovenskej sporiteľni v minulosti garancie za úložky v troch ruských bankách (Bank Imperial Moskva, MostBank Moskva, MAPO Bank Moskva) v objeme 60 mil. USD. Po vypuknutí ruskej krízy sa tieto peniaze stali nedobytné. Priemyselná banka si musela tvoriť na uvedené garancie rezervy a opravné položky, následkom čoho dosiahla podľa medzinárodných účtovných pravidiel stratu vo výške 557 mil. Sk. Jej kapitálová primeranosť tým klesla na 5,7 %, pričom NBS od bánk požaduje kapitálovú primeranosť na úrovni 8 %. Zdroj: SME, 28. 9. 1999

EBRD v objeme 197,75 mil Sk. vtedajším akcionárom - SPP. Úpis nových akcií sa mal nasledovne uskutočniť podľa schémy: DMD Fin upíše akcie v objeme 100,005 mil Sk, Transpetrol 70,06 mil Sk, Slovenská poisťovňa 49,72 mil Sk a SPP v objeme 32,205 mil Sk. Po zvýšení základného imania a poskytnutí podriadeného dlhu by vlastné imanie Priemyselnej banky vzrástlo na 1,54 mld Sk a jej kapitálová primeranosť by dosiahla 9,5%. Napriek súhlasu SPP so zvýšením základného imania Priemyselnej banky, nákup akcií Priemyselnej banky zamietla dozorná rada SPP odôvodnením dlhodobej stratégie SPP odísť z podnikania v neplynárenských podnikoch. Podiel EBRD (pôvodne 19,9%) odkúpili súkromné spoločnosti, ktoré navýšili základné imanie a spolu tak získali takmer 44%-ný podiel na základnom imaní banky. Zvyšných 37% ostalo v rukách štátnych firiem. Dôvody pre takéto jednanie SPP neboli objasnené, keďže podľa vtedajšej hovorkyne ministra Černáka zvýšenie základného imania, a tým aj privatizácia banky „splnili na 150 percent“ zámeru ministerstva financií<sup>13</sup>.

#### • Spotreba privilégií a služobných pôžitkov

Podľa Jánošíková [2002] takéto redistribučné stratégie patria k najmenej nákladným, manažéri napríklad zariaďujú svoje kancelárie drahým nábytkom alebo sa prepravujú podnikovým lietadlom. Ani v š.p. SPP to nebolo inak. V roku 1998 Igor Federič, vtedajší riaditeľ divízie, absolvoval mesačný pobyt v USA za 800-tisíc korún, zaplatených štátnym podnikom. Jeho kolegom na danom jazykovom kurze bol Roman Václavík, v tom čase už bývalý zamestnanec š.p. SPP (bývalý riaditeľ divízie ekonomiky).

#### • Vyvlastňovanie finančných prostriedkov

Po výmene Jána Duckého vo vedení štátneho podniku (november 1998) však nedošlo k ukludneniu situácie. Nový generálny riaditeľ Pavol Kinčes musel po dvoch rokoch z pozície riaditeľa odísť pre neobjasnené okolnosti okolo kúpy nového bytu od š.p. SPP. V roku 1999 kúpil Pavel Kinčes podnikový byt v centre Bratislavy za cenu cca 100-tisíc korún, pričom hodnota bytu bola cca 4,8 mil Sk. Problém s podhodnoteným predajom bytu bol zistený

<sup>13</sup>Alica Ďurianová, vtedajšia hovorkyňa ministra hospodárstva, pre SME 23. 9. 1999

aj v prípade bývalého riaditeľa kancelárie generálneho riaditeľa Pavla Hríňa. Najvyšší kontrolný úrad potvrdil, že prevod bytu bol neoprávnený, boli porušené zákony o účtovníctve a došlo k zneužitiu finančných prostriedkov štátu na súkromné účely.

V roku 1998 uzavrel Ján Ducký zmluvu so spoločnosťou Slovan Športmedia, na základe ktorej bolo na účet športového klubu na jeseň 1998 prevedených 367 miliónov 650-tisíc korún z účtu š.p. SPP. Slovan Športmedia bol zmluvným partnerom Športového klubu Slovan, prostredníctvom ktorého získava futbalový klub Slovan sponzorské finančné prostriedky za reklamu. Ján Ducký previedol tieto finančné prostriedky z účtu SPP tesne predtým, ako ho minister hospodárstva Ľudovít Černák odvolal z funkcie. V uznesení súdu sa ďalej uvádza, že okrem uvedených skutočností bol konateľom a spoločníkom Slovana Športmedia pri jej založení bývalý zamestnanec SPP, RNDr. Peter Kršjak. Spoločnosť Slovan Športmedia pritom bola založená 4.6.1998, vznikla 18.6.1998 a samotná zmluva o reklame medzi ňou a SPP bola uzatvorená 5.6.1998, teda 13 dní pred jej vznikom<sup>14</sup>. Ako neskôr (8.1.1999) informoval minister hospodárstva Ľ. Černák, bývalý generálny riaditeľ Ján Ducký poskytol dva dni pred nástupom novej vlády pol milióna nemeckých mariek českému futbalovému klubu FC Petra Drnovice<sup>15</sup>.

Prípád neznámeho počtu zmeniek vystavených Jánom Duckým dal priesor pre nezákonné jednanie aj niektorým jeho najbližším spolupracovníkom. Keď 1. decembra zmluvné strany (š.p. SPP a Sezooz Group) odstúpili od zmluvy, bývalý ekonomický riaditeľ SPP Ivan Maroš 4. decembra toho istého roku podpísal platobný príkaz na prevedenie 10 mil USD z účtu SPP na osobný účet predsedu predstavenstva spoločnosti Sezooz Group. Tieto peniaze boli určené na prevod do štátneho rozpočtu. Ivan M. pritom v tom čase nemal z rozhodnutia vtedy povereného riaditeľa SPP (po smrti Jána Duckého) Petra Braniša oprávnenie podpisovať za SPP akékoľvek obchodné záležitosti.

---

<sup>14</sup>SME 26.2.1999

<sup>15</sup>SME 9.1.1999



## 5.3 Externé prostredie

Na vývoj reštrukturalizácie a corporate governance v tom-ktorom podniku na Slovensku mal a má nepochybne významný vplyv vytváranie celkového inštitucionálneho rámca. Vzhľadom k jeho predchádzajúcej charakteristike pre obdobie, ktorým sa v tejto analýze zaoberám (viď Kapitola 2), sa sústredím na legislatívny proces, ktorý najviac ovplyvnil dĺžku zotrvania SPP v štátnych rukách.

V roku 1995 prijala vláda kontroverzný zákon č.192/1995 Z.z. o zabezpečení záujmov štátu pri privatizácii strategicky dôležitých štátnych podnikov (medzi ktoré bol zaradený aj SPP) a akciových spoločností, ktorý vymedzoval dva okruhy podnikov vo vlastníctve štátu, resp. FNM. Prvý okruh stanovoval 26 podnikov, ktoré nemohli byť predmetom privatizácie, medzi nimi i všetky prirodzené monopoly. Do druhej skupiny podnikov bolo zaradených 45 strategicky dôležitých podnikov, v ktorých si štát mal zachovať svoj vplyv.<sup>16</sup>

Pojem prirodzeného monopolu po prvýkrát legislatívne upravila vykonávacia vyhláška Ministerstva financií SR č.87/1996 Z.z. vykonávajúca k zákonu č.18/1996 Z.z. o cenách. Prirodzeným monopolom nazývame technologické, organizačné a ekonomické vzťahy v nesúťažnom prostredí medzi predávajúcim a kupujúcim a tieto sú dôvodom pre reguláciu cien podľa § 5 ods. 3 zákona o cenách<sup>17</sup>. V júni 1998 sa poslanci strany Združenie robotníkov Slovenska dokonca pokúsili o presadenie tohto zákona ako ústavného zákona o zabezpečení záujmov štátu v odvetviach energetiky a v plynárenstve. Tento pokus nebol, našťastie, úspešný. Ďalšia strana, tentokrát HZDS na čele s Vladimírom Mečiarom, sa po tomto neúspešnom pokuse rozhodla neprivatizáciu stretegických podnikov odvodniť nesúhlasom väčšiny obyvateľstva a iniciovali referendum - pre nedostatočnú účasť vyhlásené za neplatné<sup>18</sup>.

<sup>16</sup>Nižňanský a kol. [1999]:67

<sup>17</sup>Nižňanský a kol. [1999]:68

<sup>18</sup>HZDS sa však v tejto otázke nevzdávalo a v snahe o vypísanie referenda pokračovalo

Novela zákona č. 92/1991 Zb. zo 16. 9. 1999 došlo k dvom významným zmenám. Významne posilňuje kompetencie vlády a najmä parlamentu pri privatizačných rozhodnutiach a určuje podniky z oblasti energetiky a plynárenstva, v ktorých si má štát zachovať trvalú účasť. Pri rozhodovaní o privatizácii SPP, ZSE, SSE, VSE, SE a Transpetrolu si totiž štát alebo fond musí zachovať trvalú majetkovú účasť na podnikaní v rozsahu minimálne 51%<sup>19</sup>.

Vzhľadom k rétorike politických strán presadzujúcich neprivatizáciu strategických podnikov sa nemožno čudovať, že väčšina obyvateľstva bola tomuto názoru naklonená<sup>20</sup>.

Nižňanský a kol. [1999] charakterizoval nasledujúce incentívy pre udržanie štátnych monopolov v moci politických strán:

**Moc ovplyvňovať tok finančných prostriedkov** vyvolaný vysokou spotrebou štátu, čo spôsobovalo nadmerné odčerpávanie zdrojov. SPP má povinnosť odvádzať do štátneho rozpočtu mimoriadne odvody, ktoré sú súčasťou rozpočtu ako nedaňové príjmy a vláda ich používa na krytie svojich výdavkov (viď Tabuľka 3.2).

Tabuľka 5.1: Vývoj výšky odvodov š.p. SPP, 1994-1998

	1994	1995	1996	1997	1998
Odvody SPP v mil. Sk	1 197	1 200	1 200	2 000	2 000
Zisk pred zdanením SPP v mil. Sk	13	13	13	9 645	8 574
	253	322	792		
Odvody / Zisk pred zdanením v %	9	9	9	21	23

Zdroj: *Top Trend 1995, 1996, 1997, 1998, 1999 v Nižňanský a kol. [1999:74]*

v roku 1999, napriek tomu, že Ústava SR zakazuje vypísať referendum o tej istej otázke v priebehu troch rokov. Prezident SR obdržal petíciu (iniciovanú HZDS) za znovunas-tolenie otázky neprivatizovania strategických podnikov, podpísanú 367 000 občanmi SR. Kvôli rozporu s Ústavou SR však prezident rozhodol o nevypísaní referenda

<sup>19</sup>Nižňanský a kol. [1999]:71

<sup>20</sup>Podľa Nižňanský a kol. [1999] bolo v roku 1999 75% respondentov prieskumu verejnej mienky proti privatizácii strategických podnikov

**Moc odmeňovať vyvolaná politickým dosadzovaním manažmentu,** čo sa dorazilo v nízkej úrovni správy podnikov. Ako príklad sa ponúka dosadenie Jána Duckého do vedenia š.p. SPP a jeho netransparentné riadenie.

**Moc financovať politické strany** . Príkladom môže byť uzavretie nevýhodných zmlúv š.p. SPP (na čele s Jánom Duckým) so spoločnosťou Donar (reklamné aktivity). Ako uvádza Nižňanský a kol. [1999:75] reklamná agentúra Donar robila kampaň pre HZDS a T. Mikuš bol popredným kandidátom vládneho hnutia v parlamentných voľbách.

**Moc ovplyvňovať hospodársku politiku** prostredníctvom pseudostrategických faktorov (vysoká zamestnanosť, udržanie inflácie, rast HDP). Podľa J. Duckého, vtedajšieho generálneho riaditeľa, hrubý zisk SPP za roky 1995–1997 dosiahol 33 mld. Sk aj pri cenách zemného plynu pre obyvateľstvo na úrovni 1,90 Sk za meter kubický, hoci SPP ho nakupuje po 3,40 Sk. „Týmto plníme aj jednu zo sociálnych úloh štátu. Netreba dodávať, že súkromná spoločnosť by to nerobila, čo by zákonite viedlo k nárastu ceny zemného plynu pre maloodberateľov.“<sup>21</sup>

**Moc podporovať súkromné hospodárske subjekty** (viď *Špecifické znaky podniku*)

Situácia v otázke privatizácie SPP sa zmenila rozhodnutím vlády Mikuláša Dzurindu o transformácii š.p. SPP na akciovú spoločnosť, jej nevyhnutnú reštrukturalizáciu a následný predaj, ktorý sa uskutočnil v júli 2002, nemeckému Ruhrgas a francúzskemu Gas de France.

### **Záver**

Z analýzy chovania manažmentu štátneho podniku a následne štátnej akciovej spoločnosti vyplýva, že nezáleží na príslušnosti k politickej strane s rozdielnym politickým smerovaním vo vzťahu k nakladaniu so štátnym majetkom. Samotný fakt, že jedinec môže disponovať s obrovským majetkom

<sup>21</sup>Ján Ducký, SITA, 14. 7. 1998

štátneho podniku, vyvoláva podnety k nezákonnému jednaniu - ako sa ukázalo na jednaní bývalého riaditeľa Jána Duckého, nominanta HZDS v jeho rozsiahlej nezákonnej činnosti, ale i v netransparentnom jednaní bývalého riaditeľa Pavla Kinčesa, nominanta SDK<sup>22</sup>. V podniku sa predovšetkým na konci 90-tych rokov rozvinuli nekalé činnosti manažmentu, ktoré poškodili povest štátneho podniku zaradeného medzi strategické podniky Slovenska a štát sa musel postaviť ako garant v otázke nevyriešených sporov, napr. zmenkového sporu SPP voči majiteľom Duckého zmienek, aby neznížil hodnotu firmy v tom období nadchádzajúcej privatizácii. Analýza takisto ukázala, že štátny podnik SPP slúžil politickým špičkám na čerpanie dodatočných finančných prostriedkov v snahe ovplyvniť celkovú hospodársku situáciu v krajine, pričom tieto finančné prostriedky mohli byť použité na investície alebo technológiu inováciu podniku.

Rozhodnutím vlády Mikuláša Dzurindu došlo v júli 2002 k privatizácii 49% akcií a k odovzdaniu manažérskych právomocí podniku SPP a.s. nemeckému Ruhrgas a francúzskemu Gas de France. Prvotná reštrukturalizácia však začala skôr ako príchodom zahraničného investora do podniku, už po transformácii štátneho podniku na akciovú spoločnosť v roku 2001. Dôvodmi bola jednak pripravovaná privatizácia, ale i nevyhnutnosť aktívneho prispôsobenia sa podmienkam v EU, vyplývajúcim napr. z prijatia európskeho legislatívneho rámca. Podnik napr. nemôže naďalej využívať križové dotácie, každá plynárenská aktivita musí byť sebestačná. Reštrukturalizácia sa po vstupe zahraničných investorov týkala predovšetkým premeny z výroby orientovanej spoločnosti na zákaznícku, odstránenia duplicitných procesov vo vnútri SPP, zefektívnenia riadenia - každá divízia mala za cieľ sama riadiť svoje *core activity* a teda cieľom bolo posilnenie manažérského riadenia<sup>23</sup>. Podnik ohlásil výraznú redukciu nákladov, prepúšťanie cca 10% zamestnancov, ďalších cca 40% pracovných pozícií bude zrušených, nahradené budú však novými, o ktoré sa bývalí zamestnanci môžu uchádzať<sup>24</sup>. Hrubý zisk

<sup>22</sup>Dnes SDKÚ pod vedením Mikuláša Dzurindu

<sup>23</sup>Laputník, M. (generálny riaditeľ SPP) pre TASR - Ekonomický servis, 15.10.2003

<sup>24</sup>Dana Kršáková (hovorkyňa SPP a.s.) pre Albertina Data Press Monitor 23.7.2003

SPP dosiahol v roku 2002 12,6 mld Sk, čo je v porovnaní s rokom 2001 o 6,7 mld Sk viac. Podľa generálneho riaditeľa Miroslava Laputníka<sup>25</sup> k tomu došlo najmä kvôli zvýšeniu spotrebiteľských cien plynu, ale aj kvôli priaznivým trhovým podmienkam a cielenému znižovaniu nákladov, ktoré sa podľa člena predstavenstva Phillipa Bouclyho<sup>26</sup> bude zintenzívňovať.

S účinnosťou od 1. júla 2006 Slovenský plynárenský priemysel, a. s. právne odčlenil prepravné a distribučné činnosti (ide o tzv. právny unbundling). Okrem materskej spoločnosti SPP, a. s. začali na trhu pôsobiť aj jeho 100%-né dcérske spoločnosti: SPP - preprava, a. s. a SPP - distribúcia, a. s. Podľa SPP<sup>27</sup> bolo hlavným cieľom odčlenenia vytvorenie nezávislých sieťových operátorov pre prepravu a distribúciu, ktorí posilnia transparentný a nediskriminačný prístup do plynárenskej siete tretím stranám, t. j. iným obchodníkom so zemným plynom. Uvedenú povinnosť musia splniť všetky energetické spoločnosti v Európskej únii v rámci procesu liberalizácie trhu s energiami.

Napriek tomu, že od vstupu strategického zahraničného investora ubehlo len pár rokov, vykonané a ohlásené zmeny v podniku považujem za prospešné a pre efektívne fungovanie podniku nevyhnutné, s pozitívnym dopadom na celkové corporate governance v spoločnosti.

Na zvolenom prípade slovenského podniku sa potvrdzuje, že vplyv zahraničného strategického investora sa pozitívne prejavuje prínosom know-how a jeho prvoradým zameraním na realizáciu reštrukturalizácie spoločnosti. Ďalším poznatkom je demonštrácia nepriaznivého vplyvu politického klientelizmu vo významnom štátnom podniku v predprivatizačnom období.

---

<sup>25</sup> Albertina Data Press Monitor, 17.7.2003

<sup>26</sup> SITA 9.4.2003

<sup>27</sup> <http://www.spp.sk/Portal3/DesktopDefault.aspx?tabid=2>

# Kapitola 6

## Záver

Corporate governance na Slovensku sa vyvinulo do špecifickej podoby, ktorej jedinečnosť má korene v zvolenej transformačnej ceste, a to predovšetkým v podcenení mikroekonomických základov ekonomiky počas dôležitého vývojového medzistupňa v priebehu 90-tych rokov.

Vo svojej práci som skúmala vplyv rôznych druhov vlastníkov, prípadne záujmových skupín-nevlastníkov na riadenie a správu, ako i na reštrukturalizáciu spoločností od začiatku transformácie až do súčasnosti. V centre mojej pozornosti bola činnosť investičných fondov, novovzniknutých vlastníkov, ktorí majetok nadobudli počas obdobia priamych predajov, činnosť štátu, bánk a zahraničných investorov. Štát ako vlastník, analýzou v mojej štúdií, neobstál nielen v úlohe riadenia a správy spoločností, ale i v otázke reštrukturalizácie.

Ukázalo sa, že ekonomika trpela nedostatkom domáceho kapitálu, ktorý nebol kompenzovaný zahraničným investíciami a potrebným know-how pri formovaní novovznikajúceho súkromného podnikania. Podnikom tak chýbala nielen finančná vybavenosť, ale i potrebné znalosti k efektívnemu prechodu a prispôbeniu sa novým podmienkam, ktoré si často vyžadovali i hlbokú reštrukturalizáciu.

Najväčšie slovenské banky ostali až do roku 2001 vo väčšinovom vlastníctve štátu a aj napriek nepochybne významnej úlohe pri reštrukturalizácii,

zlyhávali v základných úlohách, ako bolo vytvorenie tvrdých rozpočtových podmienok. Banky ako hlavný zdroj finančných prostriedkov tak získali dominantnú úlohu pri otázke prežitia spoločností. Táto dôležitosť bánk približuje slovenský model corporate governance k tzv. kontinentálnemu, avšak bez fungujúceho inštitútu bankrotov, konkurze a vyrovnaní, zlepšenému postaveniu veriteľov voči dlžníkom k modelu stále vzdialenému slovenským podmienkam.

Kapitálový trh sa stal predovšetkým nástrojom na ovládnutie podnikov, preto nemožno hovoriť o kapitálovom trhu ako prostriedku efektívneho spôsobu formovania manažérskych rozhodnutí. K zlepšeniu malých práv minoritných vlastníkov (hlavne z obdobia prvej kupónovej privatizácie) došlo prakticky až v roku 2002 v snahe o zosúladiť legislatívu s Európskou úniou.

Dôležitá úloha investičných fondov ako organizácií so značným vplyvom na chod spoločností (v dôsledku akumulácie kapitálu od účastníkov kupónovej privatizácie) bola eliminovaná zrušením druhej vlny kupónovej privatizácie a jej nahradením štandardnými metódami - predovšetkým priamymi predajmi. Kompetencie rozhodnúť o novom vlastníkovi privatizovaných podnikov boli prevedené na Fond národného majetku, v tom čase ovládaného vládou koalíciou, a priame predaje dostali nálepku klientelizmu. Politický klientelizmus tak na dlhé obdobie v polovici 90-tych rokov tvoril kostru systému a javil sa ako najziskovejšia stratégia ekonomizujúceho jedinca. Spriatelnené osoby alebo celé klany získavali podniky za veľmi nízke ceny, podniky tunelovali alebo za omnoho vyššie ceny predali ďalším záujemcom.

Analýzou slovenského podniku zaradeného medzi strategické podniky Slovenska som sa pokúsila demonštrovať negatívny vplyv štátu ako vlastníka a prepojenia manažmentu a politických špičiek. Poskytla som tak prierez rôznymi redistribučnými stratégiami manažmentu (tunelovanie, zneužívanie benefitov, vykonávanie štátneho záujmu za protihodnoty a pod.), ktorých charakter sa menil spolu s výmenami vlád, avšak k ich eliminácii došlo až privatizáciou 49% podielu podniku a odovzdaním manažérskych právomocí

konzorciu nemeckého Ruhrgasu a francúzskeho Gas de France. Zahraničný investor priniesol podniku know-how a svojím dynamickým prístupom k reštrukturalizácii je predzvesťou zodpovedného prístupu ku corporate governance.

Aj touto prácou sa potvrdilo, že inštitucionálnej zmene a jej dôsledkom v podobe stretu prežívajúcich starých neformálnych a nových formálnych inštitúcií sa prikladal hlavne v priebehu 90-tych rokov veľmi malý dôraz. S rastúcou vyspelosťou ekonomiky i snahou o harmonizáciu legislatívneho rámca s Európskou úniou však momentálne dochádza k mnohým pozitívnym signálom v oblasti riadenia a správy spoločností, ku ktorým možno prirátať aj stále sa zmenšujúci vplyv štátu v podnikovej a bankovej sfére.

Práca prináša aktuálnu analýzu systému corporate governance v Slovenskej republike, vplyvu rôznych záujmových skupín na reštrukturalizáciu a výkon podnikov a poskytuje tak priestor na prehodnotenie zvolených stratégií nielen na úrovni podnikov, ale na úrovni vládnych rozhodnutí o ďalšom smerovaní v oblasti ponechania štátneho vplyvu v spoločnostiach a bankovom sektore.



# Dodatok A

Tabuľka A.1: Rozvrstvenie slovenskej pracovnej sily v jednotlivých sektoroch sl. hospodárstva, 1949-1989 (bez ozbrojených síl) [v %]

Sektor	1948		1960		1970		1980		1989	
	ČR	SR	ČR	SR	ČR	SR	ČR	SR	ČR	SR
Poľnohospodárstvo	33,1	60,6	20,3	36,1	14,6	23,5	10,9	14,8	9,4	12,2
Spracovateľský a stavebný priemysel	38,8	20,8	48,9	34,5	48,6	40,8	47,9	43,9	47,4	43,8
Doprava	4,3	3,8	4,8	5,2	5,3	5,5	5,2	5,3	5,0	5,2
Komunikácie	1,1	0,5	1,2	1,2	1,5	1,3	1,4	1,2	1,4	1,2
Obchod	8,4	4,7	7,8	6,1	8,5	7,5	9,7	9,3	9,8	9,6
Bankovníctvo a poisťovníctvo	0,9	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4
Veda, výskum a rozvoj	0,4	0,2	1,8	1,2	2,5	1,5	2,3	2,1	2,3	2,4
Vzdelanosť a kultúra	2,6	1,5	4,3	4,7	5,5	6,7	6,7	7,3	7,4	8,3
Zdravotníctvo a sociálna starostlivosť	1,9	0,8	2,9	2,6	3,6	3,9	4,5	4,5	5,0	5,4
Správa a justícia	2,5	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
Ostatné	6,0	5,0	5,9	6,4	7,8	7,3	9,3	9,6	10,3	10,1

Zdroj: *Historická statistická ročenka ČSSR [1985] v Průcha, V. [1995]*

Tabuľka A.2: Výmena vedenia akciových spoločností v SR v rokoch 1990-1994 na vzorke 52 stredných a veľkých akciových spoločností (%)

<b>Interval rozsahu výmeny</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>
NIE	50.0	57,7	48,1	51,9	51,9
1 – 5 %	5,8	0.0	3,8	1,9	5,8
6 – 10 %	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
11 – 15%	3,8	5,8	7,7	5,8	
16 – 20 %	13.5	11.5	7,7	9,6	15.4
21 – 25 %	5,8	1,9	3,8	7,7	1,9
26 – 30 %	1,9	1,9	7,7	5,8	1,9
31 – 35 %	1,9	3,8	0	0	0
36 – 50 %	5,8	5,8	11.5	3,8	5,8
51 – 75 %	7,7	5,8	7,7	3,8	3,8
Nad 75 %	5,8	5,8	1,9	5,8	5,8

Zdroj: *Brzica [1996]*

Tabuľka A.3: Rozdielne vplyvy vlastníkov na reštrukturalizáciu podnikov (t-štatistiky pre efekt vlastníka v riadku - efekt vlastníka v stĺpci)

<b>Typ</b>	<b>Prac.</b>	<b>Trad.št.vRozpt.vlMnž.</b>	<b>Ins.</b>	<b>Outs.</b>	<b>Kom.št. Banky</b>	<b>Zahr.</b>	<b>Veľký inv.</b>
Trad. št. vl.	1.36						
Rozpt. vl.	1.78	0.50					
Manažéri	1.93	0.90	0.63				
Insideri	2.77	2.61	3.12	0.45			
Outsideri	3.20	3.45	3.54	1.09	1.67		
Komerc. št.	4.12	5.69	7.21	1.99	5.28	2.28	
pod.							
Banky	3.53	3.42	3.04	1.93	2.09	1.39	0.63
Zahran.	4.82	7.82	7.67	2.98	6.66	4.18	3.44
Veľký inv.	4.90	7.73	7.74	3.09	6.71	4.36	3.71
Inv. fondy	5.55	7.05	5.98	4.28	5.30	4.60	3.97
						2.47	2.96
							2.84

*Poznámka:* Štatistiky sú odvodené z 341 porovnaní z 24 štúdií. Na porovnanie vlastníka A a B - ak bunka umiestnená v intercepte A-tého riadku a B-tého stĺpca je prázdna, potom B je viac produktívne ako A. Ak bunka korešpondujúca A-tému stĺpcu a B-tému riadku nie je prázdna, potom číslo v bunke je t-štatistika pre test s nulovou hypotézou, že efekt vlastníka B - efekt vlastníka A je rovný 0.

Zdroj: *Djankov a Murrell [2002]*

# Literatúra

- [1] Anderson, R. E.: *Voucher funds in transitional economies; The Czech and Slovak experience*, Policy research working paper, World Bank, 1994
- [2] Baxa, J.: *Chování v institucionální změně: Evoluční přístup*, Bakalárska práca IES FSV UK Praha, 2003
- [3] Berka, M.: *Restructuring the banking sector in Slovakia*, MA Thesis, CEU Budapest, 1998
- [4] Brzica, D.: *The role of investment companies and investment fund managers in exercising ownership rights*, In: *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 32, No. 4, pp. 47-73, 1996
- [5] Brzica, D.: *Empirická analýza vybraných problémov správy korporácie v Slovenskej republike*, Ekonomický časopis, 44, 1996, . 5, s. 359 – 370
- [6] Brzica, D.: *Analýza správy korporácií a procesu vlastníckych zmien v Slovenskej republike*, Ekonomický časopis, 53, 2005, str. 63-78
- [7] Carlin, W., van Reenen, J. a Wolfe, T.: *Enterprise restructuring in the transition: an analytical survey of the case study evidence from central and eastern Europe*, EBRD Working paper n. 14, 1994
- [8] Cleassens, S.: *Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics*, Policy Research Working Paper 1427, World Bank, 1995

- 
- [9] Cleassens S., Djankov, S., Pohl, G.: *Determinants of Performance of Manufacturing Firms in Seven European Transition Economies*, William Davidson Working Paper Number 74, Michigan, 1997
- [10] Cleassens, S., Djankov, S.: *Politicians and Firms in Seven Central and Eastern European Countries*, World Bank, 1997
- [11] Commander, S., Dutz, M., Stern, N.: *Restructuring in Transition Economies: Ownership, Competition and Regulation*, Annual World Bank Conference on Development Economics Paper, Washington, 1999
- [12] Djankov, S., Pohl, G.: *Restructuring of Large Firms in Slovakia*, William Davidson Working Paper Number 73, Michigan, 1997
- [13] Estrin, S.: *Competition and Corporate Governance in Transition*, William Davidson Working Paper Number 431, Michigan, 2001
- [14] Frydman R., Gray, Ch., Hessel, M., Rapaczynski, A.: *When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies*, New York University, New York, 1998
- [15] Heider A. Khan: *Corporate Governance: The Limits of the Principal-Agent Approach in Light of the Family-Based Corporate Governance in Asia*, CIRJE Discussion Paper, University of Denver, 2003
- [16] Hlavatý, E.: *Problémy reštrukturalizácie bankového sektora v Slovenskej republike*, Ekonomický časopis, roč. 49, č. 1, Bratislava, 2001
- [17] Jánošíková, K.: *Zahraničné investície a corporate governance, Prípado-  
vá štúdia podniku Východoslovenské železiarne, a.s.*, Bakalárska práca, IES FSV UK 2002
- [18] Jensen, M., Meckling, W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.

- [19] Jonáš, J. a kol.: *Nobelova cena za ekonomii, Coase- Institucionální uspořádání výroby*, Adademia, Praha, 1993
- [20] Heider A. Khan: *Corporate Governance of Family-Based Business in Asia: Which Road to Take?*, CIRJE Discussion Paper, University of Denver, 2003
- [21] Kornai, J.: *Velká transformace střední a východní Evropy: Úspěchy a sklamání*, Politická ekonomie 4, 2006
- [22] Kouba, K., Vychodil, O., Roberts, J.: *Privatizace bez kapitálu*, Working paper UK FSV IES, č. 46, Praha, 2004
- [23] Kučera, M a Pavlík, Z.: *Czech and Slovak Demography* v Musil, J.: *The End of Czechoslovakia*, Budapest, 1995
- [24] Körner, P.: *Models of Corporate Governance*, IES Occasional Paper, 2005
- [25] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, R., Schleifer, A.: *Government Ownership of Commercial Banks*, Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper 1890, 2000
- [26] Leško, M.: *Mečiar a mečiarizmus (Politik bez štrupúl, politika bez zábran)*, VMV Bratislava, 1996
- [27] Long, R., Rutkowska, I.: *The Role of Commercial Banks in Central and Eastern Europe*, World Bank Policy Research Working Paper 1423, 1995
- [28] Nielsen, K., Jessop, B., Hausher, J.: *Institutional Change in Post-Socialism*, Strategic choice and path dependency in post-socialism, Edward Edgar Publishing Limited, 1995
- [29] Nižňanský, V. a kol.: *Od spoločného k súkromnému. 10 rokov privatizácie na Slovensku*. M.E.S.A.10 - Centrum pre ekonomické a sociálne analýzy, Bratislava, 1999

- 
- [30] North, D.: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990
- [31] North, D.: *Institucionální struktury a transformační procesy*, Politická ekonomie č. 5/95, Praha, 1995
- [32] Marcinčin, A., Beblavý, M.: *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*, Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu, Bratislava, 2000
- [33] Marcinčin, A.: *Restructuring Slovak Enterprises*, Center for Economic Development, Bratislava, 1997
- [34] Mejstřík, M.: *Správa velkých akciových společností - teorie a česká praxe*, IES FSV UK Praha, 1999
- [35] Ministerstvo privatizácie: *Doterajší priebeh privatizácie*, 1999, [www.privatiz.gov.sk](http://www.privatiz.gov.sk)
- [36] Mlčoch, L.: *Restrukturalizace vlastnických vztahů: Institucionální pohled* v Mlčoch, Machonin, Sojka: Ekonomické a společenské změny po roce 1989: Alternativní pohled, Univerzita Karlova Praha, Nakladatelství Karolinum, 2000
- [37] Olsson, M.: *Ownership reform and corporate governance; The slovak privatization process in 1990-1996*, Acta Universitatis Upsaliensis, Uppsala, 1999
- [38] Popp, P.: *Bankový sektor v Marcinčin a kol.: Hospodárska politika na Slovensku 2000-2001*, Spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava, 2002, str. 81-104
- [39] Průcha, V.: *Economic Development and Relations, 1918-1989* v Musil, J.: *The End of Czechoslovakia*, Budapest, 1995
- [40] Rychetník, L.: *Can the Czech Republic Develop a Negotiated Economy?* Strategic choice and path dependency in post-socialism, Edward Edgar Publishing Limited, 1995

- 
- [41] Schleifer, A., Vishny, R.: *Survey of corporate governance*, NBER Working Paper Series 5554, 1996
- [42] Sičáková, E., Zemanovičová, D.: *Transparentnosť a korupcia* In: Kolár, M. o Mesežnikov, G.: Slovensko 2000, Inštitút pre verejné otázky, Bratislava 2000
- [43] Szomolanyi, S.: *Slovakia: From a Difficult Case of Transition to a Consolidated Central European Democracy*, in Mesežnikov, G., Gyárfášová, O. (eds., 2004): Slovakia: Ten Years of Independence and a Year of Reforms, Inštitút pre verejné otázky, Bratislava, 2004
- [44] Tirole, J.: *Corporate Governance*, *Econometrica*, vol. 69, č. 1, 2001, str. 1-35
- [45] Van Wijnbergen, S.: *Bank restructuring and enterprise reform*, EBRD Working Paper 29, 1996
- [46] Williamson, O.: *New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 38, 595-613
- [47] Wolchik, L.: *The Politics of Transition and the Break-Up of Czechoslovakia* v Musil, J.: *The End of Czechoslovakia*, Budapest, 1995
- [48] Zemanovičová, D.: *Klientelizmus a podnikanie na Slovensku*, Transparency International, 2003
- [49] Zemanovičová, D., Žitňanská, L.: *Komparácia legislatívy a implementácia zákonov v SR a ČR*, Centrum pre hospodársky rozvoj, Bratislava, 1996
- [50] Žatkuliak, J.: *Slovakia in the period of normalization and expectation of changes 1969-1989* *Slovak Sociological Review*, Bratislava, 1998