



WORKING PAPER č. 12/2005

Vztahy podniku k vlastníkům

Ladislav Blažek – Radomír Kučera

prosinec 2005



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

ISSN 1801-4496

Vedoucí: prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Lipová 41a, 602 00 Brno,
e-mail: slany@econ.muni.cz, tel.: +420 549491111



VZTAHY PODNIKU K VLASTNÍKŮM

Abstract:

The submitted essay is analysis of relations between an enterprise and its owners (partners, shareholders). Its goal is to find a way of parameterization applicable for evaluation of owners' role in structure of enterprise's stakeholders. General rules are applied to specifics of Czech entrepreneurial and law environment. This is characterized by undeveloped capital market and atypical behaviour of owners because of that. The proposed solution is therefore not satisfied with usual mechanism for determining mutual benefits in relationship of owners and enterprise and seeks further, specific, possibilities of its expression.

Abstrakt:

Stať se zabývá analýzou vztahů mezi podnikem a jeho vlastníky (společníky, akcionáři). Jejím cílem je najít způsob parametrizace použitelný pro vyhodnocení role vlastníků ve struktuře stakeholderů podniku. Obecné zásady jsou aplikovány do specifík českého podnikatelského a právního prostředí. To je charakterizováno nerozvinutým kapitálovým trhem a s ním souvisejícím atypickým chováním vlastníků. Předložené řešení se proto nespokojuje s obvyklými mechanismy pro určení vzájemných přínosů ve vztahu vlastníků a podniku a hledá další, specifické možnosti jeho vyjádření.

Recenzovala:

prof. Ing. Marie Jurová, CSc.

1. ÚVOD

Tato část výzkumu zaměřená na vlastnické vztahy v podniku je vedena potřebou najít vhodný prostředek pro parametrizaci těchto vztahů a vytvořit platformu pro začlenění vztahů k vlastníkům do komplexního stakeholderského modelu firmy.

Problematika vlastnických vztahů nepřináší zásadní problémy po stránce koncepčních východisek (vlastník jako ten, kdo poskytuje prostředky, rozhoduje o jejich použití, nese rizika a je základním příjemcem aktiv, které podnikání s poskytnutými prostředky přinese). Teorie se musí vypořádat jednak s problémem vztahu vlastník–správce, jednak se situací, kdy vlastníkem není jediná osoba, ale společenství osob. Oba uvedené okruhy jsou zásadního významu a jsou pro velké podniky typické; řešení jednotlivých problémů je proto obsaženo v právní úpravě obchodních společností. Kvalita této právní úpravy je pak jedním z významných faktorů ovlivňujících úspěšné utváření vztahů k vlastníkům.

Právní úprava však stanoví pouze základní rámec pro utváření společnosti; společnost sama může tento rámec „zpřísnit“ a musí se rozhodnout, kterým z možných způsobů vyplní zbývající volný prostor (Klířová 2001). Zde je možné hledat východisko pro porovnání různých společností a hledání konkurenčních výhod jednotlivých přístupů.

2. VLASTNICTVÍ PODNIKU – FORMULACE TEORIE

2.1. Vlastnictví jako právní pojem

Právní teorie považuje vlastnictví za věcné právo, za právní vztah absolutního charakteru, určující právní pozici vlastníka vůči všem ostatním právním subjektům ve vztahu k objektu vlastnictví, k vlastněné věci. Budeme-li vycházet z tohoto pojetí, pak budeme mít problém označit společníky či akcionáře za vlastníky; společníci nejsou vlastníky podniku (ten je ve vlastnictví společnosti), nejsou ani vlastníky společnosti (společnost je subjekt práva, nikoli objekt). Akcionáři jsou „pouze“ vlastníky akcií, cenných papírů do nichž jsou inkorporována účastnická práva ve společnosti. Obdobně jsou ve společnosti s ručením omezeným společníci „pouze“ držiteli účastnických práv, která v tomto případě nemají materializovanou podobu.

2.2. Vlastnictví jako ekonomický pojem

Hovoříme-li o vlastnictví z ekonomického pohledu, jsou určující jiné aspekty, a sice *kontrola způsobu využívání zdrojů a přidělování výsledků a prospěchu* (Heyne 1991). Toto pojetí „vlastnictví“ je širší; jde za prvotní vrstvu právních vztahů a umožňuje popsat pozadí podniku z hlediska zájmů a možností jejich uplatnění.

Vycházíme-li z této koncepce, pak lze označit akcionáře za „vlastníky“ společnosti a zprostředkovaně i podniku. Svůj vliv a kontrolu vykonávají prostřednictvím orgánů společnosti zřízených na základě zákona nebo stanov. Otázkou však je, koho všechno takové vymezení vlastnictví svou šíří zahrne. Za přinejmenším problémové z hlediska uvedené definice můžeme naopak označit i některé skupiny akcionářů:

- vlastníci prioritních akcií: Tito akcionáři se podílejí na výsledcích a prospěchu, jejich možnosti kontroly využívání zdrojů jsou však značně omezeny,
- minoritní a drobní akcionáři: Tito akcionáři mají sice formální právo podílet se na kontrole, nicméně faktické možnosti prosazení vlastního názoru mohou být značně omezené.

Naopak nám kromě akcionářů do takto vymezeného okruhu mohou spadat i jiné skupiny zúčastněných subjektů:

- investoři (věřitelé) – majitelé dluhopisů: Některé dluhopisy mají pohyblivou složku úročení, která zajišťuje jejich zainteresovanost na výsledku hospodaření společnosti. Současně mají možnost v určitých klíčových situacích zasahovat do rozhodování společnosti

prostřednictvím k tomu účelu vytvořeného orgánu – schůze majitelů dluhopisů,

- investoři (věřitelé) – banky: Banky poskytují své investice společností také formou závazkových vztahů (půjčky, úvěry). Ty sice formálně nezakládají právo kontroly společnosti, mohou však při určitém rozsahu bance poskytnout jistou faktickou moc nad společností. Zájemem banky pak může být řízení činnosti společnosti tím směrem, aby zisky byly třeba i nižší, ale jisté a stabilní,
- zaměstnanci: U větších společností mají zákonem garantovanou možnost podílet se na správě společnosti prostřednictvím svých zástupců v dozorčí radě. I oni mají své specifické zájmy, o jejichž prosazení budou usilovat.

2.3. Modely vlastnictví ve společnosti

2.3.1. Jediný vlastník (akcionář)

Tato situace se jeví z hlediska řízení a ovládání společnosti nejjednodušší. Společnost jednoho vlastníka má rovněž různé úlevy z hlediska požadavků kladených právem na obsazení orgánů a způsoby usnášení se. V této společnosti je vlastník i rozhodujícím článkem struktury společnosti; vlastník nebo jeho představitel bývá často statutárním a výkonným orgánem; pokud jsou tyto orgány zřízeny jako kolektivní, ponechává si v nich vlastník důležité pravomoci (např. prostřednictvím formulace způsobu jednání společnosti).

Tento vlastnický model však neumožňuje naplnit jednu ze základních funkcí, kterou je sdružování subjektů za účelem koncentrace kapitálu, případně dalších faktorů napomáhajících dosahování vytyčeného cíle podnikání. Lze jej však využít pro:

- institucionální vyčlenění určité části aktivit z organizačních struktur vlastníka,
- osamostatnění těchto aktivit (větší autonomie řízení, hospodaření, ale i neseného rizika),
- jistá, byť jen omezená, možnost „anonymizace“ společnosti před veřejností.

2.3.2. Majoritní akcionář a skupina minoritních akcionářů

Taková struktura již umožňuje kumulaci zdrojů; klíčové postavení má stále majoritní akcionář. Ostatní akcionáři mají však možnost blokovat některé významnější změny, pro něž se na valné hromadě vyžaduje hlasování kvalifikovanou většinou.

2.3.3. Majoritní akcionář a skupina drobných akcionářů

Situace obdobná předchozímu modelu, postavení drobných akcionářů je však zpravidla ještě slabší než akcionářů s menšinovým, ale stále ještě ve společnosti relevantním podílem. Pro společnost je taková struktura přínosem za předpokladu, že akcie minoritních akcionářů jsou kótované a jsou obchodovány na veřejných trzích. Společnost tak získává informaci o své tržní kapitalizaci a o případných možnostech získávat další prostředky na primárním trhu cenných papírů.

Příliš velké množství drobných akcionářů však představuje pro společnost také nemalou zátěž administrativní i finanční. Drobný akcionář představuje z hlediska výkonu akcionářských práv stejnou či srovnatelnou agendu, jako akcionář s podílem v řádu procent, nicméně jeho přínos pro společnost (poskytnutá investice + vlastní aktivita) je zpravidla zanedbatelný. Často také může dojít k efektu „černého pasažéra“: Drobný akcionář využívá akcionářských práv k jiným účelům než ke správě vlastního portfolia; riziko, které přitom nese, je minimální (resp. množství vlastněných akcií). Takovému zneužití akciové minority má bránit vázání určitých akcionářských práv na *kvalifikovanou minoritu*, kterou v českém právu představují 3 % akcionářů (u menších akciových společnostech 5 %).¹ Praxe přesto vyžaduje postupy, jak společnosti od přílišného množství drobných akcionářů „očistit“. ČR sáhla v letošním roce k značně radikálnímu kroku tím, že výrazně usnadnila podmínky pro *squeeze-out*, tedy „vyplacení“ drobných akcionářů majoritním akcionářem.

2.3.4. Pouze minoritní akcionáři, případně drobní akcionáři

Tento model se vyznačuje posílenou rolí managementu a dalších stakeholderů. Představuje pro management na jedné straně určitou příležitost, kdy není předem „o všem rozhodnuto“ majoritním vlastníkem a manažeři se mohou snažit přesvědčit většinu valné hromady pro své záměry. Na druhou stranu je zde vyšší riziko „nepřátelského“ převzetí společnosti nespokojeným akcionářem, které může vyvolat jistou zvýšenou opatrnost managementu ve vztahu k vlastníkům.

Hovoříme-li o majoritním akcionáři, je třeba si uvědomit, že v závislosti na situaci může podobnou roli jako majoritní akcionář zastávat i jiná *ovládající osoba* ve smyslu § 66a Obchodního zákoníku. To se vztahuje např. na osobu disponující alespoň 40 % hlasovacích práv, není-li prokázáno, že jiná osoba disponuje stejným nebo vyšším množstvím hlasovacích práv. Prakticky to hraje roli zejména v modelu uvedeném ad 3, kdy u drobných akcionářů není obvyklá dostatečná

¹ § 181 odst. 1 Obchodního zákoníku.

koordinace postupů, kterými by se mohli úspěšně bránit návrhům prosazovaným „skoro majoritním“ akcionářem.

3. TEORIE VZTAHU VLASTNÍKŮ A PODNIKU VE STAKEHOLDERSKÉM MODELU

3.1. Přínos vlastníka podniku

3.1.1. Investice

Investice do podniku je základním předpokladem, abychom mohli o investorovi uvažovat jako o vlastníkovi. Investice může mít různé podoby; pro podnik v podobě akciové společnosti je můžeme rozčlenit následovně:

- 1) Nákup akcií na primárním trhu:
 - a) zaplacení emisního kursu,
 - b) vložení věcného vkladu.
- 2) Nákup akcií na sekundárním trhu:
 - a) na veřejných trzích (burza, RM-S),
 - b) mimo veřejné trhy.

Ohodnocení investice v okamžiku jejího poskytnutí je v návaznosti na uvedené členění následující:

ad 1a: Jelikož je placena přímo konkrétní částka, lze investici vyčíslit její absolutní výší. V případě úpisu akcií, jejichž splácení je rozloženo do delšího období (§ 177 odst. 1 Obchodního zákoníku), je třeba počítat s časovým hlediskem a rizikem nesplacení a je třeba výši investice příslušným způsobem diskontovat.

ad 1b: Každý nepeněžitý vklad musí být oceněn posudkem nezávislého znalce (§ 59 odst. 3-4 Obchodního zákoníku) a jen v této výši bude započítán do základního kapitálu.

ad 2a a 2b: Zde se nejedná o investice v pravém slova smyslu, protože nový akcionář platí cenu nikoli podniku, nýbrž dosavadnímu akcionáři (prodávajícímu). Podniku tedy tyto formy žádný bezprostřední finanční efekt nepřináší. Přesto je pro podnik důležité, aby možnost prodeje a nákupu akcií na sekundárním trhu existovala; umožňuje totiž trvání podniku i v situaci, kdy dosavadní vlastníci (akcionáři) nemají zájem se na dalším podnikání podílet.

Vyčíslení těchto sekundárních „investic“ je komplikovanější; nabyvatel akcie sice zaplatil konkrétní částku, ta však může odrážet i jiné okolnosti než pouze tržní hodnotu jí představovaného podílu. To se projevuje zejména v situaci, kdy nákup (prodej) podílu znamená zásadní změnu rozsahu hlasovacích nebo jiných práv vlastníka.

Dalším problémem je transparentnost takových nákupů a prodejů. Cenu těchto obchodů je možno sledovat, odehrává-li se obchod na veřejných trzích nebo jinými transparentními metodami (zejm. nabídky převzetí); jde-li však o individuální dohodu mezi prodávajícím a kupujícím mimo veřejný trh, nemá v zásadě nikdo, ani samotná společnost, možnost zjistit, jaká cena byla za podíl zaplacená.

Z těchto důvodů se i v případech nákupu akcií mimo veřejné trhy lze přiklonit k posuzování vztahů vlastníka a společnosti ne na základě skutečně zaplacené ceny, ale na základě objektivizované hodnoty podílu.

3.1.2. Setrvání

Vlastníci rozhodují formou hlasování na valné hromadě o další existenci podniku (alternativou je její zrušení a likvidace) a o výši základního kapitálu (alternativou je jeho snížení). Dále se rozhodují sami za sebe, zda si akcie ponechají, nebo je prodají na sekundárním trhu. Akcionář, který se rozhodne podpořit trvání společnosti, nesnižovat základní kapitál a neprodat své akcie jinému (setrvat), vlastně takto obnovuje svou investici tím, že se stále znovu rozhoduje o její smysluplnosti.

Ohodnocení této formy přínosu je obtížnější; k žádné finanční operaci zde totiž nedochází. Východiskem může být zohlednění nákladů obětované příležitosti. Tou může být:

1) prodej akcií na sekundárním trhu:

- a) na veřejných trzích (burza, RM-S),
- b) mimo veřejné trhy.

2) likvidace společnosti a získání podílu na likvidačním zůstatku,

3) použití akcií jako zajištění, např. k získání úvěru.

ad 1a: Tento způsob ohodnocení je použitelný pouze pro společnosti, jejichž akcie na veřejných trzích obchodovány jsou. Nestačí přitom pouhé přijetí k obchodování (resp. kótace), ale obchodování by mělo fakticky probíhat v dostatečně relevantním objemu. V podmínkách českého kapitálového trhu bude tento způsob použitelný pouze vůči značně omezené skupině velkých podniků.

ad 1b: Vzhledem k nahodilosti a výše zmíněné netransparentnosti takových nabídek nelze toto hledisko použít pro obecné ohodnocení obětované příležitosti vlastníka.

ad 2. V případě likvidace společnosti dochází k vypořádání majetku a závazků společnosti a saldo je rozděleno vlastníkům (akcionářům) společnosti. Problém určení tržní hodnoty podílu (často reálně neobchodovaného) se tak převádí na problém určení hodnoty majetku patřícího podniku. Tato metoda přináší problémy ohledně samotného oceňování:

- ocenění věcí s problematickou likviditou (nemovitosti, specializovaná zařízení apod.),
- ocenění nehmotného majetku (know-how, ochranné známky apod.),
- ocenění pohledávek musí zohledňovat jejich dobytost.

Dále je třeba si uvědomit, že likvidace může být dlouhodobý proces; likvidační zůstatek se přitom rozděluje až po ukončení likvidace, je tedy nutné jeho hodnotu diskontovat na současnou hodnotu. Dobu trvání likvidace navíc není možné vždy spolehlivě odhadnout.

Další nevýhodou této metody je, že ocenění samotného majetku nezohledňuje hodnotu představovanou jeho zapojením do podniku jako funkčního celku. Na výsledku se neprojeví ani kvalita vztahů k ostatním stakeholderům (především zaměstnancům, obci, státu)

Ohodnocení přínosu vlastníka podle této metody je použitelné v případě podniku, jehož hodnota spočívá převážně v hmotném majetku se snadnou likviditou.

ad 3. Vzhledem k tomu, že poskytovatel úvěru bude rovněž předpokládat možnost realizace zajištění prodejem, bude hodnota odvozená tímto postupem pouze funkcí hodnoty odvozené podle bodu 1.

3.1.3. Směřování podniku, ideje, koncepty

Vlastníci poskytli podniku prostředky, mají tedy i právo rozhodovat, jak s nimi bude naloženo. Toto rozhodování je formalizováno pomocí pravidel o valné hromadě, která upřesňují zejména:

- působnost valné hromady,
- postupy svolávání a stanovení náplně jednání valné hromady,
- postupy projednávání záležitostí na valné hromadě,
- rozhodování.

Přestože iniciativa k svolání a určení náplně jednání valné hromady může vycházet i ze strany představenstva nebo dozorčí rady, rozhodující vliv zde mají vlastníci, zejména vlastníci s relevantním podílem (ten pro svolání valné hromady činí 3 %, resp. 5 % u menších podniků).

Působnost valné hromady akciové společnosti je vymezena v § 187 odst. 1 Obchodního zákoníku. Ten obsahuje výčet rozhodnutí, která valné hromadě přísluší vždy, a dává možnost rozšířit tento výčet o další rozhodnutí prostřednictvím stanov. Rozhodnutí přikázaná zákonem do působnosti valné hromady jsou zejména rozhodnutí koncepčního charakteru (jako zrušení či přeměny společnosti, prodej podniku či jeho části, změny stanov apod.), najdeme zde však i některá rozhodnutí manažerského charakteru; jedná se zejména o ta

rozhodnutí, která se bezprostředně týkají postavení akcionářů. Patří sem zejména:

- rozhodování o zvýšení či snížení základního kapitálu (pís. b),
- rozhodování o vydání dluhopisů (pís. c),
- rozhodování o rozdělení zisku nebo o úhradě ztráty (pís. f),
- rozhodování o registraci účastnických cenných papírů (pís. h).

Obvyklým postupem zřejmě bude, že s návrhem na rozhodnutí takového charakteru přijde management, který si nechá svou koncepci od valné hromady „schválit“. Obchodní zákoník však nechává dostatečně široký prostor i pro tvůrčí přístup ze strany akcionářů. Míra, do jaké akcionáři tento prostor využívají (případně i rozšiřují prostřednictvím stanov), vypovídá o vztahu vlastníků k podniku. Odlišný přístup lze přitom očekávat od jednotlivých skupin investorů; zde je nutno rozlišovat především:

- institucionální investory (banky, fondy),
- koncernové vlastníky, holdingy,
- veřejné korporace (stát, FNM, kraje a obce),
- drobné akcionáře, domácnosti.

3.1.4. Další formy přínosu vlastníka pro podnik

- Nepeněžitý vklad může mít charakter věci či hodnoty klíčové pro chod podniku (licence, nemovitost na určitém místě atp.). Přínos vlastníka v tomto případě potom nepředstavuje jen samotná peněžitá hodnota věcného vkladu určená znalcem, ale i samotná ochota tuto věc poskytnout.
- Osobní účast na podnikání je u velkých podniků ve formě akciových společností sice netypická, ale možná. Prakticky se uplatní zejména v případech, kdy akcionářem je právnická osoba.
- Vlastník může svou činností (nebo naopak nečinností, zdržením se určité činnosti) „připravit půdu“ pro činnost podniku. Takové chování je charakteristické zejména v koncernu, kde řídicí centrum koordinuje činnost jednotlivých společností ne k prospěchu každé jednotlivé z nich, ale k prospěchu celku.

3.2. Přínos podniku pro vlastníky

3.2.1. Podíl na zisku, dividenda

Dividenda jako podíl na části zisku určené k rozdělení akcionářům je nejtransparentnějším přínosem podniku vlastníkům. O tom, jaká část zisku připadne na dividendy, rozhodují akcionáři sami na valné hromadě. K nevyplacení zisku nebo jeho části formou dividend mohou být následující důvody:

- reinvestování: nevyplacení zisku zvýší majetek podniku a tím jeho současnou hodnotu a zisky v budoucnosti.
- daně: vyplacení dividendy je zatíženo vyšší daňovou sazbou oproti reinvestici.

Jelikož dividendy je vyplácena v penězích ke stanoveným termínům, ohodnocení jejího přínosu pro akcionáře nečiní problém.

3.2.2. Růst hodnoty obchodního podílu (akcie)

Zhodnocení podílu (akcie) je společně s dividendou další základní motivací vlastníka coby investora. Vzhledem k tomu, že reinvestice zisku je zpravidla daňově výhodnější než jeho výplata vlastníkům, je tento způsob zhodnocování investice často preferován, přestože je méně transparentní, než je tomu u výplaty podílu na zisku.

Nárůst hodnoty podílu vlastníka je možné stanovit srovnáním hodnoty podílu (akcie) ve dvou časových okamžicích. Zde narážíme na obdobný problém, který byl popsán výše – určovat hodnotu jako hodnotu tržní je možné jen v případě fungujícího kapitálového trhu a jen pro společnosti, jejichž akcie jsou na tomto trhu fakticky obchodovány. Druhou možností je ohodnotit podnik na základě jeho majetku. Pro účely posouzení nárůstu hodnoty podniku se tato metoda jeví jako spolehlivější než pro účely stanovení absolutní hodnoty, neboť mnohé z problematicky ocenitelných hodnot zůstávají součástí majetku společnosti a na výsledku porovnání se neprojeví. V meziročním srovnání lze zjednodušeně vycházet ze zisku či ztráty podniku upraveného o daně a vyplacené podíly na zisku (dividendy).

3.2.3. Podíl na likvidačním zůstatku

Zrušení podniku s likvidací představuje konec investičního projektu vlastníka. Výše likvidačního zůstatku (resp. částky představované podílem vlastníka) je pak v součtu s průběžně vyplacenými dividendami konečným měřítkem úspěšnosti investice.

Jelikož většina podniků představuje projekty na dobu neurčitou, je i investice vlastníka chápána jako časově neomezená a investor ji ve svých úvahách nezohledňuje. Není totiž možné určit její hodnotu diskontovanou ke dni poskytnutí investice.

3.2.4. Vlastní zájmy akcionáře

Podnikání je sice definováno (§ 2 odst. 1 Obchodního zákoníku) jako činnost prováděná za účelem dosažení zisku; to však nevyklučuje, aby někteří, nebo i všichni vlastníci podniku sledovali i jiné cíle. Výskyt dalších zájmů je typický pro tyto skupiny vlastníků:

- koncern. Mateřská či ovládající společnost se může spokojit s nižším ziskem ve formě dividendy a nárůstu hodnoty obchodního podílu, případně na tyto zisky zcela rezignovat, pokud činnost dceřiné (resp. ovládané) společnosti sama o sobě vytváří vhodnější

podmínky pro činnost společnosti mateřské (ovládající) nebo jiné dceřiné společnosti koncernu. Horší výsledky jedné společnosti jsou tak vyváženy lepšími výsledky jiné společnosti k celkovému prospěchu koncernu (Eliáš et al. 2001),

- veřejnoprávní korporace (stát, obce, kraje) mají na základě zákona či politického rozhodnutí reprezentace zajišťovat určité činnosti veřejného zájmu. Jedním ze způsobů, jak tyto činnosti zajišťovat, je zřízení obchodní společnosti s majoritou či alespoň dostatečně významným podílem příslušné veřejné korporace. Ta potom jako vlastník nesleduje pouhý zisk, ale přínosem je pro ni i samotná činnost společnosti (zpravidla poskytování služeb obyvatelstvu),
- určité skupiny stakeholderů mohou prostřednictvím akciové minority vykonávat kontrolu svých dalších zájmů na společnosti; to se může týkat zejména věřitelů (institucionálních investorů), kteří poskytli podniku úvěr či půjčku, a také významných dodavatelů či odběratelů,
- drobní investoři mohou mít motivy značně různorodé. Kromě snahy o dosažení zisku to mohou být různé osobní cíle a ambice, snaha podpořit podnikání v určitém regionu či v určitém odvětví, u menších podniků to může být i osobní zapojení se do činnosti podniku,
- zvláštní skupinu drobných investorů tvoří případy, kdy nákup akcie je motivován téměř výhradně snahou zabezpečit si přístup k některým akcionářským právům, zejména k právům na informace a k účasti na valné hromadě.

4. PARAMETRIZACE VZTAHU VLASTNÍKŮ A PODNIKU

4.1. Přímé (finanční) efekty

Přehled a charakteristika finančních ukazatelů, které jsou relevantní pro popis vztahu vlastníků a podniku:

Emisní kurz akcie. Jelikož akcionář nemá nárok na „vrácení“ této částky, nemá smysl ji uvažovat při dalším vývoji společnosti. Došlo-li však v nedávné době k emisi akcií a jejich úspěšnému umístění na primárním trhu, může tato hodnota napomoci při ocenění podniku pomocí tržních metod. Z poměru emisního kurzu, jmenovité hodnoty emitovaných akcií a základního kapitálu je možné zjistit tržní kapitalizaci společnosti k datu příslušné emise (Brealey – Richard – Myers 1999).

Struktura vkladů. Relevantním údajem pro posouzení hodnoty podniku ve vztahu k vlastníkům je rovněž poměr peněžitých a nepeněžitých vkladů; lze přitom rozlišit:

- 1) peněžité vklady:
 - a) splacené,
 - b) nesplacené.
- 2) nepeněžité vklady:
 - a) věci,
 - b) pohledávky,
 - c) jiné majetkové hodnoty.

Tržní cena akcie. Je zjistitelná a použitelná pouze v případě, že akcie společnosti jsou kótované a fakticky obchodované na veřejných trzích. Pro posouzení těchto podmínek je důležitý údaj o objemu obchodování s akciemi.

Podíl na zisku / dividenda. Část zisku vyplacená vlastníkům.

Zisk. Představuje částku, z níž mohou vlastníci realizovat svůj profit z podniku buď formou dividendy, nebo formou reinvestice na udržení nebo zvýšení současné hodnoty podniku a na dosažení budoucích zisků. Zpravidla se pracuje s hodnotou rentability vlastního kapitálu (ROE) nebo s odvozenými hodnotami, které do výsledku promítají vliv rizikosti podnikání (ekonomická přidaná hodnota – EVA).

Vývojové ukazatele. Pro zhodnocení očekávání vlastníků jsou relevantní nejen aktuální či poslední platné hodnoty, ale také jejich vývoj; jedná se zejména o ukazatele zisku, vyplácené dividendy a vývoje ceny akcie. Praxe používá pro účely oceňování podniku údaje za posledních 3–5 let.

4.1.1. Předběžné a následné vyhodnocení přímých efektů pro akcionáře

Přínos pro akcionáře lze sledovat:

a) předběžně: Ukazatele založené na čistém zisku po zdanění. Ukazují, jakou částku vlastníci na řádné valné hromadě „mají k dispozici“ k rozdělení či jinému použití,

b) následně: Ukazatele založené na součtu vyplacené dividendy a nárůstu ceny akcie. Ukazují, jaký bezprostřední hospodářský efekt vlastník pocítil.

Rozdíl mezi „předběžnými“ a „následnými“ ukazateli odráží:

- efekt vynaložení prostředků ponechaných v podniku,
- výši částek vyplácených dalším stakeholderům (management, zaměstnanci, majitelé dluhopisů) jako „podíly na zisku“,
- míru zdanění vyplácených dividend.

4.2. Nepřímé efekty

4.2.1. Účast vlastníků na řízení společnosti

Účast vlastníků na řízení je v minimálním rozsahu vymezena kompetencemi valné hromady. Otázkou je jednak míra vlivu jednotlivého akcionáře na valné hromadě, jednak otázka přímého zapojení akcionářů či jejich představitelů do dalších orgánů společnosti:

1) Údaje o orgánech:

- a) struktura orgánů a rozdělení pravomocí,
- b) složení dozorčí rady a představenstva z hlediska zastoupení akcionářů a dalších stakeholderů,
- c) aktivita orgánů (četnost jednání, zprávy atd.),
- d) způsob odměňování managementu.

2) Míra přímého zapojení vlastníků v managementu (výkonném orgánu, představenstvu). Podílení se na činnosti představenstva je charakteristické zejména pro malé společnosti a pro společnosti s malou skupinou vlastníků. Akcionář takto zapojený do exekutivy má značně privilegovaný přístup k informacím – je zde tedy jisté riziko zneužití těchto informací v neprospěch ostatních (resp. menšinových) společníků.

3) Poměr investice a vlivu ve společnosti. Vliv ve společnosti by měl odrážet poskytnutou investici. Existují však významné výjimky:

- a) U akciové společnosti jsou to prioritní akcie s posíleným aspektem podílu na zisku a oslabeným až vyloučeným podílem na hlasování.

- b) U společnosti s ručením omezeným plní obdobnou roli možnost dohodnout podíly odchylně od poměrů vkladů do základního kapitálu.
- c) Akcionáři s ještě nesplacenými akciami (zatímními listy) hlasují na valné hromadě stejně, jako kdyby akcie splacené byly – titulem jejich hlasování tedy není již poskytnutá investice, ale investice, kterou teprve společnosti dluží. Akcionáři, kteří jsou se splácením v prodlení, však na valné hromadě nehlasují.

4) Existují i právní formy, jak zapojit do podnikání „vlastníka“ s úplným vyloučením účastnických práv – tiché společenství.

5) V případě nepřímo vykonávaných vlastnických práv (fondy, správa, trust, obhospodařování) je třeba se zabývat otázkou, nakolik jsou do rozhodování (i do výsledku) zapojeni „skuteční“ vlastníci.

4.2.2. Propojení vlastníků a jiných stakeholderů

Profit, který podnik vlastníkovi přináší, se může projevit ne jako profit vlastníka, ale jako profit jiného stakeholdera.

Tento jev je problematický a staví další doplňující otázky:

- Týká se všech vlastníků nebo jen vybraných? (otázka rovnosti přístupu k vlastníkům)
- Má vlastník v alternativní stakeholderské skupině jiné postavení? (otázka využívání, případně i zneužívání privilegovaných informací, zvýhodňování oproti jiným stakeholderům téže skupiny apod.)

4.3. Interpretace ukazatelů

Při interpretaci výše uvedených ukazatelů jak přímých, tak nepřímých efektů je třeba zohlednit situaci konkrétního podniku; zejména pak je třeba brát v úvahu:

- strukturu akcionářů z hlediska velikostí podílů (majoritní / minoritní / drobní akcionáři),
- strukturu akcionářů z hlediska charakteru akcionáře (koncern / institucionální investor / veřejnoprávní instituce / domácnosti / neznámé umístění akcií),
- zapojení akcionářů do stakeholderských struktur (akcie ve vlastnictví zaměstnanců, managementu, věřitelů, dodavatelů, odběratelů, státu, obce),
- informace, zda jsou vydány dluhopisy (charakteristika a rozsah emise).

5. EMPIRICKÉ VÝZKUMY

5.1. Empirický výzkum správy v akciových společnostech v České republice

Následující analýza se opírá o tři empirická šetření, která v předemtné oblasti v ČR v posledních letech proběhla, a to o:

- studii Körnera, Kudrny a Vychodila (2002), zabývající se měřením kvality podnikatelského prostředí v zemích bývalé visegrádské skupiny,
- průzkum společnosti KPMG (2005), zaměřený na problematiku corporate governance ve velkých společnostech působících v České republice, kterého se zúčastnilo 242 respondentů,
- disertační práci Kadlubcové (2004), orientovanou rovněž na oblast corporate governance v akciových společnostech působících v České republice, a to ve společnostech různé velikosti, působících v různých odvětvích, jehož se zúčastnilo 111 respondentů.

Výsledky zmíněných šetření potvrzují, že české institucionální prostředí je málo transparentní, je charakteristické slabou úrovní vymahatelnosti práva i nízkou úrovní regulačních mechanismů.

V práci Kadlubcové se uvádí, že jako největší překážky pro činnost společností respondenti nejčastěji uvádějí slabou vymahatelnost práva (79 %). O poměrně nízké úrovni regulačního prostředí a jeho vnímání svědčí skutečnost, že na otázku, zda jsou v dané společnosti známy Zásady OECD pro řízení a správu společností, odpovědělo kladně jen 31 % respondentů. Na otázku, zda společnost vydala závazná pravidla etického chování, odpovědělo kladně 45 % dotázaných.

Studie Körnera et. al. uvádí mimo jiné tzv. „souhrnný index rizika správy akciových společností“, který sleduje definici obchodního práva, vymahatelnost práva, regulační rámec a etické prostředí. Česká republika byla ze čtveřice střeoevropských zemí hodnocena dle tohoto indexu až na třetím místě za Polskem a Maďarskem.

Průzkumy se dále zabývaly vyvážeností pravomoci a odpovědnosti mezi představenstvem, dozorčí radou a exekutivou akciových společností. Z práce Kadlubcové i z průzkumu KPMG vyplývá, že situace ve vymezení pravomoci a odpovědnosti jednotlivých členů správních orgánů není uspokojivá.

Dále se ukazuje, že členové představenstev a dozorčích rad jsou často členy takových orgánů i v řadě dalších akciových společností, což vede k nedostatku času na řádný výkon dané funkce, příliš velké zodpovědnosti a mnohdy též ke konfliktu zájmů. Členové, resp. předsedové představenstev jsou často rovněž řediteli daných společností. Povinnost členů správních orgánů poskytovat akcionářům

informace o členství v orgánech jiných společností je uplatňována v necelých 40 % z dotazovaných společností. Povinnost členů správních orgánů poskytovat akcionářům informace o práci v managementu jiné společnosti je uplatňována v cca 20 % případů. Povinnost členů top managementu poskytnout informaci o svém soukromém podnikání uplatňuje 69 % z dotazovaných společností.

Výsledky průzkumů svědčí o pozitivní tendenci rozšiřování působnosti představenstev v oblasti strategického řízení. 86 % z dotazovaných společností se zabývá schvalováním strategického plánu. Podstatně méně se však představenstva zabývají systémy vnitřní kontroly a řízením rizik. Daný rozpor do jisté míry naznačuje nevyváženost mezi pravomocí a odpovědností tohoto orgánu. Naproti tomu dozorčí rady se strategickým řízením zabývají podstatně méně a jejich pozice je v této oblasti slabší. V průzkumu Kadlubcové na otázku, zda je pro dozorčí radu vymezen úkol schvalování a přezkoumávání podnikové strategie, odpovědělo kladně jen 35 % společností, v průzkumu KPMG na otázku základních úkolů dozorčí rady pouze 40 % společností uvedlo „ovlivňování strategie společnosti“.

Výsledky průzkumů svědčí o tom, že je kladen velký důraz na úlohu představenstva v oblasti jmenování a odvolávání členů managementu (83 % společností), sledování výkonnosti managementu a určování platu manažerů (75 % společností). Kompetence dozorčích rad v dané oblasti jsou podstatně nižší.

Odměňování členů správních orgánů by mělo být v souladu s dlouhodobými zájmy společnosti a akcionářů. Z výsledků průzkumu společnosti KPMG vyplývá, že 65 % společností má definovanou měřítku výkonnosti pro odměňování členů představenstva, avšak jen 21 % má definovanou tuto měřítku pro členy dozorčí rady.

Průzkumy potvrzují, že akciové společnosti dodržují své povinnosti vyplývající ze zákona, ale již poměrně málo toho činí nad rámec zákona. Ve vztahu společností ke svým stakeholderům je významná otázka uplatňování etických norem. Ze šetření Kadlubcové vyplývá, že 45 % společností má závazná pravidla etického chování uvnitř společnosti i vůči svým stakeholderům. Za dodržování těchto pravidel je nejčastěji odpovědné představenstvo (68 %).

5.2. Sledování „governance index“ u firem v USA

Zpracovatelé tohoto výzkumu (Gompres - Ishii – Metrick 2005) vytvořili index správy G (*governance index*) vypovídající o vztazích vlastníků a správních orgánů společnosti. Základem pro indexaci je soubor 24 pravidel, která, pokud jsou ve správě společnosti uplatňována, oslabují roli vlastníků a posilují moc správců. Každé pravidlo, které je ve zkoumané společnosti uplatňováno, zvyšuje index G o 1. Na základě tohoto součtu jsou firmy rozděleny do stupnice, kde relevantní oblastí jsou hodnoty 5–14. Podniky s $G \leq 5$ jsou společně zařazeny do

„demokratického portfolia“ a podniky s $G \geq 14$ společně do „diktátorského portfolia“.

Výzkum pracoval s daty shromážděnými v devadesátých letech a publikovanými v *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) od přibližně 1500 amerických firem a sledoval souvislost indexu G s charakteristikou a hodnotou firmy. Zajímavá zjištění z tohoto výzkumu:

- index G je z vnitřního hlediska v dlouhodobém horizontu relativně stabilní,
- velké firmy s akciemi obchodovanými ve větším objemu a vysoce ohodnocenými a firmy s velkou účastí institucionálních vlastníků jsou často firmami s vysokým G (inklinují k „diktátorskému“ modelu),
- firmy s vysokým G mají zpravidla relativně nízký růst tržeb,
- firmy s nízkým G („demokratické“) mají výrazně vyšší zhodnocení investic (srovnání firem „demokratického“ a „diktátorského“ portfolia naznačuje rozdíl až 9 %).

6. ZÁVĚR

Pro další fáze výzkumu lze vyvodit následující východiska:

Nezralost kapitálového trhu značně komplikuje použití některých standardních metod pro ohodnocení podniku (tržní cena akcie, tržní kapitalizace). Jako základní východisko pro parametrizaci přínosů podniku vlastníků lze tedy doporučit ukazatele vycházející ze zisku, zejména ukazatel EVA. Skutečnost, zda akcie společnosti jsou či nejsou obchodovány na veřejných trzích, lze zohlednit jako jeden z faktorů transparentnosti firmy, který je pozitivním signálem pro investory (vlastníky i věřitele) o míře vlivu, který mohou ve společnosti uplatnit.

Údaj o tržní kapitalizaci podniku je však obtížně nahraditelný při posuzování přínosů vlastníka pro podnik; nezískal-li vlastník svůj podíl nákupem akcií v primární emisi a nejde-li o podnik s akciemi veřejně obchodovanými v rozsahu odůvodňujícím považovat tržní cenu za relevantní údaj, nemáme informaci, jakou obětovanou příležitostí pro vlastníka nákup akcií či setrvání ve společnosti vlastně představuje. Pro vyčíslení hodnoty obětované příležitosti proto doporučuji použít v závislosti na situaci konkrétního podniku jeden z těchto údajů:

- tržní hodnota akcie (u kótovaných a obchodovaných firem),
- znalecký posudek, který určil cenu akcie (byl-li v poslední době vypracován, např. v souvislosti s přeměnami, změnami základního kapitálu nebo aktuálně se squeeze-outy),
- tržní kapitalizace firmy dovozená na základě poslední primární emise účastnických cenných papírů,
- odhad míry kapitalizace na základě očekávaného dividendového výnosu v budoucnu (Brealey - Richard – Myers 1999).

V případě starších údajů bude však potřeba upravit údaje o vývoji posledních období (zohledněním dosaženého zisku a vyplácené dividendy). Došlo-li však v mezidobí k zásadním koncepčním změnám ve společnosti, nebudou zřejmě ani takto upravené údaje použitelné.

Vliv vlastníků na činnost firmy lze hodnotit značně obtížně, pro možnost takového vlivu však lze použít postup obdobný stanovení G-indexu v Gompers-Ishii-Metricově výzkumu (2005). Na základě výsledků z šetření akciových společností v České republice lze sice očekávat, že tyto podniky budou výrazně koncentrovány kolem jedné z hodnot stupnice; tím výrazněji by se však mohla projevit konkurenční výhoda (či nevýhoda) společnosti, která se tomuto trendu bude vymykat. Druhým možným postupem (použitelným případně v druhé fázi výzkumu) by bylo upravit kritéria pro tvorbu tohoto indexu, aby více zohledňovala realitu českého prostředí a více diferencovala tam, kde se mezi českými podniky nějaké rozdíly ovlivňující vliv akcionářů a moc managementu nacházejí.

7. POUŽITÁ LITERATURA

BREALEY, A. - RICHARD, A. - MYERS, C. (1999) *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha : EAST PUBLISHING, 1999.

Corporate governance v České republice: Průzkum společnosti KPMG Česká republika 2004/2005. Praha: KPMG, 2005.

ELIÁŠ, K. et al. (2001) *Kurs obchodního práva: Právnícké osoby jako podnikatelé*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001.

GOMPRES, P. A. - ISHII, J. L. - METRICK, A. (2005) *Corporate governance and equity prices* [online]. Quarterly Journal of Economics 118(1), únor 2003, str. 107-155. [cit. 2005-08-31]. Dostupná na [www <http://finance.wharton.upenn.edu/%7emetrick/gov.pdf>](http://finance.wharton.upenn.edu/%7emetrick/gov.pdf).

JEŽEK, T. – MILLS, J. – BIRD, B. (2004) *Kodex řízení a správy společností založený na Principech OECD*. Praha : Komise pro cenné papíry, 2004.

KADLUBCOVÁ, J. (2004) *Teoreticko-empirické základy uspořádání správy společností v České republice*. Disertační práce. Ostrava : Vysoká škola báňská – Technická univerzita, 2004.

KLÍROVÁ, J. (2001) *Corporate governance: Správa a řízení obchodních společností*. Praha: Management Press, 2001.

KÖRNER, P. – KUDRNA, Z. – VYCHODIL, O. (2002) *Měření kvality podnikatelského prostředí ve Střední Evropě*. [online] [cit. 2005-05-20] Dostupná na [www <http://www.alumni.cz/2002-kudrna1.pdf>](http://www.alumni.cz/2002-kudrna1.pdf).

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

V roce 2005 vyšlo:

WP č. 1/2005

Petr Chmelík: Vliv institucí přímé demokracie na hospodářskou politiku ve světle empirického výzkumu

WP č. 2/2005

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová: Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

WP č. 3/2005

Jaroslav Rektořík: Přístup k inovacím v České republice. Současný stav a možné směry zlepšení.

WP č. 4/2005

Milan Víturka – Vladimír Žítek – Petr Tonev: Regionální předpoklady rozvoje inovací

WP č. 5/2005

Veronika Bachanová: Analýza kvality regulace České republiky

WP č. 6/2005

Hana Zbořilová - Libor Židek: Washingtonský konsenzus v české ekonomické praxi 90. let

WP č. 7/2005

Osvald Vašíček and Karel Musil: The Czech Economy with Inflation Targeting Represented by DSGE Model: Analysis of Behaviour

WP č. 8/2005

Zdeněk Tomeš: Je stárnutí populace výzvou pro hospodářskou politiku?

WP č. 9/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová: Společenská odpovědnost podniků

WP č. 10/2005

Ladislav Blažek – Alena Klapalová: Vztahy podniku se zákazníkem

WP č. 11/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová – Ladislav Šiška: Metodická východiska zkoumání a řízení inovační výkonnosti podniku

WP č. 12/2005

Ladislav Blažek – Radomír Kučera: Vztahy podniku k vlastníkům