



WORKING PAPER č. 02/2009

K teorii správy a řízení korporací

Václav Klusoň

Duben 2009



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496

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



K TEORII SPRÁVY A ŘÍZENÍ KORPORACÍ

Abstract:

Corporate governance is assumed to be a mechanism consisting of economic and legal institutions. It is a means for solving the agency problem often referred to as the separation of ownership and control, or conflicts of interest between owners (investors) and managers respectively. Efficient corporate governance provides assurance that shareholders get back the return on invested capital. The author raises the question as to what extent the competitive markets (of products, services, labour and capital) can do the job a force managers to minimize cost and maximize profits and not diverting the resources to their own use. He arrives at conclusion that corporate governance is the constitutive element of market economy.

Two different systems of corporate governance based on dispersed and concentrated ownership are analysed. Dispersed ownership is supported by legal systems providing adequate protection of minority shareholders. Deep and liquid markets are contingent on diversified ownership structures populated by public companies. On the contrary, private owned companies do not support the development of securities markets as much as public companies do.

As to the methods, the above mentioned problems are studied from the viewpoints of institutional economics, theory of transaction costs, agency theory, stake-holders theory, and Roe's political theory of corporate governance. The whole study is based on the Berle-Means model of corporate governance.

Abstrakt:

Korporativní řízení je mechanismus sestávající z ekonomických a právních institucí, z institucí formálních i neformálních. Je prostředkem k řešení agenturního problému často interpretovaného jako oddělení vlastnictví od řízení nebo jako zájmové konflikty mezi vlastníky (investory) a manažery. Výkonná a efektivní správa a řízení korporací je zárukou, že akcionáři obdrží výnosy z vloženého kapitálu. Autor klade otázku, do jaké míry soutěžní trhy (zboží, služeb, práce a kapitálu) mohou tento úkol plnit a donucovat manažery k tomu, aby minimalizovali náklady a maximalizovali zisky a přitom si nepřivlastňovali zdroje, které patří společnosti a akcionářům. Dospívá k závěru, že korporativní řízení je konstitutivním prvkem tržní ekonomiky.

Ve studii jsou analyzovány různé systémy korporativního řízení založené na rozptýleném i na koncentrovaném vlastnictví. Rozptýlené vlastnictví musí mít oporu v právním systému, který má poskytovat přiměřenou ochranu minoritním akcionářům. Rozvinuté a likvidní



kapitálové trhy závisejí na strukturách rozptýleného vlastnictví, které jsou „zaldněny“ veřejnými společnostmi. Naproti tomu soukromé společnosti nepodporují rozvoj kapitálových trhů tak, jak toho jsou schopny společnosti veřejné.

Naznačené problémy jsou studovány z pozic institucionální ekonomie, teorie transakčních nákladů, teorie agentury, teorie zainteresovaných subjektů a politické teorie korporativního řízení. Celá studie pak vychází z teoretických základů Berle-Meansova modelu.

Recenzoval:
prof. Ing. Milan Žák, CSc.

1. ÚVOD

Problém, kterým se zabývám a jehož nástin řešení v dílech vybraných autorů předkládám, je *vztah vlastníků a manažerů akciových společností*. První teoreticky fundovanou diskusi k němu již před sedmdesátišesti lety (v roce 1932) zahájili dva američtí profesoři, A. A. Berle a Gardiner C. Means, jejichž kniha *Moderní korporace a soukromé vlastnictví* (The Modern Corporation and Private Property)¹ představuje zakladatelskou práci v tomto oboru a po dlouhá desetiletí ovlivňovala a dodnes ovlivňuje praxi i teorii firemního řízení. Neznám žádné fundované teoretické pojednání z oblasti firemních řídicích a vlastnických struktur, jehož autor by tuto práci necitoval a nezaujal k ní stanovisko. Uvedení autoři provedli rozsáhlou a hlubokou analýzu těchto struktur v tehdejší americkém podnikání a dospěli ke zjištění, že ve velkých podnicích, organizovaných ve formě akciových společností, dochází k rozptylu vlastnických práv, k poklesu vlivu drobných akcionářů a naopak k přechodu faktické moci na skupinu vlivných řídicích pracovníků. Konstatovali, že *průmyslovou revoluci* již dávno vystřídala *revoluce manažerská*, která ve velkých společnostech s rozptýleným vlastnictvím přivedla *oddělení vlastnictví od řízení*. Obchodní společnosti, které do tohoto stadia dospěly, nazvali pak tito autoři *korporacemi* a celý systém *korporativním kapitalismem*.

Macmillanův slovník moderní ekonomie uvádí pod heslem „korporativní kapitalismus“ (corporate capitalism) toto vymezení: „Soudobé hodnocení dosaženého vývojového stupně rozvinutých západních ekonomik, které je charakteristické tím, že ve výrobním sektoru převládají velké korporace, u nichž dochází k *oddělení vlastnictví od řízení*. Ústřední význam má tvrzení, že ekonomická moc přešla od třídy *kapitalistů* do rukou malých skupin profesionálních manažerů, kteří v důsledku stále slabšího působení disciplinární role *kapitálového trhu* sledují politiky často protikladné konstitutivní etice *kapitalismu*.“ (v. c. d., s. 174)

Od té doby se ovšem mnohé změnilo. V některých zemích došlo ke koncentraci vlastnictví a ke sblížení vlastnických a řídicích struktur a v mnohých případech se manažeři stávali i velkými vlastníky. Tento trend byl výsledkem snah svázat zájmy manažerů se zájmy vlastníků a v mnohých případech byl založen existencí tzv. *rodinných společností*. V nedávné době ke sblížení obou zájmových skupin, tj. vlastníků a manažerů, přispěly tzv. *akciové opce*, které se postupně stávaly základní metodou stimulace vrcholových řídicích pracovníků korporací. Tato stimulace se však během doby ukázala být tak „dokonalou“, že vlastnické zájmy manažerů – „vlastnický modus jejich existence“ – dokonce překryly zájmy ostatních vlastníků (akcionářů) a v mnohých případech se zvrhly v nezákonné podvodné praktiky řízení, jež vyústily ve velké finanční skandály, k nimž na přelomu století

¹ Pojem korporace naprosto nesprávně interpretoval britský žurnalista, Paul Johnson, ve své knize *Dějiny dvacátého století*. Označil dílo obou autorů za apoteózu korporativistického plánování. Nemohl v ní ani listovat, natož ji číst. Pouhý název knihy v něm zřejmě vyvolal asociace s někdejšími korporacemi ve fašistické Itálii (1991, s. 248).

zejména v USA, ale i v jiných zemích došlo a stále dochází. Takovéto skandály, pokud by pokračovaly a rozrůstaly se, by mohly ohrozit i samotné základy kapitalistického systému. O tomto nebezpečí ostatně pojednává velmi zajímavá kniha, opět dvou amerických profesorů, *R. G. Rajana* a *L. Zingalese*, která nese název: *Záchrana kapitalismu před kapitalisty* (Saving Capitalism from the Capitalists). Vyšla v New Yorku v roce 2003.

Vztahy vlastníků a manažerů se tedy dále vyvíjejí; Berle-Meansův model je uplatňován především v anglosaských zemích. Přes relativně radikální změny v praxi i přes značný pokrok v teoretickém poznání však problém vlastnictví a řízení není stále zcela uspokojivě vyřešen. Cílem této stati je proto poukázat na vybrané problémy korporativního řízení a naznačit některé teoretické přístupy, jejichž aplikace by mohla vést k určitému pokroku v praxi. Nejprve však k základům teorie korporativního řízení.

2. BERLE-MEANSŮV MODEL

Tvrzení, že *A. A. Berle* a *Gardiner C. Means* jako vůbec první otevřeli problém korporativního řízení, resp. problém vztahu vlastníků a manažerů akciových společností, pokud by bylo vzato doslova, by nebylo korektní. Ostatně mnohý čtenář *Blahobytu národů* si možná vzpomene na slova *Adama Smitha*, který již v roce 1776 vystihl základní problém:

„Protože členové představenstev podílnických společností spravují peníze spíše cizí nežli vlastní, nelze očekávat, že je budou sřežít s touž úzkostlivou bdělostí, s jakou často sřeží své peníze partneři společnosti soukromé ... Vedení takové společnosti musí se proto vždy vyznačovat větší či menší nedbalostí a rozhazovačností.“ (v. c. d. s. 312)

Dalšími ekonomy, kteří si na přelomu 19. a 20. století byli vědomi důsledků oddělení vlastnictví a řízení v korporacích, byli představitelé tzv. původní institucionální ekonomie, zejména Američané *Thorstein Veblen*, *John R. Commons*, *John Mitchell* a další, o nichž bude řeč v následujícím odstavci. Zde se vraťme ke dvojici *Berle–Means* a načrtněme si základní rysy jejich modelu. Tito autoři rozlišovali dvě vrstvy vlastnictví; spodní a vrchní. Spodní vrstvu nazvali *fyzický majetek*, vrchní vrstvu pak *majetek symbolický*. Fyzický majetek si podle nich vyžaduje nejen pozornost vlastníka, nýbrž především službu managementu, resp. aparátu výkonných řídicích pracovníků. Řídicí aktivity totiž užitečnost fyzického majetku podmiňují („...pokud kůň žije, musí ho vlastník krmit, nechá-li ho pojit, musí ho zakopat“) a právě na tomto majetku se osvědčují takové činnosti a takové jednání, jako jsou podnikavost, hospodárnost, odpovědnost, ručení apod. Fyzický majetek bývá ovšem méně likvidní a méně mobilní nežli majetek symbolický. Fyzické vlastnictví citovaní autoři nazvali *vlastnictvím manažersko-produktivním*.

Symbolický majetek je od fyzického majetku odvozený. Na rozdíl od něj je již dělitelný a převoditelný, obvykle snadněji přechází z ruky do ruky, je tedy mobilní a někdy více, jindy méně likvidní. Ve směně získává cenu, resp. tržní hodnotu, jež však jen zčásti závisí na jeho „fyzickém podloží“. Podstatou jeho tržního hodnocení je očekávání investorů stran podnikatelských a řídicích schopností managementu, který fyzický majetek užívá a který s ním podniká. Úspěšný a zodpovědný management zvyšuje hodnotu symbolického majetku, který fyzický majetek představuje. Fyzický majetek je představován položkami aktiv (assets) na levé straně bilance, zatímco majetek symbolický je zobrazován položkami na její pravé straně. V některých podnikatelských formách, zejména v akciových společnostech, je na fyzický majetek vázán především management, daleko méně již vlastníci (akcionáři). Osobní vztah vlastníků k fyzickému majetku v různých podnikatelských formách slábne a v akciových společnostech s decentralizovaným vlastnictvím dokonce téměř neexistuje; symbolické vlastnictví, právě proto, že je likvidní, odosobňuje. Takový vlastník deleguje vlastnická práva k fyzickému vlastnictví ve značné míře na management, v neztenčené míře si je však ponechává na majetek symbolický. „Směňuje tak kontrolu za likviditu“. Tak se těžiště jeho pozornosti přesunuje na trh a na tržní zhodnocování symbolického vlastnictví. Na něm pak nalézá ocenění svých očekávání a není-li s nimi spokojen, může symbolický majetek, pokud je trh likvidní, rychle prodat. *Kapitálový trh, jakožto „dodavatel likvidity“, má tak na management disciplinující vliv a vynucuje si jeho odpovědnost vůči akcionářům.*

Podle *Berleho a Meanse* prošlo průmyslové vlastnictví pěti vývojovými stadii: od tzv. úplného vlastnictví přes majoritní kontrolu, pyramidální kontrolu a minoritní kontrolu ke kontrole manažerské, při níž již dochází k takovému *rozptylu vlastnických práv*, že i největší akcionáři vlastní jen poměrně malé podíly, mnozí jen zlomky procenta. Pomocí akcií nemůže pak nikdo z akcionářů společnost ovládat. Zbývají jen manažeři. Právě proto toto poslední stadium představuje podle nich i největší výzvu manažerské odpovědnosti. Vlastnictví se totiž oddělilo od řízení.

K hypotéze *oddělení vlastnictví od řízení* se svého času kriticky vyslovil *Armen A. Alchian*, profesor Kalifornské univerzity v Los Angeles, který argumentoval tím, že je založena na představě monolitního manažerského bloku, který však v praxi sotva existuje, protože i uvnitř tohoto bloku probíhá soutěž, a to soutěž svého druhu; jednotliví manažeři svými současnými výkony a výsledky soutěží o budoucí uplatnění, ať uvnitř dosavadní firmy nebo mimo ni, a tak fakticky formulují nabídku svým budoucím potenciálním zaměstnavatelům. Kdyby teze o oddělení vlastnictví a řízení byla pravdivá, musela by být kupř. doba zaměstnání manažera ve společnosti s rozptýleným vlastnictvím delší nežli ve společnostech s vlastnictvím více koncentrovaným. Musel by být i nižší zisk a nižší poptávka po akciích

společností s rozptýleným vlastnictvím. Takové důkazy však podle Alchiana chybějí (1977, s. 227–257).

Rozptýlené vlastnictví má řadu předností a v minulosti s ním bylo spojováno i mnoho nadějí. Jeho velkým problémem je však značná, často téměř neomezená moc manažerů, což si vyžaduje uplatnění institucí, jakou je kapitálový trh, jež jsou s to poměrně spolehlivě udržovat manažery na uzdě a přimět je k tomu, aby pracovali v zájmu vlastníků. Těmito otázkami se podrobně zabývám jinde. Zde jen poznamenám, že společnost, která klade důraz na odpovědnost jednotlivce za vlastní osud a na to, aby spoléhal především na vlastní síly, by měla podporovat snahy občanů vlastnit i odpovídající majetek, který by posléze vytvořil materiální základnu jejich relativní nezávislosti. I proto by rozšíření akciového vlastnictví – přímého i nepřímého – a jeho rozptýl na co největší počet lidí mohlo k takovému cíli přispívat. Z tohoto hlediska byly snahy o rozšíření akciového vlastnictví racionální. Jak známo, tradičními zeměmi se značným vlastnickým rozptylem jsou USA a Anglie, kde jsou ovšem uplatňovány především různé formy nepřímého vlastnictví (investiční a podílové fondy, penzijní fondy a pojišťovny). Naproti tomu ve většině kontinentálních evropských zemí se akciové vlastnictví takové oblibě široké veřejnosti nikdy netěšilo. Proto je v těchto zemích akciové vlastnictví daleko více koncentrováno nežli v anglosaských zemích.

Rozptýlené vlastnictví, oddělení vlastnictví od řízení a manažerská kontrola se tedy v pojetí Meanse a Berleho staly základními znaky akciové společnosti, pro něž se vžilo označení korporace. Proto je u této podnikatelské formy tak důležitá správa a řízení korporací (corporate governance), která je souborem ekonomických a právních institucí, označovaných též mechanismem řízení korporací. Cílem tohoto řídicího mechanismu je překlenout rozporné zájmy vlastníků a manažerů. Někteří autoři, mezi nimi jak jsme viděli i A. Alchian, takovému mechanismu však příliš nevěří, neboť jsou přesvědčeni o tom, že především soutěžní trhy nutí korporace minimalizovat náklady a v rámci toho se starat také o to, aby struktury řízení a kontroly byly efektivní, výkonné a spolehlivé, aby manažeři pracovali v zájmu vlastníků. Proti tomu lze nanejvýše namítnout, že jakkoliv zásadní význam soutěžní trhy mají, samy o sobě nemusejí ještě k vytvoření spolehlivého mechanismu řízení a správy dostačovat. Firma může být dokonce i na soutěžních trzích úspěšná a dosahovat zisky, avšak přitom porušovat právní a etické normy. Nelze rovněž bez dalšího zaručit, že se zisky vrátí investorům (akcionářům), že alespoň část z nich si nepřivlastní manažeři. Proto i při existenci soutěžních trhů (zboží, služeb, práce a kapitálu včetně tzv. trhu kontroly korporací), je systém efektivní správy a řízení korporací nezbytný, stejně jako je nezbytná soustava právních norem, včetně institucí, jež jsou schopny tyto normy důsledně prosazovat. Podložitím toho všeho pak má být morálka. Předejme nyní slovo institucionálním ekonomům.

3. INSTITUCIONÁLNÍ EKONOMIE K OTÁZCE ŘÍZENÍ KORPORACÍ

Vznikla na přelomu 19. a 20. století a její počátky jsou spojeny zejména se jmény: *Thorstein Veblen*, *John Mitchell*, *John R. Commons* a *John M. Clark*. Prvně jmenovaný je u nás znám díky své knize *Teorie zahálčivé třídy* (*The Theory of Leisure Class*, 1899), která vyšla v českém překladu. Z hlediska naší studie je však ještě významnější Veblenova kniha z roku 1904 *The Theory of Business Enterprise*. Důležitý mezník ve studiu korporativního řízení představuje *teorie vlastnických práv* (*H. Demsetz*, *A. A. Alchian*, *E. G. Furubotn*, *S. Pejovich* a další), která našla své specifické vyjádření i v citovaném díle *A. Berleho*, *G. C. Meanse* a v dalších pracích, kupř. *Alchiana* (1974 a 1977). V tomto výčtu nelze přirozeně opominout studie z oblasti *teorie firmy*, zejména práce *Ronalda Coase* (1937, 1959 a 1960) a *M. C. Jensena* a *Williamu H. Mecklingu* (1976). Novou vývojovou etapu institucionální ekonomie zahájila tzv. *teorie transakčních nákladů* rozvinutá především v dílech *O. E. Williamsona* (1985). Čtenář, zajímající se podrobněji o institucionální ekonomii nalezne poučení ve stati *Milana Sojky* (1999) a v učebnici *Lubomíra Mlčocha* (2005)², kteří jsou současně nejvýznamnějšími představiteli institucionální ekonomie u nás.

Institucionální ekonomie se člení na tzv. *původní*, *originální* (*Original Institutional Economics – OIE*) a *novou institucionální ekonomii* (*New Institutional Economics – NIE*). V pojetí původní institucionální ekonomie je *firma pojata jako struktura řízení, v níž rozhodující roli hrají hodnoty, zvyklosti a moc*. To ostatně v pojetí OIE platí o celém sociálním (společenském) systému, který rovněž je systémem moci, hodnot a zvyklostí. Změny systému vyplývají především ze změn v rozložení moci, zvyklostí a internalizovaných hodnot. *OIE je tedy hodnotově angažovanou disciplínou* a v jejím pojetí je hodnotami prostoupena i celá ekonomika. Ekonomové by proto měli z hodnotové orientace vycházet a měli by ekonomické aktivity právě i z takovýchto hledisek posuzovat. Teze o hodnotové orientaci je ovšem pro hlavní proud ekonomie nepřijatelná a podle názoru převažujícího počtu ekonomů je ekonomie naopak vědou hodnotově neutrální, zabývající se volbou prostředků, nikoliv volbou cílů. V pojetí OIE nejsou však ani trhy hodnotově neutrálními mechanismy, nýbrž to jsou spíše jakési „filtry“, jimiž procházejí hodnotově podmíněné zájmy ekonomických subjektů, které se je pokoušejí využívat tak, aby co nejlépe sloužily nejen jejich soukromým zájmům (tzv. nižší efektivnost), nýbrž i širšímu

² Tento autor zpracoval rovněž pozoruhodnou studii *Chování československé podnikové sféry* (1990), která čtenáři poskytuje deskriptivní model chování podniků v podmínkách administrativního modelu řízení ekonomiky a nabízí srovnání správy a řízení v tržní ekonomice a v ekonomice řízené centrálním plánem.

zájmu obecnému (tzv. vyšší efektivnost). Obecně vzato, původní institucionální ekonomie vysunuje do popředí hodnotu demokratického rozhodování v zájmu všech účastníků. Proto také firmy (korporace) nejsou pouhými technickými soubory smluv a více nebo méně vyhovujícími strukturami řízení, nýbrž především to jsou *skupiny zainteresovaných subjektů* (stake-holders). Do takové skupiny pak patří nejen vlastníci vloženého kapitálu (akcionáři, investoři), nýbrž i zaměstnanci, dodavatelé, zástupci komunálních samospráv apod. Všechny tyto skupiny mají v korporaci své zájmy, a proto jsou také takto označovány. (Blíže viz kupř. *Groenewegen, 2004.*)

Vraťme se však k zakladateli institucionální ekonomie, resp. k Veblenově knize *The Theory of Business Enterprise*, v níž autor analyzoval chování korporací v systému kapitalistické ekonomiky. Na rozdíl od neoklasické ekonomie, která staví podnikatele pod kontrolu trhu s cílem snižování nákladů a efektivního uspokojování poptávky spotřebitelů, Veblen v citované knize přisuzuje chování podnikatelů, resp. manažerů „kořistnický charakter“. Jejich cílem je podle něj peněžní zisk, prostředkem pak narušení průmyslového systému (1958, s. 20). Aniž bych s takovým závěrem mohl souhlasit, považuji zároveň za pozoruhodné, jak tento autor již na počátku minulého století (tuto knihu vydal v roce 1904) popsal *strategii převzetí* (take-overs), pomocí níž firmy předcházejí úpadkům a likvidacím a „... *vykupují nejen své slabší konkurenty, nýbrž i firmy zcela jiných odvětví. Účel takových akvizic nemá často nic společného se zvyšováním výkonnosti přebíraných firem, nýbrž jde o zvětšování velikosti firmy s cílem rozšířit možnosti úvěru, zvýšit ceny akcií ...*“ (1958, s. 28–29). Podle Veblena je konečným cílem těchto transakcí zvýšení zisků a hodnoty firmy. Vzestupné fáze hospodářského cyklu jsou charakterizovány obdobími „*spekulativní prosperity*“, v nichž je očekávaný výnos vyšší, nežli jsou reálné možnosti tvorby zisku. Opakující se krize a deprese, jež vyúsťují ve snížení produkce spotřebních statků, nejsou ve Veblenově pojetí zdaleka jen selháním průmyslového systému, nýbrž spíše selháním podnikatelských (manažerských) praktik. Zdá se tedy, že podstata deviantního, resp. podvodného jednání některých manažerů korporací, které dnes objevujeme a nad nímž často žasneme, byla americkým institucionalistům známa, nebo ji alespoň tušili již před sto lety! Dnes tyto postupy nazýváme „externím růstem“. Hlavní pozornost je v těchto případech, stejně jako tomu bylo v době, kdy Veblen svou knihu psal, soustředěna na zvyšování hodnoty finančních aktiv a na vyplácení obrovských odměn vrcholovému managementu korporací bez ohledu na legálnost a moralitu takových operací. Pozdější ztráty pak postihují akcionáře, zaměstnance a spotřebitele.

A nyní ještě několik slov k *nové institucionální ekonomii*. Jejím východiskem je *metodologický individualismus*; jednotlivec sice i dále maximalizuje svou funkci užitku, avšak využívá k tomu širokého institucionálního instrumentária (norem, pravidel, zvyklostí, smluv, organizací apod.). Trh nutí své aktéry k tomu, aby se přizpůsobovali

nejen vnějším okolnostem, zejména cenám a poptávce, nýbrž také, aby včas předcházeli případným vnitřním problémům. K tomu cíli musejí proto – mimo jiné – volit *vhodné řídicí struktury a odpovídající modely stimulace*. Management firmy (korporace) je „ukázňován“ tržním prostředím, tj. trhy zboží, práce, služeb a kapitálovými trhy včetně „trhů manažerských“ a „trhů korporativních“ (markets for corporation's control). Vláda je pak odpovědná za právní normy a za jejich efektivní prosazování. Efektivní struktury řízení korporací jsou vytvářeny pomocí norem a smluv (blíže viz *teorii vlastnických práv a teorii agentury*) a ovlivňovány tzv. *transakčními náklady*. O teorii vlastnických práv podrobněji pojednává jiná práce (viz *Klusoň*, 2004). O teorii agentury, která stojí na vlastnických právech a problémy stimulace řeší ve světle oddělení vlastnictví a řízení, bude ještě řeč. Zde jen poznamenám, že firma je nahlížena jako soubor implicitních a explicitních kontraktů, v rámci nichž jsou specifikována vlastnická práva, náklady a odměny. Faktické chování manažerů závisí pak do značné míry právě na takovýchto kontraktech. Firma v tomto pojetí je komplexem smluvních vztahů mezi vlastníky zdrojů a manažery korporací. (viz *Jensen, Meckling* 1976).

4. TEORIE TRANSAKČNÍCH NÁKLADŮ

Tato teorie je důležitým pilířem nové institucionální ekonomie. Z pohledu transakčních nákladů se firma jeví jako řídicí struktura, která se od trhu odlišuje, takže mohou být snadněji vytyčeny hranice mezi ní a trhem, resp. mezi vnější tržní koordinací ekonomických aktivit a vnitřní hierarchickou koordinací uvnitř firmy a možno se rozhodnout, který z obou mechanismů je levnější a spolehlivější. Je vyslovována hypotéza, že *hierarchie ve srovnání s trhem spoří transakční náklady* (viz *Williamson*, 1985). „Transakční náklady jsou náklady na provoz ekonomického systému, jsou jakousi analogií tření (frikcí) ve fyzikálních systémech ... jejich existence je ... zdůvodněna efektivností, tj. úsporami nákladů“ (*Mlčoch*, 2005, s. 32). Teorie transakčních nákladů (TTN) nabízí rovněž nové pohledy na různé formy kapitálových transakcí a na investiční projekty, které jsou financovány buď úvěrem, tedy prostřednictvím finančních trhů z vnějších zdrojů, nebo ze zdrojů vnitřních, použitím nerozděleného zisku a zvýšením vlastního kapitálu prostřednictvím emisí akcií. V tom je teorie transakčních nákladů poněkud zvláštní, protože akcionáře – a tedy vlastníky, kterým nerozdělený zisk patří – stejně jako investory (budoucí akcionáře), zařazuje do vnitřního okruhu financování. Zatímco úvěr je vazbou firmy na trh, je „vlastní kapitál“ (equity) vázán na vnitřní zdroje, tedy i na vnitřní organizaci, na hierarchii. *Úvěr je v tomto pojetí jakousi „externí dodávkou“ kapitálu, kdežto vlastní kapitál má povahu „vnitřní dodávky“*. Konkrétní způsob financování investičních projektů pak závisí na tzv. *specifičnosti aktiv* (asset specificity – viz dále *Williamson*). Vykazují-li fyzická aktiva nízký stupeň specifičnosti, jsou-li tedy víceúčelová, je jejich realokace možná

za poměrně nízkých nákladů. V tom případě je úvěr efektivní a je poměrně spolehlivou formou financování. Naproti tomu vysoký stupeň specifčnosti, resp. jednoúčelová povaha fyzických aktiv, činí úvěr velmi rizikovým zdrojem financování. Realokace těchto aktiv by byla nákladná, popřípadě zcela nemožná. Kupř. zařízení petrochemického závodu, ocelárny, papírny, cukrovaru apod. se v případě úpadku firmy fakticky rovná ceně starého železa, navíc sníženého o náklady demontáže³. V případě úpadku a likvidace firmy má tedy stupeň specifčnosti fyzických aktiv velký význam. Při uplatňování nároků z konkurzní podstaty jsou akcionáři vždy až na posledním místě, zatímco věřitelé na místě prvním. Proto i z tohoto důvodu je velmi žádoucí, aby akcionáři byli zastoupeni ve správních radách korporací.

Důležitá je otázka rozsahu ekonomických aktivit (transakcí) koordinovaných trhem a transakcí koordinovaných v rámci firmy. Tedy otázka velikosti vnější (tržní) a vnitřní (firemní) koordinace a jejich hranic. Na první pohled se zdá, že vnitřní koordinace je levnější a efektivnější, nežli koordinace tržní. S rostoucí velikostí firmy se však efektivnost vnitřní koordinace zpravidla snižuje (zřejmě i zde platí zákon klesajícího výnosu), a proto jejímu poklesu může čelit jen zvýšená výkonnost a spolehlivost správy a řízení. Těmito otázkami se jako první zabýval *Ronald Coase* ve své práci *The Nature of the Firm* z roku 1937, kde tehdy poukazyval na to, že ekonomie nemá žádnou pozitivní teorii firmy umožňující určení hranic firmy. Vycházel samozřejmě ze základní téze, že ekonomika jako celek je koordinována cenovým mechanismem a že obchodní společnost není organizace, nýbrž složitý organismus. Alokace zdrojů tedy probíhá v přímé závislosti na cenách. Již i on rozlišoval dvě skupiny koordinačních mechanismů ekonomických aktivit, tj. koordinaci tržní (cenovou) a koordinaci probíhající uvnitř firem a organizací. Jak bylo právě uvedeno, hovoří se proto o koordinaci vnější a vnitřní. Firma je pak místem, kde probíhá převážně koordinace netržní. Přesto však organizace jako takové hrají v koordinačním mechanismu tržní ekonomiky důležitou roli. *A. Marshall* je dokonce nazýval čtvrtým výrobním faktorem (vedle půdy, práce a kapitálu). Charakteristickým rysem firmy je podle *R. Coase* náhrada cenového mechanismu (nikoliv úplná, avšak převažující – pozn. V. K.). Za cenový mechanismus zde „zaskakují“ systém správy a řízení, resp. podnikatel a manažer. Naskytá se logická otázka: proč je cenový mechanismus dobrým nástrojem koordinace v jednom případě a ne zcela dostatečným v případě druhém? Odpovědí je, že hlavním důvodem pro vznik a pro široké uplatňování necenového koordinačního mechanismu – tedy firem – jsou v mnohých případech vyšší náklady spojené s tržním způsobem koordinace ekonomických aktivit, tedy již několikrát zmiňované *transakční náklady*. Jednou z příčin nižších transakčních nákladů vnitřní koordinace je nižší počet kontraktů, jež mají obvykle

³ Názorným příkladem je cukrovar v Kopidlně, který nebyl nikdy uveden do provozu.

dlouhodobější charakter a obsahují především rámcové podmínky a omezení (kupř. pracovní smlouvy se zaměstnanci). Kontrakty jsou též nahrazovány nástroji přímého řízení, různými normami, stanovením kvót, kodexy upravujícími jednání osob v různém postavení ve firmě apod. Z dalších důvodů, kterých je ovšem mnohem více, se uvádí úspora daní, k níž ve vnitřní koordinaci dochází (kupř. daní obrátových, spotřebních, z přidané hodnoty apod.).

Hranice velikosti firmy je podle *R. Coase* určena množinou bodů, v nichž se náklady vnější tržní koordinace rovnají nákladům vnitřní hierarchické koordinace. Za hranicí takto vymezeného prostoru jsou náklady tržní koordinace nižší, uvnitř tohoto prostoru však převyšují náklady přímého řízení. Velikost firmy se tedy zvětšuje: a) se snižujícími se náklady při růstu počtu vnitřních transakcí; b) s klesajícím počtem podnikatelských omylů, opět při růstu počtu transakcí; c) s klesající cenovou úrovní výrobních faktorů pro velké firmy. Z hlediska tématu naší studie má pak význam faktor d), kterým jsou opatření směřující ke zlepšení, resp. ke zvýšení výkonnosti a spolehlivosti soustavy správy a řízení korporace. *Zvyšující se úroveň řízení potenciálně zvyšuje velikost firmy.* V této souvislosti je vhodné připomenout, že kritérium transakčních nákladů by mělo být používáno i při různých kombinacích, rekombinacích a integracích existujících firem, zejména tehdy, když určitý soubor ekonomických aktivit je vyjímán z jedné firmy a předáván do firmy jiné. Takovéto transakce jsou často označovány anglickým výrazem *outsourcing*, který neumím do češtiny přeložit. Zajímalo by mě však, zda právě takovéto transakce jsou podloženy ekonomickou kalkulací transakčních nákladů nebo zda jsou v konkrétních případech rozhodující jiná hlediska a jiné zájmy. Popřípadě zda stačí kouzlo cizokrajného výrazu.

Zvláštní pozornost věnoval *Coase* situacím nejistot a rizik. S odkazem na významného amerického ekonoma *Franka Knighta*, resp. na jeho práci *Risk, Uncertainty and Profit* z roku 1921, studoval funkci firemních koordinačních mechanismů jednak v situacích jistot, jednak v situacích nejistot a neurčitosti. V prvním (naprosto hypotetickém) případě by dokonalá znalost okolí rozhodovatele činila odpovědnost managementu a kontrolu ekonomických aktivit zbytečnými, protože toky surovin, služeb a výrobků k zákazníkům by byly v jistém slova smyslu automatické. K zásadní změně ovšem dochází v situacích nejistot, v nichž naléhavost jednat a rozhodovat je nepochybná a kdy úplnou znalost nahrazuje spíše názor, odhad, prognóza. Primárním úkolem koordinace, resp. její funkcí v situacích nejistoty, je rozhodnout, co dělat, jak to dělat a kdy to dělat, kdežto význam realizace poněkud ustupuje, je jakousi sekundární funkcí koordinace. Zboží je pro trh vyráběno na základě předvídání potřeb spotřebitelů a za tyto předpovědi, resp. za prognózy nese odpovědnost především výrobce. *V situacích rizik a nejistot se proto význam systémů správy a řízení korporací podstatně zvyšuje.*

Při uvažování o velikosti firmy nutno vycházet z marginální analýzy. Jak v závěru své stati Coase říká, otázka stojí takto: „vyplatí se zařadit dodatečnou transakci do organizace? Odpověď bude nerozhodná, pokud se náklady vnitřní koordinace budou rovnat nákladům koordinace v jiné firmě, nebo nákladům, které vzniknou při přesunu transakce do cenového koordinačního systému“ (v. c. d., s. 404). Dospíváme tak podle Coase k jakési formě *pohyblivé rovnováhy (moving equilibrium) mezi firmou a trhem*.

Ronald Coase (1937) a ještě před ním John Commons (1934), byli zřejmě prvními, kteří odhalili podstatu moderní korporace, v níž spatřovali nástroj snižování transakčních nákladů. Jejich práce však zůstaly dlouho nepovšimnuty pravděpodobně proto, že *neoklasická ekonomická teorie na firmu nahlížela jako na černou skříňku nebo jako na produkční funkci s cílem maximalizace zisku, aniž by věnovala sebemenší pozornost vnitřním organizačním strukturám, které byly a jaksi stále jsou, v „péči“ teorie organizace*. Ta však zase nevěnovala žádnou pozornost trhu, resp. tržním způsobům koordinace a vztah mezi trhem a hierarchiemi ji nezajímal a dodnes příliš nezajímá. Teoretici organizace si nepovšimli, že firmy a trhy jsou dva alternativní koordinační mechanismy, kterým by měly být ekonomické transakce „svěřovány“ právě z pohledu minimalizace transakčních nákladů. Dokladem toho je kupř rozsáhlá učebnice *H. Koontze a Cyrila O'Donnella* (1968). Naproti tomu institucionální ekonomové nahradili firmu jako produkční funkci firmou jako strukturou řízení. Avšak nejen komerční firmy, nýbrž *organizace obecně, jsou právníckými osobami fungujícími v podobě svorníků smluvních vztahů*. Taková široká definice však pokrývá rozsáhlé soubory subjektů, jakými jsou kromě firem i neziskové organizace a veřejně prospěšné společnosti, univerzity, nemocnice, nadace, vzájemné fondy, družstva, veřejnoprávní orgány, spolky, společenství, státní instituce a další. Na tomto místě je účelné upozornit na důležitou vlastnost firmy v podobě *korporace*; jde zde sice opět o svorník (nexus) smluvních vztahů, současně však i o soubor dělitelných a převoditelných vlastnických práv na aktiva a hotovostní toky, jež mohou být prodávány a kupovány *bez souhlasu ostatních smluvních partnerů*.

Důležité upozornění: pojem „právnícká osoba“ je určitá fikce v tom smyslu, že ač jde o umělou konstrukci, přesto svádí k představě, že organizace jedná jako lidé, jako jednotlivci. Personifikace firmy, jakožto souboru smluvních vztahů, je však kontradiktorní a zavádějící. Firma není jednatel, sama od sebe nemá vlastní cíl, ani sociální odpovědnost, osobní motivace, intence či záměry. Jde spíše o složitý soubor zájmových konfliktů jednotlivců, jež jsou řešeny implicitními a explicitními smlouvami. Chování firmy se v tomto ohledu podobá chování trhů (zboží, služeb, práce a kapitálu), které však neperzonifikujeme a lidské vlastnosti jim nepřipisujeme.

Důležitou kapitolu teorie transakčních nákladů – jak již bylo uvedeno – napsal známý americký ekonom, profesor *Oliver E. Williamson* (1975, 1979, 1981, 1984, 1985), který si vytyčil program založený na využití transakčních nákladů, jež shrnul do následujících bodů: 1) do modelu firmy, jakožto produkční funkce, je nutno zařadit i strukturu řízení; 2) firmy a trhy je žádoucí studovat jako alternativní koordinační mechanismy na institucionálním základě; 3) hypotézu, že organizační opatření mají protisoutěžní cíle, nahradit hypotézou, že jejich cílem je úspora transakčních nákladů; 4) historii podnikatelských forem interpretovat z pohledu transakčních nákladů. Důležitými vlastnostmi ekonomických transakcí je pak – podle jeho názoru – jejich četnost, rozměr rizik a nejistot a stupeň tzv. specifčnosti trvalých investic. Vysoká specifcita snižuje význam a objem tržních transakcí a podporuje koordinaci netržní, případně zvyšuje význam velikosti firem; vytěsňuje trh a podporuje vnitřní koordinaci.

Firma podle *Williamsona* sama o sobě a za každých okolností účinným a spolehlivým mechanismem koordinace není. Musí splňovat řadu dalších podmínek, týkajících se kupř. redukce rizik, omezení oportunního chování manažerů, informačních bariér a uplatňování postupů přímého řízení. Velkou roli hrají různé typy organizačních struktur a v tom teorie transakčních nákladů navazuje na teorii organizace. V průběhu 20. století byla s úspěchem uplatněna tzv. *multidivizionální struktura* (M-forma), která postupně nahrazovala *unitární strukturu* (U-formu) uplatňující liniové řízení a štábní útvary. U-forma umožňovala značnou centralizaci řízení a při rostoucí velikosti firmy se snadno stávala úzkým místem dalšího růstu firmy. Naproti tomu M-forma je založena na principu decentralizace uplatňovaného zejména v oblasti výroby, odbytu a oblastní dislokace. Průkopníky této nové formy se staly dvě společnosti: Du Pont (resp. Pierre S. DuPont) a General Electric (A. P. Sloan). Zatímco U-forma poměrně rychle dosahovala hraničních hodnot transakčních nákladů, za nimiž přestávala být firemní koordinace výhodná, M-forma poskytovala pro tuto koordinaci větší prostor, a to právě na úkor koordinace tržní. Struktury typu M otevřely po druhé světové válce další vývojovou cestu k tzv. *konglomerátní formě organizace*, která umožňuje poměrně vysokou diverzifikaci výrobního sortimentu a v ostré tržní konkurenci je podstatně odolnější strukturou mimo jiné též proto, že jednotky, které se dočasně dostanou do potíží, mohou být z vnitřních zdrojů podpořeny. Umožňuje to určitá forma „vnitřního kapitálového trhu“. V těchto strukturách nemusejí hotovostní toky nutně vždy směřovat do místa svého vzniku, nýbrž mohou být směřovány do centra, aby odtud mohly být posléze na principu kritérií efektivnosti realokovány. Můžeme to nazvat určitou formou vnitřní redistribuce. *Williamson* vyslovil rovněž názor, že v konglomerátních formách se zájmové napětí mezi akcionáři a manažery poněkud zmírňuje. Ve světle velkých finančních skandálů z přelomu století není však dnes takový názor příliš přesvědčivý.

Pro úplnost třeba ještě zmínit studii *Kennetha Arrowa* z roku 1972, který rovněž zkoumal nejen ekonomiku firem, nýbrž i možnosti hranic trhů a firem, jakožto alternativních mechanismů koordinace. Zajímavá je jeho teze, že selhání trhů není nikdy absolutní, resp. že hovořit o selhání trhů není zcela korektní, protože nejde o nic jiného nežli o neúnosně vysoké transakční náklady tržní koordinace. Transakční náklady jsou náklady na provoz ekonomického systému a mají povahu nákladů proměnlivých, nikoliv fixních.

Rád bych na tomto místě připomněl, že velikost transakčních nákladů, jako kritérium rozhraní mezi firemní a tržní koordinací, je závislá na řadě okolností, že je jakousi „funkcí více proměnných“. Stejně jako jsou výrobní náklady pod tlakem cen, jakožto parametrů soutěžního trhu, musejí být i transakční náklady pod nějakým tlakem. Ekonomie transakčních nákladů, stejně jako tomu je u nákladů výrobních, je vyvolávána především existencí soutěžních trhů. Mimořádně významnou roli hrají trhy kapitálové, resp. některé segmenty kapitálového trhu, jakým je kupř. trh kontroly korporací (market for corporate control). Z povahy mechanismu tohoto trhu vyplývá, že korporace, která se dostane do trvalejších potíží projevujících se v trvalejším poklesu tržních cen jejích akcií, se může snadno stát cílem nepřátelských převzetí, a proto někdy přistupuje k ozdravným opatřením, která mívají povahu tzv. *divestic* (*divesting*), tj. odprodeje některých provozů a jednotek. Jinými slovy řečeno to znamená, že se některé dosavadní aktivity z oblasti vnitřní, firemní koordinace přesunují do mechanismu tržní koordinace. Někdy je taková strategie úspěšná, i když znamená zmenšení velikosti firmy a zúžení jejího „výrobního sortimentu“. Tento mechanismus samozřejmě funguje jen u veřejných společnostech. Kapitálový trh má z hlediska minimalizace transakčních nákladů nezastupitelnou roli. *Jen v podmínkách kapitálových trhů se transakční náklady stávají strážcem efektivnosti obou mechanismů koordinace ekonomických aktivit.*

5. VLASTNICTVÍ A ŘÍZENÍ Z POHLEDU TEORIE AGENTURY

Někteří ekonomové studují problém oddělení vlastnictví a řízení z pohledu *teorie agentury*, tj. z pohledu vztahů mezi *principálem a agentem*.⁴ Agenturní vztah (vztah zastupování) definovali ve své studii v roce 1976 *M. C. Jensen a W. H. Meckling* jako smlouvu, v níž jedna nebo více osob (principál, zastupovaný) zavazuje jinou osobu (agenta, zástupce) poskytovat služby ve prospěch zastupovaného (principála), který současně deleguje na zástupce (agenta) i určitý rozsah pravomocí. Pokud každá z obou stran takového smluvního vztahu

⁴ *M. Sojka* (1999) rází pro tyto tři pojmy české výrazy: *teorie zastupování, zastupovaný a zástupce*. Nelze nežli ocenit tuto snahu o vytváření českého odborného jazyka, a proto v dalším textu budu alternativně uvádět jak anglický, tak český výraz v naději, že se ten český posléze ujme.

maximalizuje svůj užitek, je důvod se domnívat, že zástupce (agent) nebude vždy jednat v nejlepším zájmu zastupovaného (principála). Jsou však přinejmenším alespoň tři způsoby, jak ovlivnit jednání agenta a jak jej přimět k většímu respektování zájmu principála: (1) zastupovaný (principál) uplatní vhodný systém stimulů, jež snižují výhodnost divergentních aktivit zástupce (agenta). Náklady, které tím vznikají, jdou k tíži principála; (2) agentovi se někdy vyplácí vynaložit určité náklady na to, aby se nedopustil chybných rozhodnutí, jež by nakonec poškodila principála i jeho; (3) ani jeden z obou stimulů však nemůže deviantní jednání zástupce (agenta) zcela vyloučit, takže maximálního uspokojení zastupovaného (principála) není nikdy dosaženo. Vzniká tzv. reziduální ztráta, resp. reziduální náklady. Agenturní náklady (náklady zastupování) jsou pak součtem všech tří nákladových skupin, resp. ztrát.

Takto poměrně široce pojaté náklady agentury (náklady zastupování) mohou vznikat v nejrůznějších formách kooperace a v týmech, jejichž členové bývají v určitém pokušení snížit svou výkonnost či stupeň odpovědnosti, což ovšem poškozuje efektivnost dosažení stanoveného cíle. Důležité však je, že právě uvedená definice zastupování dobře pokrývá i fenomén oddělení vlastnictví a řízení v korporacích. Proto teorie zastupování (agentury) poskytuje východiska ke studiu orgánů správy a řízení, speciálně pak ke studiu vztahů vlastníků a vrcholových řídicích pracovníků.

K dalšímu objasnění teorie agentury (teorie zastupování) nutno dodat, že vychází z obecného předpokladu lepší informovanosti subjektu v postavení agenta (zástupce) nežli subjektu v postavení principála (zastupovaného). Prvně jmenovaný je obvykle lépe informován, nežli ten, kdo uděluje zakázku, poptává určitý výrobek či službu, vykonává řídicí funkci, je vlastníkem firmy, zkrátka kdo vystupuje v roli principála. V některých případech bývá *nedokonalá a asymetrická informace* doplňována i „*nedokonalou*“ *morálkou*, tj. amorálním jednáním alespoň jedné ze stran. Zpravidla lépe informovaný agent (zástupce) pak využívá této výhody na úkor principála (zastupovaného) a ve svůj prospěch. Vztahy principála a agenta (zastupovaného a zástupce) bývají tedy na straně agenta (zástupce) poznamenány oportunismem a úsilím o vlastní prospěch. Proto zástupce nejedná vždy v nejlepším zájmu zastupovaného. Cestou k takovému jednání bývá obvykle zneužití pravomocí, nedodržení pravidla povinné péče a vyhýbání se nezbytným rizikům. V naší analýze oddělení vlastnictví od řízení v korporacích za principála obecně považujeme akcionáře, investora, resp. vlastníka zdrojů, za agenta pak manažera. Avšak i uvnitř organizace (kupř. firmy) lze stejně nahlížet na většinu vztahů mezi nadřízenými a podřízenými.

Neoklasická teorie firmy problém agentury, resp. problém zájmových konfliktů uvnitř organizace nezná, příp. se o něj nezajímá. Firma jako taková je nahlížena jako „*černá schránka*“, jejíž vnitřní mechanismy

jednání nejsou předmětem zájmu. Firmě je pouze zadán úkol maximalizovat zisk či minimalizovat náklady nebo zvyšovat tržní hodnotu. Skutečně dosahované výsledky tohoto druhu jsou považovány za funkce vstupních a výstupních cen, jakožto parametrů soutěžního trhu. Protože konflikty zájmů uvnitř organizace nevyvolávají žádnou pozornost této teorie, je i zbytečné studovat vnitřní struktury řízení a organizace, které by takové konflikty mohly řešit a odstraňovat. Rovněž se předpokládá, že volba stupně pracovního úsilí a tedy i náklady práce jsou snadno zjistitelné, a proto zvláštní systém motivace pracovníků není zapotřebí.

Naproti tomu *teorie agentury (teorie zastupování)* takový předpoklad odmítá s poukazem na to, že některé náklady mají povahu soukromé informace, k jejímuž odkrytí a využití je odpovídající motivace nezbytná. Systém motivace v rámci teorie agentury studoval kupř. O. Hart (1995), který zavedl funkci

$$\Pi = g(e, \varepsilon),$$

kde Π je hrubý zisk, e potenciální míra nasazení manažera a ε náhodná proměnná. Protože potenciální velikost nasazení manažera není pro principála zjistitelná, nemůže jím být agentovi, resp. manažerovi přikázána. Proto alespoň částečné odkrytí a využití tohoto potenciálu je nezbytné motivovat, a to nepřímo, kupř. prostřednictvím hrubého zisku. Za těchto podmínek musí v našem případě velikost odměny (I) agenta záviset na hrubém zisku, je tedy nějakou funkcí zisku:

$$I = \Phi(\Pi).$$

Zájmem principála je, aby motivace manažera na zisku byla dostatečně silná. Na druhé straně však musí principál brát v úvahu rizika, která manažer podstupuje, a proto je nutno přímou a jednoznačnou motivaci na zisku poněkud oslabit a nalézt určitou rovnováhu mezi stupněm výkonnosti manažera a riziky výkonu jeho funkce.

Při analýze vztahů: „principál – agent“ (zastupovaný – zástupce) se v literatuře setkáváme s dvěma velmi frekventovanými pojmy; s tzv. *adverzní selekcí* (česky: negativním výběrem?) a s *morálním hazardem* (morálním rizikem). V prvním případě je tak označována utajená nebo skrytá informace, která zvýhodňuje zástupce (agenta) před zastupovaným (principálem) ještě před uzavřením kontraktu nebo před uskutečněním směnného aktu. Může se jednat o přípravu rozhodnutí, na němž vlastníci neparticipují, kupř. o přípravu převzetí, akvizic jiných společností a fúzí. V těchto případech bývají manažeři obvykle lépe informovanou stranou, ať pracují ve firmě přebírající nebo ve firmě přebírané. Avšak ani po uzavření kontraktu nebo po provedení transakce nemívá principál k dispozici dost informací k tomu, aby mohl dostatečně posoudit dodržení podmínek kontraktu nebo splnění uloženého úkolu, jeho skutečnou výhodnost, stupeň

realizace řídicích dispozic apod. Proto realizovaná transakce představuje pro principála ve vztahu k jeho agentovi, tj. k manažerovi, tzv. morální riziko.

Vztahy mezi zastupovanými a zástupci se tedy vyznačují *informační asymetrií*. Setkáváme se s ní nejen na trzích zboží, práce a služeb, nýbrž také na trzích kapitálových – v různých jejich segmentech. V posledním případě bývá tato asymetrie zahrnována do pojmu „*insider trading*“, kterým je označováno kupř. takové jednání manažera, který investuje do akcií nebo prodává akcie společnosti, v níž pracuje a tyto transakce – zpravidla velmi výhodně – realizuje právě na základě informací, jež jsou známy pouze jemu (případně jen málo dalším lidem uvnitř společnosti), nikoliv však v dané chvíli širší investorské veřejnosti. Odtud: *obchodování s vnitřními informacemi* nebo na základě vnitřních informací.

Z toho, co bylo právě řečeno, vyplývá, že *problém zastupování (agentury) sám o sobě dostatečné prostředky pro vytvoření účinného a spolehlivého systému správy a řízení korporací neposkytuje, nýbrž že spíše ukazuje na mezery, které je nezbytné vyplnit*. V první řadě by bylo nutné vztahy mezi principálem a agentem, v našem případě mezi akcionáři (resp. výborem ředitelů) a manažery, upravit smlouvami. Avšak i zde stojíme před vážnými překážkami, neboť kontrakty tohoto druhu nemohou být nikdy úplné; nemohou zahrnovat všechny současné a budoucí eventuality – všechny možné stavy okolního světa. A právě proto do takto smlouvami nevyplněného prostoru vstupuje *systém správy a řízení* (corporate governance). Pouze kdyby soustava smluv mohla být úplná, kdyby vše mohlo být dopředu přesně specifikováno a kdyby principálové mohli být plně informováni a manažeři byli úplně a dokonale instruováni, nebyl by řídicí systém zapotřebí. Protože tomu tak není, musí být cílevědomě vytvářena správa a řízení a soustavně zdokonalována. Její teorie spočívá z tohoto hlediska na dvou pilířích, kterými jsou: a) problém agentury; b) neúplnost a nedokonalost kontraktů. Systém správy a řízení korporací možno tedy považovat za mechanismus rozhodování o otázkách, jež nemohly být do uzavřených kontraktů zahrnuty a tedy smluvně předem vyřešeny.

Vraťme se však ještě k problematice *neúplných kontraktů*. Problémem oddělení vlastnictví a řízení z pohledu teorie agentury se rovněž zabývali A. Shleifer a R. W. Vishny (1997), kteří s pojmem *neúplného kontraktu* pracovali a navíc zavedli další pojem: *reziduální kontrolní práva*. Pokud jde o neúplnost kontraktů, zdůrazňovali, že budoucnost je vždy zahalena mnoha nejistotami, že je spojena s mnohými riziky a je podmíněna velkým počtem jevů, jež s daným rozhodováním přímo nesouvisí. Nedokonalá informace o budoucnosti se pak odráží v nedokonalosti (neúplnosti) uzavíraných kontraktů; takové smlouvy nemohou být dostatečně podrobné a mohou obsahovat jen základní povinnosti a závazky vycházející z okolností doby, v níž je kontrakt

uzavírán. Dalším důvodem nedokonalosti (neúplnosti) smluv je podle nich skutečnost, že vyjednávání s každým jednotlivým akcionářem, jakožto s principálem, je prakticky nejen nemožné, nýbrž že není ani žádoucí (problém tzv. černého pasažéra). Právě proto tito autoři zavedli pojem: *reziduální kontrolní práva* (reziduální rozhodovací pravomoci), jež fakticky z velké části získávají právě agenti. A to nejen proto, že mají včas k dispozici více informací, nýbrž také proto, že pro taková rozhodování bývají i více kvalifikováni nežli jejich principálové. Tím se pro manažery (agenty) vytváří obecně větší prostor pro alokaci zdrojů, nežli je ten, který jim investoři poskytnou, a tedy i větší prostor pro uplatňování různých forem a metod „vyvlastňování“ investorů, jak o tom již byla řeč. Proti takovému chování manažerů disponují investoři, resp. akcionáři v americkém obchodním právu *pravidlem povinné péče* a naopak manažeři proti neoprávněným obviněním investorů *pravidlem podnikatelského úsudku* (business judgment rule – blíže viz moji knihu z roku 2004). Cílem prvního pravidla je krytí mezer v neúplných kontraktech. Tím ovšem problém není zdaleka vyřešen, a proto bývá nadhazována otázka možnosti určité odměny manažerům ex ante za to, že nebudou akcionáře „vyvlastňovat“ (jakási obdoba *Coasova teorému*). Takové odměny by přirozeně byly nákladem řešení agenturního problému. Avšak nejnákladnější variantou řešení agenturního problému v pod-mínkách korporativního řízení je setrvávání manažerů ve funkcích přesto, že v nich neobstáli nebo že si již „své odsloužili“ a jsou za vrcholem své výkonnosti. Přesto nejsou ochotni ze svých funkcí odstoupit. Neochota ustoupit mladším a výkonnějším kolegům přijde firmu obvykle velmi drahο. Proto jsou používány kupř. „zlaté padáky“. Podobně tomu bývá v případech, kdy manažeři čelí „nepřátelskému převzetí“, jež by však pro akcionáře přebírané společnosti mohlo být výhodné.

Neúplné kontrakty, jakožto důsledek asymetrické a nedokonalé informace, představují tedy prostor, v němž manažeři mohou uplatňovat vlastní prospěch na úkor prospěchu korporace, v níž pracují. Přesáhne-li mezní prospěch manažerů vyplývající z jednání poškozujícího společnost mezní hodnotu jejich pracovních odměn, může se sklon k jednání v neprospěch společnosti zvýšit. Proto je vyzdvihována potřeba kontraktů na podporu stimulace manažerů, které jsou nezbytnou podmínkou pro sblížení partikulárních zájmů manažerů a akcionářů. Případné jednání řídicích pracovníků, poškozující společnost, by totiž mohlo vyvolat daleko vyšší náklady, nežli kolik činí náklady spojené s hmotnou stimulací. Právě proto bývají vyslovovány požadavky na účast manažerů nejen na zisku, nýbrž i na kapitálu společnosti. Takové formy hmotné stimulace mají nejen početné zastánce, nýbrž i odpůrce. Kdysi mezi ně patřil A. A. *Alchian*, který polemizoval s názorem, že odměna manažerům za úspěšné řízení by měla být svázána s funkcí zisku. Podle něj je nezbytné rozlišovat *mezi ziskem jako signálem úspěchu a ziskem jako zdrojem majetku či důchodu*. Manažeři, jakožto agenti, jsou podle něj pouze najímání,

nejsou vlastníky a jejich odměna má být proto stanovena podle očekávaných výsledků, nikoliv podle zisku, kterého v minulosti dosáhli: „Soutěžní tržní kapitalizace očekávaných výsledků je hlavním mechanismem pro stanovení odměn vedoucím pracovníkům. Kdykoliv manažer dosáhne vynikajících výsledků, nikdy to neunikne pozornosti trhu (rozuměj: trhu manažerského – pozn. V. K.) a ovlivní to jak budoucí poptávku po manažerech, tak i ceny za jich služby ... Ignorování nebo popírání významu tržní soutěžní kapitalizace ... je zásadním omylem některých úvah o vlastnictví a řízení nebo o moderní korporativní ekonomii“ (A. A. Alchian, 1969, přetisk 1977, s. 236). Mnohému čtenáři se takové názory nemusejí líbit. Bylo by však snadné ukázat, jak velké problémy právě v nedávné době způsobily akciové opce, jakožto velmi oblíbená forma odměňování vrcholových řídicích pracovníků amerických korporací. Ve světle těchto zkušeností se závažnost i aktuálnost Alchianových názorů neobyčejně zvyšuje.

Na tomto místě zmíníme ještě několik dalších závažných důsledků uplatnění stimulačních kontraktů v rámci teorie agentury. Především nutno zdůraznit, že *kontrakty, jejichž prostřednictvím se umožňuje spoluúčast manažerů na kapitálu společnosti – manažeři se stávají i jejími akcionáři oslabují tezi o oddělení vlastnictví a řízení v korporacích*. Pokud by tímto způsobem došlo k většímu přesunu majetkových podílů do rukou manažerů tak, že by se postupem doby stali významnými minoritními nebo dokonce majoritními akcionáři, pak by agenturní problém mohl být vyřešen nebo alespoň podstatně zmírněn. V případě vysoké koncentrace akciového vlastnictví se majoritní vlastník stává fakticky pánem společnosti. Je to ovšem pán zvláštního druhu; na rozdíl od samostatného podnikatele nebo člena veřejné obchodní společnosti nenese žádnou ručební povinnost – akciová společnost, jakožto právnická osoba, sama ručí za závazky věřitelů, nikoliv její akcionáři, tím méně pak její manažeři, kteří mají jen trestně právní odpovědnost. *Žádný akcionář ztrátu vlastního soukromého majetku neriskuje, zatímco samostatný podnikatel a členové veřejné obchodní společnosti ručí neomezeně, tj. celým svým majetkem*. Naprostá absence ručení u akcionářů je do jisté míry překlenována pouze tehdy, jsou-li akcie společnosti obchodovány na veřejných trzích. Není-li tomu tak, může být taková soukromá akciová společnost podnikatelským subjektem zvláštního druhu, ohrožující své věřitele a za určitých okolností umožňující rozsáhlé tunelování.

A. Shleifer a R. W. Vishny (1997) upozornili na další nebezpečí stimulačních kontraktů, spočívající v tom, že tyto kontrakty mohou manažerům poskytnout někdy až příliš mnoho příležitostí k tzv. sebeobchodování (selfdealing).⁵ „Silný management“ často sám pro

⁵ Termín „sebeobchodování“ není ovšem přesný překlad anglického termínu: „selfdealing“, který je označována situace, v níž daný subjekt je současně kupujícím i prodávajícím. Snad se některému čtenáři podaří nalézt vhodnější český ekvivalent. Zatím nejbližší tomuto termínu je české označení:

sebe vyjednává s nedostatečně motivovaným ředitelským výborem (board of directors) o uzavření pro něj výhodného stimulačního kontraktu. Jako příklad jsou uváděny *akciové opce*, které „... často nejsou ani tak nástrojem stimulace, jako spíše zastřeným mechanismem sebeobchodování“. V citované práci oba autoři však varují jak před příliš ukvapeným závěrem, že „manažeři příliš nepečují o výkonnost a o prosperitu své firmy, stejně jako před závěrem, že stimulační kontrakty představují dokonalé řešení agenturního problému“ (v. c. d. s. 745).

Řešení problému agentury zobrazujícího rozpor zájmů manažerů a vlastníků má přirozeně své náklady; i pouhé zmírnění tohoto problému něco stojí. Jde především o náklady spojené s přípravou, vyjednáváním a uzavíráním kontraktů a s jejich prosazováním. Jsou to náklady spojené s danou transakcí, a proto jsou, jak je dobře známo, nazývány *transakčními náklady*. O nich již byla řeč.

6. TEORIE ZAJINTERESOVANÝCH SUBJEKTŮ

Konečně třetím okruhem teorie správy a řízení korporací je soubor otázek, týkajících se funkce tzv. *zajinteresovaných subjektů* (stakeholders). Zajinteresovaným subjektem rozumíme jednotlivce, skupinu či organizaci, kterých se aktivity firmy nějak dotýkají, a proto se mají na jejím řízení nějakým způsobem podílet anebo alespoň některá její rozhodnutí přímo či nepřímo ovlivňovat. V takto širokém pojetí patří do této skupiny zejména akcionáři; ty ovšem do ní z mnoha praktických i teoretických důvodů nezahrnujeme. Především proto ne, že akcionáři investují do společnosti (firmy) svůj kapitál, jsou tedy přímými spolu-vlastníky, nesoucími rizika podnikání a jakožto vlastníci jsou i příjemci podílů na čistém zisku, tj. zisku po zaplacení všech závazků a daní (residual cash flow). Dalšími důvody, proč je tato skupina pojednávána samostatně, jsou důvody právní ochrany. Zatímco práva a povinnosti akcionářů jsou ve většině zemí předmětem poměrně rozsáhlých právních úprav majících povahu zákona (obchodní zákon, firemní zákon, zákon o společnostech apod.), postavení zajinteresovaných subjektů takto upraveno není a dokumenty tohoto druhu jsou vydávány vesměs zájmovými organizacemi formou různých kodexů, zásad, pravidel a principů, které nejsou právně závazné a mají pouze formu doporučení. Z toho plyne, že samotný pojem „zajinteresovaný subjekt“ je různě vykládán a že výčet příslušníků této skupiny se v různých zemích liší. V nejširším vymezení jsou do ní zařazováni zaměstnanci, banky a jiní poskytovatelé úvěrů, dodavatelé, zákazníci, místní samosprávy, ekologické organizace a orgány státní správy. Přirozeně též různé zájmové svazy, včetně odborů.

„tunelování“.

Zaměstnanci jsou nepochybně nejvýznamnější a nejvýraznější zájmovou skupinou, která vždy v korporativním řízení hrála, hraje a i v budoucnosti bude hrát nepřehlédnutelnou roli. Korporace jim jako jejich zaměstnavatel poskytuje živobytí nejen v jejich aktivním věku, nýbrž často i po odchodu do důchodu. Mnohé americké společnosti mají své firemní penzijní fondy (resp. penzijní spořicí účty), a proto se právem předpokládá, že jejich zaměstnanci jsou silně zainteresováni i na dlouhodobé prosperitě firmy, v níž pracují. Podrobněji se touto zájmovou skupinou a jejím uplatněním ve strukturách korporativního řízení zabývám v jiné studii.

Druhou velmi významnou zájmovou skupinu tvoří *banky a finanční instituce* jako poskytovatelé úvěru. Na význam poskytovatelů úvěru upozornil *M. C. Jensen* (1989), který napsal, že věřitelé mají nad společnostmi mnohdy větší moc než jakou mají její akcionáři nad manažery. V Německu ještě v nedávné minulosti měly banky a finanční instituce v korporacích významné postavení, především jako akcionáři a jako vykonavatelé tzv. zástupného hlasovacího práva (proxy-voting). Proto se německému kapitalismu dostalo přívlastka bankovní nebo také *rýnský kapitalismus*. V posledních letech se však německé banky již věnují více komerčnímu bankovníctví, a proto je možné je zařadit do skupiny zainteresovaných subjektů, jak je tomu v mnohých jiných zemích.

Další skupinu zainteresovaných subjektů tvoří *dodavatelé a zákazníci firmy*. Dodavatelé mají zájem na tom, aby jejich pohledávky za dodané zboží či zařízení byly včas a řádně splaceny a tedy i zájem na úspěšné dlouhodobé prosperitě svého zákazníka, protože jeho případné komerční neúspěchy by se projevily ve výpadku odbytu dodávající firmy, v ohrožení zaměstnanosti apod. Zcela obdobné zájmy mají zákazníci firmy, zejména plní-li dodavatel včas a spolehlivě jejich objednávky či zakázky, dodržuje-li nebo zvyšuje-li kvalitu svých výrobků a služeb a je si přitom vědom sociálních, etických a ekologických aspektů svého podnikání.

Konečně čtvrtou skupinou, mající obvykle zcela mimořádný zájem na úspěchu firmy, jsou *místní samosprávy*. Jejich pozornost je upjata na to, aby firma zaměstnávala dostatek pracovních sil z místních zdrojů a aby se zaměstnanost dlouhodobě zvyšovala. Neúspěch firmy obvykle způsobuje odchod lidí do jiných regionů a zvyšuje nezaměstnanost v regionu s mnoha nepříznivými vlivy na infrastrukturu služeb. Ke střetům, potenciálním i skutečným, dochází mezi místními samo-správami a podnikovou sférou v oblasti narušování přírodního a životního prostředí. V řadě zemí jsou však firmy zdrojem nemalých příjmů do místních rozpočtů. Dokonce i příjem fyzických osob je v Dánsku zdaňován nejen státem, nýbrž i územními samosprávami, podobně je tomu ve Švédsku. V Německu vybírají územní celky od firem tzv. podnikatelskou daň, podobnou daň platí podniky v Itálii. Místní samosprávy mají proto nemalý zájem na dlouhodobé prosperitě

fírem působících v regionu a nelze se ani divít, že mnohé z nich chtějí mít své slovo při přípravě důležitých strategických rozhodnutí.

Významnou skupinou interesentů jsou *ekologické skupiny a organizace*, které dnes pozorně sledují, zda podniky neporušují životní a přírodní prostředí. V tomto ohledu nalézají podporu u širokého okruhu obyvatelstva. Velký zájem na prosperitě fírem a na dodržování právních, sociálních, etických norem má *stát*, resp. příslušné státní orgány.

Přes všeobecné uznání těchto zájmů zůstává otázka jejich praktického prosazení a respektování otevřenou, a to nejen v praktické, nýbrž i v teoretické rovině. Často je požadováno, aby zainteresované subjekty byly zastoupeny v řídicích orgánech společností. Takové návrhy se na první pohled zdají být lákavými. Nemyslím si však, že jsou v praxi snadno uskutečnitelné, alespoň pokud jde o všechny typy zainteresovaných subjektů. Idea jejich zastoupení v řídicích orgánech je zatím porůznu uplatněna jen u první skupiny, tj. u zaměstnanců, většinou však v omezeném rozsahu. Významněji je realizována v Německu, v rámci tzv. *spolurozhodování*. Pokud by však takové zastoupení mělo být vztaženo na všechny zainteresované subjekty, bylo by nutno jednorozměrnou kritériální funkci podniku (maximalizaci zisku, resp. hodnoty pro akcionáře) změnit na funkci multidimenzionální. Lze si však obtížně představit, jak a s jakou vahou by jednotlivá kritéria zobrazující zájmy zainteresovaných skupin mohla být do takové funkce zabudována. Nejenže by se řízení korporací stalo těžkopádným, nýbrž by bylo velmi pravděpodobně zcela nemožným. Autoři takovýchto návrhů neobjasňují základní otázku: jaký vztah by jednotliví interesenti měli k vlastníkům zdrojů, především tedy k akcionářům (popříp. ke společníkům v jiných formách obchodních společností). Tato otázka, pokud by nebyla náležitě zodpovězena, by vedla k tomu, že by se z komerční organizace snadno stal těžkopádný úřad. Obtížně si lze rovněž představit, jak by zainteresované skupiny byly začleněny do řídicích struktur korporací. Myslitelný je snad určitý kompromis v tom smyslu, že by tyto skupiny vytvářely poradní orgán správní rady (ředitelského výboru) svého druhu. Avšak základní princip, který je naprosto nezbytné v komerčních organizacích uplatňovat, zní: *rozhodují a nesou odpovědnost jen vlastníci zdrojů, jejich legitimní zástupci, tedy akcionáři a agenti*. Právě tímto problémem se hlouběji zabýval již citovaný americký ekonom *M. Jensen* v jiné své studii (2001). Zjistil však určitou bezradnost při koncipování praktických kroků, jež by měly vést k rovnováze zájmů, tedy k rovnováze mezi zájmy akcionářů a zájmy zainteresovaných subjektů a přišel s ideou tzv. *osvícené teorie zájmů*: „Osvícená maximalizace hodnoty vychází z teorie zainteresovaných subjektů a akceptuje maximalizaci hodnoty firmy v dlouhodobém horizontu a to současně i jako kritérium odpovídajících rovno-vážných kroků zainteresovaných subjektů. Řeší se tak problémy, jež plynou z multidimenzionální povahy cílů, které

tradiční teorii zainteresovaných subjektů doprovázejí.“ (Dle cit. Ch. Mallin, 2007, s. 16) Přeloženo do srozumitelnějšího jazyka to zřejmě znamená, že maximalizace hodnoty pro akcionáře je hlavním cílem všech, tedy i zainteresovaných subjektů, avšak jen v dlouhodobém časovém horizontu. Krátkodobě lze partikulární zájmy respektovat tehdy, nebude-li ohrožen zmíněný dlouhodobý cíl. Zda jde o prakticky realizovatelné kritérium nebo jen o „hraběcí radu“, ponechávám na uvážení čtenářů.

Mnoho si nepomůžeme ani tehdy, obrátíme-li se o radu k prestižním mezinárodním a národním institucím, v jejichž pracovní náplni je i péče o pozitivní vývoj systému správy a řízení korporací. Kupř. v *Principech korporativního řízení OECD*, ve čtvrté části, čteme: „V rámci soustavy korporativního řízení mají být uznávána nepopiratelná práva zainteresovaných subjektů a podporována aktivní spolupráce mezi nimi a korporací, což je důležité zejména pro vytváření nových hodnot, pracovních míst a pro udržitelnost finančně zdravého podnikání“. V navazujícím českém Kodexu je toto doporučení dále rozvinuto. Ve Velké Británii byl v návaznosti na tzv. *Cadburyho zprávu* (1992) a *Greenburyho zprávu* (1995) ustavena *Hampelova komise*, která ve své zprávě (1998) opět konstatovala, že hlavním cílem veřejných společností je udržení a dlouhodobě zvyšování investic akcionáři společnosti. Toho lze dosáhnout jen trvalým zvyšováním hodnoty pro akcionáře (shareholder value), což je hlavním úkolem managementu společnosti. V praxi toho lze podle citované zprávy dosáhnout tehdy, budou-li ředitelé a správní rada za vztahy se zainteresovanými subjekty také odpovídat. Účty však musejí skládat jen akcionářům společnosti. Další kroky k vyjasnění vztahu mezi akcionáři se zainteresovanými subjekty byly podniknuty v rámci reformy firemního zákona. Je zajímavé, že zde byl uplatněn již zmíněný princip „osvětlené hodnoty pro akcionáře“. Nový zákon (Company Law Reform Bill) publikovaný v listopadu 2005 vyjmenovává mezi povinnostmi ředitelů mimo jiné: brát ohled na zájmy zaměstnanců společnosti, dodavatelů a zákazníků a na dopady podnikatelské činnosti na místní komunitu a na prostředí. (citováno z: Ch. A. Mallin, 2007).

Je důležité si povšimnout, že britské normy a kodexy neobsahují ustanovení či doporučení stran zastoupení zaměstnanců či dalších zainteresovaných subjektů v ředitelských výborech společností a že v tomto směru lze spíše zaznamenávat trvalou opozici. Pro Anglii, stejně jako pro USA, je charakteristické, že důraz je kladen na řešení vztahu mezi akcionáři a manažery, zatímco v evropských zemích, zejména v Německu, Francii, Dánsku a dalších, se na korporaci nahlíží jako na partnerství mezi prací a kapitálem. Nesporné je, že korporace se uplatňují v širokém společenském prostředí, což nemůže neovlivňovat strukturu správy a řízení. Proto je nezbytné v rámci těchto struktur uplatňovat nejen hlavní cíl korporace, kterým je maximalizace hodnoty pro akcionáře, nýbrž přihlížet i k požadavkům zainteresovaných

subjektů. Toto zásadní stanovisko je v uvedených dokumentech v obecné rovině obsaženo.

Značný praktický význam má však kategorie zainteresovaných subjektů v rozhodování soudů v tunelovacích kauzách. Čtveřice amerických profesorů, *S. Johnson, R. LaPorta, F. Silanes a S. Shleif* (2002), podrobně analyzovala rozdíly v rozhodování soudů v zemích s civilně právním systémem a v zemích uplatňujících prvky zvykového práva a konstatovala, že v první skupině zemí jsou drobní (minoritní) akcionáři méně chráněni, nežli tomu je v zemích s orientací na zvykové právo. V praxi se tyto rozdíly týkají anglosaských zemí a kontinentálních zemí evropských. Proto podle uvedených autorů je v Evropě daleko více tzv. „legálních tunelů“ nežli v Anglii a v USA. Jednou z příčin je větší váha, kterou evropské soudy přisuzují právě zainteresovaným subjektům. (Podrobněji se tímto problémem zabývá v připravované studii *Cesty korporativního kapitalismu*.)

7. POLITICKÉ ZÁKLADY ODDĚLENÍ VLASTNICTVÍ A ŘÍZENÍ

Tak nazval svou stať *Mark J. Roe* (2002), profesor práva Harvardovy univerzity, která vzbudila značnou pozornost a vyvolala řadu polemik a nesouhlasných stanovisek. Stojí ovšem za zamyšlení. Proto tuto práci, kterou považuji za velmi významnou, není možné v našich úvahách pominout. Základní tezi jeho studie je možno vyjádřit přibližně takto: *Klíčové problémy veřejné společnosti (korporace) nejsou v rámci silné sociální demokracie⁶ řešitelné*. Sociálně demokratická orientace působí totiž na manažery tak, aby nebyli k vlastníkům, resp. k akcionářům příliš loajální, takže zájmy manažerů a akcionářů se v takovém prostředí více rozcházejí a zájmové rozdíly mezi oběma skupinami se obtížněji překlenují. Předpokladem dosažení určité zájmové shody obou skupin je absence nebo alespoň oslabení této orientace. Je poněkud paradoxní, že podle *Roea* k určité zájmové shodě dochází spíše v rámci liberálního Berle-Meansova modelu, tj. v modelu rozptýleného vlastnictví, likvidního kapitálového trhu a soutěžních trhů zboží, služeb, práce, manažerského a korporativního trhu, který, každý zvlášť a všechny dohromady, přinucují manažery k větší loajalitě vůči vlastníkům.

⁶ Zde musím čtenáře upozornit na to, že autor nemá na mysli žádný konkrétní obsah sociální demokracie, resp. žádnou konkrétní sociálně demokratickou stranu a že tímto termínem označuje takovou sociálně-politickou orientaci, kterou nelze označit za liberální nebo konzervativní. Do tohoto pojmu se zřejmě vejdou všechny současné evropské proudy sociálně-ekonomického myšlení, počínaje kupř. švédskou sociální demokracií a současnou labouristickou stranou Velké Británie konče. Nejsm si dokonce ani zcela jist tím, zda by *Roe* do této kategorie nezařadil i německý ordo-liberalismus, jakožto teoretickou základnu koncepce sociálního tržního hospodářství.

Do zájmového vztahu k manažerům korporace staví autor i její *zaměstnance*. Tvrdí totiž, že v rámci sociálně-demokratické orientace dochází ke sblížování zájmů obou těchto skupin. Lze snadno ukázat, že není-li vlastnictví dostatečně rozptýleno, nebývají kapitálové trhy dostatečně rozvinuty, a proto ani manažeři nejsou pod dostatečnými tlaky, aby maximalizovali *hodnotu pro akcionáře* (= dividenda + tržní zhodnocení akcie). Spíše se uchylují ke snadnějším, méně rizikovým a pro ně výhodnějším řešením. Jednou z takových strategií je *externí růst firmy*, pomocí níž manažeři reagují i na vnitřní problémy, jež by si však obvykle vyžadovaly radikálnější řešení, jakými jsou kupř. nové technologie, rekonstrukce a modernizace. Taková řešení bývají však dlouhodobějšího charakteru a jsou spojena s většími riziky. Proto manažeři dávají přednost rozšiřování firmy cestou externího růstu před modernizacemi a rekonstrukcemi, jež sice představují úspory nákladů, avšak též snižování pracovních míst. Pro takovou strategii pak snadněji získávají podporu zaměstnanců firmy.

Podle *Roea* došlo k velkému rozšíření veřejných společností v USA též proto, že se tam podařilo nalézt a uplatnit nástroje (institute, pravidla apod.), umožňující snižovat *agenturní náklady*, které jsou v sociálně-demokratických státech vyšší a nestojí v popředí pozornosti vlád. Maximalizace hodnoty pro akcionáře není totiž prioritou těchto vlád. Ty spíše preferují zaměstnance nežli investory (akcionáře). Dokonce i manažeři se více odkloňují od zájmů vlastníků nežli tomu je v zemích s pravicovou či liberální orientací. Proto akcionáři hledají jiná řešení; jedním z nich je kupř. *německý systém spolurozhodování* (blíže viz *Klusoň*, 2004). Sociálně-demokratický systém bez spolurozhodování ovšem neztrácí nic ze svých základních charakteristik, jakou je orientace na externí růst, umožňující expanzi firmy, nikoliv její omezování, zájem na vysokých mzdách, proti nimž stojí zájmy vlastníků, méně však již zájmy manažerů, stabilizace zaměstnanosti a opatření proti propouštění a přirozeně rigidní trh práce.

Sociálně-demokratická orientace se v rovině řídicích korporativních struktur projevuje také tím, že zájmovou mezeru mezi manažery a vlastníky spíše rozšiřuje, že nemá příliš velké pochopení pro užití nástrojů, jež by tuto mezeru zmenšovaly. Mezi takové nástroje patří motivační systémy, založené na maximalizaci hodnoty pro akcionáře, transparentní účetnictví, zveřejňování informací, především však uplatnění trhu pro kontrolu korporací v širokém slova smyslu. V popředí pozornosti liberálního modelu je vždy *maximalizace hodnoty pro akcionáře*. Podle *Roea* nejde jen o ekonomickou hodnotu naplněnou konkrétním obsahem, nýbrž též o *hodnotu či normu sociální*, k níž jsou budoucí manažeři již během své přípravy, resp. během studií vedeni. Právě taková norma je však sociální demokracií podceňována nebo přímo zpochybňována, kupř. otázkou tohoto druhu: proč má být maximalizován právě jen majetek akcionářů, kteří v porovnání se zaměstnanci tvoří relativně malou skupinu a nejsou s podnikem tak existenčně svázáni jako zaměstnanci. Podobné otázky

kladou též američtí institucionalisté. *Roe* na ně odpovídá jednoznačně: *maximalizace hodnoty pro akcionáře je cena, kterou platíme za alokaci kapitálu. Žádný jiný alokační mechanismus není efektivnější.* V tomto smyslu je uvedený ukazatel v podmínkách korporativního rozptýleného vlastnictví současně zástupným kritériem pro zbohatnutí všech. Dospěli jsme tak ke klíčové otázce; podle toho, jak si na ní odpovíme, zařadíme se do jednoho z obou táborů a vyjádříme své stanovisko k dalšímu vývoji korporativního kapitalismu. Jednu z obou cest mohou ovšem zvolit sami akcionáři korporací, kteří v sociálně-demokratickém prostředí investují. Když vidí, že zájmovou mezeru mezi nimi a manažery se nedaří zmenšovat, mohou uvažovat o jiném typu korporace. Zejména mohou pro ně být zajímavé společnosti s více koncentrovaným vlastnictvím, soukromé společnosti s majoritním vlastníkem, rodinné společnosti, tzv. LBO-asociace a podobně. Proto je podle *něj* sociálně-demokratické prostředí charakterizováno více koncentrovaným vlastnictvím v soukromých společnostech a mělkým, málo likvidním kapitálovým trhem.

Nyní několik údajů o politické orientaci nejvyspělejších zemí a o stupni koncentrace, resp. diverzifikace vlastnictví v jejich korporacích. V následující tabulce je seřazeno 16 zemí v levicově-pravicovém spektru od nízkých hodnot indexu označujícího stupeň levicového, resp. pravicového prostředí. Levicové prostředí má nízké hodnoty indexu, naopak pravicové prostředí vysoké hodnoty. Na levé straně tohoto spektra jsou přirozeně Švédsko, Rakousko a další skandinávské země, na pravé straně Anglie, Japonsko, USA a Německo, což u této země poněkud překvapuje. Průzkum však byl prováděn na počátku 80. let.

Tabulka č. 1: Politická orientace nejbohatších zemí v 80. letech

| | | | |
|------------|------|-----------|------|
| Švédsko | 2,22 | Belgie | 3,16 |
| Rakousko | 2,37 | Dánsko | 3,40 |
| Austrálie | 2,50 | Švýcarsko | 3,43 |
| Norsko | 2,63 | Kanada | 3,67 |
| Finsko | 2,68 | Německo | 3,82 |
| Itálie | 2,76 | USA | 3,92 |
| Francie | 2,83 | Japonsko | 4,00 |
| Nizozemsko | 3,14 | Anglie | 4,00 |

Pramen: M. J. Roe (2002)

V další tabulce je seřazen stejný soubor zemí, avšak podle velikosti podílu firem (v %) s rozptýleným vlastnictvím mezi 20 největšími veřejnými společnostmi dané země. Z tohoto hlediska nejnižší stupeň rozptylu (nejvyšší stupeň koncentrace) vlastnictví ve veřejných společnostech vykazují Rakousko, Belgie, Itálie, Norsko a Švédsko, střední stupeň Dánsko, Německo a Kanada a nejvyšší rozptyl pak USA, Japonsko a Anglie.

Tabulka č. 2: Stupeň rozptýlenosti (koncentrace) vlastnictví v největších dvaceti korporacích země

| | | | |
|------------|------|-----------|------|
| Rakousko | 0,05 | Německo | 0,50 |
| Belgie | 0,05 | Kanada | 0,60 |
| Itálie | 0,20 | Švýcarsko | 0,60 |
| Norsko | 0,25 | Francie | 0,60 |
| Švédsko | 0,25 | Austrálie | 0,65 |
| Nizozemsko | 0,30 | USA | 0,80 |
| Finsko | 0,35 | Japonsko | 0,90 |
| Dánsko | 0,40 | Anglie | 1,00 |

Pramen: M. J. Roe (2002)

Při interpretaci dat obou tabulek je nutno brát v úvahu, že jsou poměrně starého data, a proto nepřekvapuje, že kupř. Anglie je v první tabulce uvedena na pravcovém konci politického spektra (období vlády M. Thacherové). Podstatně rozsáhlejší průzkum vlastnických struktur 20 největších veřejných společností v 27 nejbohatších zemích světa provedli v roce 1999 *La Porta, L. De-Silanes a Andrei Shleifer*. Jejich výsledky jsou ve shodě s nálezy *M. J. Roa*.

Roe se pokusil i o *změření síly sociálně-demokratické orientace*. Použil k tomu tři kritéria:

(I) Gini koeficient: s odkazem na jiné své práce tvrdí, že existuje jistý stupeň korelace mezi stupněm nerovnosti důchodů a stupněm rozptýlenosti vlastnictví. Země, které příliš netolerují důchodové nerovnosti, jsou i zeměmi s vyšším stupněm vlastnické koncentrace. To odpovídá sociálně-demokratické orientaci: vyšší rovnost důchodů implikuje i vyšší koncentraci vlastnických práv v korporacích. K tomu bych poznamenal, že takový závěr je na první pohled překvapivý a zřejmě platí jen pro některé země, jako jsou kupř. Švédsko a USA.

| | | |
|--------------------------------|------|---------|
| | USA | Švédsko |
| GINI-koeficient | 0,46 | 0,27 |
| Stupeň koncentrace vlastnictví | 0,20 | 0,75 |

Na širším vzorku zemí nelze však zmíněnou souvislost prokázat. Přesto však substancionální analýza platnost tohoto vztahu spíše potvrzuje. Uvažme, že hlavní součástí osobních příjmů obyvatelstva jsou pracovní příjmy, příjmy z majetku (renty, úroky, dividendy, výnosy nájemného) a transferové platby. Velká část občanů v zemích s relativně vysokou nerovností důchodů (s vysokou hodnotou koeficientu GINI) má relativně nízké příjmy, což pro ně představuje poměrně vysoká rizika spojená se stářím, nemocí a nezaměstnaností, proti nimž je třeba se včas zajistit. Nejde jen o úspory v úzkém slova smyslu, nýbrž zejména o různé formy pojištění prostřednictvím penzijních a dalších fondů. Ty kupř. v USA pomocí dostatečně diverzifikovaných portfolií vlastní přibližně 50 % základního kapitálu korporací a jsou jedním z důležitých faktorů diverzifikace vlastnictví. Naopak Švédsko s

nížkou úrovní nerovnosti důchodů a vysokým standardem služeb poskytovaných sociálním státem vykazuje poměrně vysokou úroveň koncentrace vlastnictví v korporacích.

(2) Vyšší podíl vládních výdajů na HDP → vyšší stupeň koncentrace vlastnických práv. Ani toto tvrzení nelze na větším vzorku zemí potvrdit. Výjimkou jsou následující čtyři země:

| | Austrálie | Japonsko | Švédsko | USA |
|--------------------------------------|-----------|----------|---------|------|
| Podíl veřejných výdajů na HDP (v %) | 35,2 | 38,1 | 57,5 | 35,7 |
| Stupeň koncentrace vlastnictví (v %) | 35,0 | 10,0 | 75,0 | 20,0 |

3) Ochrana zaměstnanců (rigidita pracovního trhu). Vyšší stupeň ochrany → vyšší stupeň koncentrace vlastnictví.

Podle Roea existuje jistá míra korelace mezi mírou koncentrace vlastnictví, nerozvinutými trhy cenných papírů a sociálně-demokratickou orientací země. Možno to schematicky vyjádřit takto: vysoká míra koncentrace → nerozvinuté trhy cenných papírů → silná SD-orientace.

Dalším důležitým vztahem je poměr tržní kapitalizace TK k HDP, který nazveme *indexem rozvinutosti kapitálového trhu* a označíme jej symbolem: $\mu = TK/HDP$. B. R. Cheffins uvádí ve své práci z roku 2002 pro vybrané země tyto hodnoty μ (v %):

| | | | |
|--------|-----|---------------------|----|
| Anglie | 135 | Japonsko | 66 |
| USA | 110 | Evropské země, max. | 35 |

Zajímavé jsou rovněž údaje o *počtu veřejných společností na 1 mil.obyvatele* v těchto zemích:

| | | | |
|----------|----|---------|---|
| Anglie | 36 | Francie | 8 |
| USA | 30 | Německo | 5 |
| Japonsko | 18 | Itálie | 4 |

S ohledem na tato data zjišťujeme, že s rostoucí rozvinutostí kapitálového trhu, s tj. s rostoucí hodnotou μ , se zvyšuje *decentralizace vlastnictví* a roste počet veřejných společností. Počet veřejných společností v Anglii činil 36, hodnota μ se rovnala 135. Podobně tomu bylo v USA a v Japonsku. Evropské země vykazují vesměs nižší rozvinutost kapitálových trhů a vyšší koncentraci vlastnictví. Pokusně je snad možno vyslovit takovouto hypotézu: *rozvinutost kapitálového trhu μ je rostoucí funkcí decentralizace vlastnictví β : $\mu = F(\beta)$ a klesající funkcí koncentrace vlastnictví: $\mu = F(1/\beta)$* . S růstem vlastnické koncentrace se podle Roea zvyšuje sociálně-demokratická orientace země.

Tato hypotéza, kterou jsem odvodil ze závěrů Roea a z údajů B. R. Cheffinse, je překvapivá tím, že klesající vliv SD-orientace má za

následek růst počtu akcionářů; více lidí se v takovém prostředí stává přímými nebo nepřímými účastníky velkého podnikání, a proto mají zájem na pozitivním vývoji kapitálového trhu a na růstu cen jimi vlastněných akcií. Třeba ještě podotknout, že počet drobných akcionářů je též závislý na stupni jejich právní ochrany. Takže v logice právě vyslovené hypotézy by mohl být učiněn takovýto závěr: *vysoká právní ochrana drobných akcionářů implikuje větší rozptyl vlastnictví, což znamená vyšší počet veřejných společností, tedy též větší rozptyl (nižší koncentraci) vlastnictví v korporacích, což ovšem vede i k nižší úrovni sociálně-demokratické orientace země.* Není to závěr poněkud paradoxní? Že by sociálně demokratické prostředí nepreferovalo ochranu drobných akcionářů? Tento závěr je však plně v logice Roeova modelu. Kupř. Švédsko, země s dlouhodobou a silnou sociálně-demokratickou orientací, současně však s vysokou úrovní právní ochrany drobných akcionářů, s vysokou koncentrací vlastnictví a poměrně nízkou rozvinutostí kapitálového trhu, potvrzuje Roeovu teorii jen zčásti. V řadě postkomunistických zemí je tomu spíše naopak: nízká ochrana drobných akcionářů, nízký počet veřejných společností a nerozvinuté kapitálové trhy kontrastují s převažující pravicovou orientací občanské společnosti. Ve smyslu *Popperovy falsifikace pravdivosti hypotéz* jediný případ stačí k tomu, abychom vyslovenou hypotézu mohli považovat za nepravdivou.

Mark J. Roe, aby podpořil svou politickou teorii oddělení vlastnictví a řízení v korporacích, zahrnul do svého modelu charakteristiky sociálně-demokratického prostředí vybraných zemí. Jeho údaje jsem rozšířil a do přehledu, který následuje, jsem zařadil i další argumenty.

Francie v tabulce č. 2 zaujímá v rozptylu vlastnických práv (v jejich nízké koncentraci) poměrně vysoké místo, i když si ji často spojujeme s rodinnými firmami, státním vlastnictvím a nízkým stupněm rozvinutosti akciových trhů. Tato země vykazuje též poměrně nízký počet veřejných společností. Využívá se různých systémů účasti zaměstnanců na vlastnictví, popříp. na zisku, protože se v tom spatřuje nástroj, s jehož pomocí lze lépe čelit nepřátelským převzetím společností. Atmosféra je nakloněna více zaměstnancům nežli vlastníkům, hovoří se daleko více o pokroku ve společnosti nežli o maximalizaci zisku. Dlouhodobě SD-orientace země sice převažuje, avšak Roeovu teorii jednoznačně nepodporuje.

Německo je příkladem vysokého vlivu sociálně-demokratického prostředí na utváření struktur vlastnictví a řízení korporací. *Systém spolurozhodování*, který je jedním z produktů tohoto prostředí, má však několik závažných – možná nechtěných – následků. Vede mimo jiné k tomu, že práce dozorčích rad mívá formální charakter, že jejich schůze bývají svolávány v dlouhých intervalech a že tato zasedání nejsou ani po stránce informační dobře připravena. Předkládané zprávy bývají údajně povrchní a neumožňují kvalifikované rozhodování. Je tomu tak proto, že akcionáři, avšak především management německých

korporací, nemají na dobré informovanosti dozorčích rad příliš velký zájem, protože by tím jen posilovali postavení zaměstnanců. Mocná a kvalifikovaná dozorčí rada v zájmu akcionářů příliš není. Je-li v konkrétním případě vlastnictví koncentrováno, vlivní majoritní vlastníci si sami najdou cestu k vrcholovému managementu firmy a vlastnický dohled nad ním si sami obstarají. K tomu silnou dozorčí radu nepotřebují. V případě rozptýleného vlastnictví akcionáři sice takovou cestu nemají, mohou si však zvolit jiné, nepřímé formy koncentrace vlastnictví nebo zvýšení vlastnického vlivu. Dilema: spolehlivý vlastnický dohled prostřednictvím kvalifikované dozorčí rady vs. silný vliv zaměstnanců, řeší akcionáři posilováním koncentrace vlastnictví, což je i v zájmu bank. Tak se stalo, že právě systém spolurozhodování působil k poměrně nižšímu počtu veřejných společností a že německý akciový trh není více rozvinut. Podle *Roea* se tak projevuje vliv sociálně-demokratické orientace země na počet veřejných společností a na rozvinutost kapitálového trhu. Příklad Německa by tedy jeho teorii spíše podporoval.

Itálie má mnoho menších a středních rodinných firem a poměrně málo veřejných společností. Ochrana drobných akcionářů je nízká. Ve velkých společnostech je vlastnictví koncentrováno a zajištěn vysoký vliv některých vlastníků. I když aktuální politická orientace je proměnlivá, má sociální demokracie dobré zázemí. Příklad Itálie zřejmě vyslovenou hypotézu spíše podporuje.

Japonsko je zemí s poměrně vysokým stupněm vlastnického rozptýlu a s účastí velkých bank. Význam má princip celoživotního zaměstnání, což je ovšem produkt poválečného vývoje země. Lze ji však jen velmi obtížně zařadit do pravo-levého politického kontinua.

Švédsko, jehož sociálně demokratická vláda byla zvolena již v roce 1920, je dlouhodobým symbolem „státu blahobytu a sociální péče státu od kolébky do hrobu“. Jak je zřejmé z tabulky č. 2, švédské korporace vykazují poměrně vysokou koncentraci vlastnictví, přesto však je právní ochrana drobných akcionářů vysoká. Švédsko je zemí důvěry, takže investoři se nemusejí obávat, že někdo jejich společnost vytuneluje, vlastnická práva jsou dobře chráněna. Jsou využívány pyramidální struktury a duální systémy akcií, což sice vede ke koncentraci moci, nikoliv však vždy ke koncentraci vlastnictví. Je-li dominantní vlastník odpovědný ve smyslu sociálního citění, švédští voliči i politici dávají přednost existujícím vlastníkům. Politické struktury sice nepodporují vlastnictví státu pro jeho nízkou efektivnost, zároveň si však nepřejí bezohledný a nesoucitný trh jako alternativu. Pokud velkým vlastníkům, jakými je kupř. rodina Wallenbergů, není sociálně-demokratická orientace zcela cizí, potom si ani politici ani občané nepřejí, aby kontrola velkých korporací přešla na někoho, kdo by ohrozil program sociální demokracie. Důležitým rysem švédské sociálně-demokratické orientace je sice koncentrace ekonomické moci v korporacích, přesto však vysoký počet velmi zámožných vlastníků

není příliš žádoucí. Tomu slouží již zmíněné nástroje ovládní korporací, jakož i další nástroje hospodářské politiky, zejména politika daňová. Zdanění fyzických osob je ve Švédsku velmi progresivní, alespoň v tom smyslu, že státní důchodové daní podléhají jen velmi vysoké příjmy. Pozoruhodným rysem je pak zdanění finančních aktiv.

Anglie je zemí, která Roeovu teorii příliš nepodporuje. Ten, jak jsme právě viděli, tvrdí, že veřejné společnosti s rozptýleným vlastnictvím v zemích se sociálně demokratickou orientací nehrají velkou roli, že jsou rozšířeny především v zemích s pravicovými konzervativními vládami. Podporu pro toto tvrzení nalézal právě v Anglii. Jedním z autorů, kteří se pokusili toto tvrzení vyvrátit, byl již citovaný *Brian R. Cheffins* (2002), který poukázal na to, že v první polovině 20. století měla Anglie nejvíce liberalizovaný trh ve světě a že trhy byly považovány za autoregulační mechanismy, pracující bez státní intervence. Anglie byla tehdy hlavním obhájcem svobodného obchodu. I v třicátých letech spolehala na trh jako na jediný nástroj oživení ekonomiky, a proto podle tohoto autora nebylo možné, přinejmenším v první polovině století, považovat britskou politiku za sociálně-demokratickou. Oprávněně se proto ptá, proč právě v této době nebyly položeny základy pro Berle-Meansův model, což by odpovídalo Roeově teorii. Vyslovil přesvědčení, že se situace ve prospěch tohoto modelu začala měnit až v polovině století, kdy však již byla u moci labouristická vláda. Britský historik *Chandler* dokonce tvrdí, že ke zlomu došlo až v osmdesátých letech, kdy byla u moci konzervativní vláda M. Thatcherové (1979–1990). Teprve v devadesátých letech se vliv sociálně-demokratické orientace země obnovil. Má-li pravdu *Cheffins*, potom by vývoj v těchto letech opravdu Roeovu teorii nepotvrzoval. Labouristé v letech 1945–1951 realizovali rozsáhlý znárodňovací program, objem produkce státních podniků dosahoval údajně až 10 % a byly dokonce zvažovány pokusy o určitou formu ekonomického plánování po vzoru Francie. Období od konce války do roku 1979 bylo tedy bezpochyby obdobím sociálně-demokratickým, v němž by korporace BM-typu neměly vznikat. Až v období vlády *M. Thatcherové* byly splněny některé Roeovy podmínky. V devadesátých letech ovládla britskou scénu *Blairova třetí cesta*, bylo to však období dalšího rozkvětu korporativního kapitalismu. Politická orientace země se tedy v průběhu 20. století dost měnila, a proto nelze tuto zemi dlouhodobě spolehlivě zařadit ani na levou ani na pravou stranu politického spektra, alespoň podle charakteristik *M. J. Roey*. Zdá se, že vazbu mezi přítomností či absencí sociálně-demokratické orientace a vznikem Berle-Meansovy korporace nelze na historickém vývoji Velké Británie prokázat. Její vývoj spíše odporuje, nežli podporuje Roeovy teze.

USA je zemí s výrazně pravicovou orientací bez ohledu na to, která z politických stran je právě u moci. Dalším znakem je vysoký rozptyl vlastnických práv korporací, vysoký počet veřejných společností a vysoce rozvinutý kapitálový trh. O tom již byla řeč. Zbývá proto upozornit

na několik faktorů, jež takový vývoj ovlivnily. Prvním byla obecně vysoká mobilita zdrojů jak v geografickém, tak v ekonomickém smyslu. Nespokojení Američané nikdy ze svých potíží neobviňovali vládu, nýbrž si nanejvýše stěžovali na místní okolnosti a příčiny své nespokojenosti nespatořovali v třídní společnosti. Z nepříznivých okolností vyvozovali jediný závěr: šli dále na západ. Třídní konflikty proto ve větším rozsahu nevznikaly. Obecně vzato, v americké společnosti vládla vždy určitá předpojatost vůči státu, resp. vládě, avšak občané se na vládu se svými problémy nikdy tolik neobraceli, jak je tomu zvykem v Evropě. Stejně postoje byly uplatňovány i vůči koncentraci ekonomické moci a vůči finančním institucím, což posléze přispělo k určitému jejímu omezování (viz kupř. antitrustové zákony). Jeden z důsledků toho byl, že nebylo dost finančních institucí, jež by se nějak podstatněji angažovaly na zakládání a rozvoji velkých firem, což posléze vedlo k dekoncentraci průmyslového vlastnictví a k velkému rozšíření veřejných společností a k rozvoji kapitálových trhů. Protože američtí voliči nebyli nikdy nakloněni tzv. „velké vládě, resp. velkému státu“ (stále přetrvává velmi nízký podíl veřejných výdajů na HDP), nemohly být ani vytvořeny žádné viditelné cíle sociální nespokojenosti a nemohla tedy také silná sociálně-demokratická orientace země vzniknout. Byly však vytvořeny základy pro rozkvět sociálních hodnot typu: „maximalizace hodnoty pro akcionáře“.

Nicméně vývoj korporativního kapitalismu v USA poskytuje v porovnání s podobným vývojem ve Velké Británii další podněty ke kritice Roe-ovy politické teorie. Jak jsem již uvedl, Roe spatřoval jednu z příčin rozvoje BM-modelu v obecné nedůvěře americké veřejnosti vůči koncentraci ekonomické a finanční moci, což posléze vedlo k přijetí zákonů, jež americkým finančním institucím bránily participovat na zakládání amerických korporací a posléze měly za následek všeobecné rozšíření rozptýleného vlastnictví. Pokud by však právě tento faktor hrál tak klíčovou roli, potom by bylo možno očekávat, že v zemích, v nichž taková regulace chyběla, bude vývoj naopak směřovat ke koncentraci vlastnictví a ke sbližování vlastnických a řídicích struktur. Berle-Meansův model by se v takových zemích nemohl rozšířit. Zemí, kde taková regulace opravdu chyběla, byla právě Anglie, a přesto v ní decentralizované vlastnické struktury vznikaly a Berle-Meansův model se rozšířil přinejmenším stejně jako v USA. Jak to bylo možné? Vysvětlení je nasnadě. Britské depozitní a clearingové banky se systematicky zdržovaly poskytovat kapitál velkým korporacím přesto, že jim v tom žádné zákony nebránily. Jak uvádí *B. R. Cheffins*, dokonce samotná Anglická banka svého času doporučovala britským komerčním bankám, aby se právě takto vlastnický angažovaly. To však britské banky nikdy neučinily. Bránil jim v tom konzervativní, velmi zdrženlivý postoj k takovým operacím, neboť jim především šlo o udržení důvěry veřejnosti ve schopnost plnit závazky na požádání. Jednoznačně preferovaly likviditu svých finančních aktiv, což by jim podle jejich přesvědčení vlastnictví akcií neumožňovalo. Proto

kapitálová účast nebyla považována za legitimní funkci depozitních bank. Totéž se týkalo i pojišťovacích společností (Cheffins, 2000).

Z Roeovy argumentace by proto měl pro USA vyplynout asi takovýto závěr: jestliže v USA zákon finančním institucím zakazoval kapitálově vstupovat do průmyslu, mohly tam snadněji vznikat dekoncentrované struktury. Ty se ovšem rozšířily i ve Velké Británii, kde žádná omezení tohoto druhu neexistovala. *B. R. Cheffins* z toho učinil zásledující závěr: „zatímco *Roe* tvrdí, že vládní regulace finančních institucí může ovlivňovat rozsah dominance Berle-Meansova korporativního modelu, v Anglii nikdy taková regulace neexistovala, a přesto v této zemi se decentralizace vlastnictví stala převažující formou korporativních struktur“ (2000, s. 160).

Americká veřejná korporace je produktem ekonomie velikosti a specializace funkcí (vlastnické a řídicí) a je nepochybně vrcholem evolučního vývojového procesu v této oblasti. Charakteristickým rysem těchto korporací je absence majoritního, dominantního vlastníka, který by měl nějaký významnější vliv na řízení. Institucionální investoři (penzijní fondy, vzájemné fondy, pojišťovací společnosti apod.) vlastní sice v souhrnu kolem 50 % základního kapitálu amerických korporací, avšak formou velmi diverzifikovaného portfolia a většinou neusilují o získání velkých bloků akcií jednotlivých společností, jak je patrné z uvedených tabulek. Důležité rovněž je, že v popředí pozornosti všech akcionářů je, aby souhrn společností v jejich portfoliu vykazoval co nejlepší výsledek. V popředí jejich pozornosti je tedy portfolio, nikoliv jednotlivé společnosti. Větší pozornost konkrétní firmě věnují až tehdy, dostane-li se do potíží.

Na závěr našeho pojednání o politických základech vlastnických a řídicích systémů korporací nutno říci toto: dominantní postavení Berle-Meansova modelu v americkém podnikání je nejen výsledkem schopnosti tohoto modelu akumulovat velký kapitál při efektivním rozptylu rizik, nýbrž i té skutečnosti, že se podařilo kontrolovat a na přijatelné úrovni udržovat agenturní náklady. Ukázali jsme, že BM-model je poměrně křehká instituce a že jeho vznik, přežití a prosperita závisí na splnění řady podmínek. Ostatně stejně je tomu tak i s institucí soutěžního trhu, která sama o sobě není sebezáchovná, jak jsem ji v jiné své práci charakterizoval. Je však třeba ocenit, že *Roe* připouští, že tento model není jediný, který je schopen na dobré úrovni fungovat. Říká doslova toto: „...stanovisko, že veřejná společnost je vrcholem podnikatelské organizace není zcela korektní...“ (v. c. d. 2002, s. 137). Odpíráme-li si totiž jednu určitou organizační formu, neodsuzujeme se tím ještě k ekonomickému zaostávání, nýbrž pouze nevyužíváme jednu součást našeho nástrojového vybavení. Podle něho nelze rovněž odsuzovat sociálně-demokratickou orientaci za to, že se jí právě tento model příliš nelíbí nebo že jej příliš nevyužívá. Výběrem jiného vhodného modelu může dosáhnout vyšší výkonnosti produktivních pracovníků, nehledě na to, že principy solidarity a

rovnosti mohou přispívat k většímu pocitu štěstí a spokojenosti; společnosti založené na takovýchto hodnotách mohou být nejen produktivní, nýbrž se mohou těšit i větší stabilitě. To má velký význam u těch národů, které prošly léty hlubokých hospodářských krizí, nezaměstnanosti, velkého strádání a válečného utrpení. Jak ovšem generace s těmito prožitky postupně odcházejí, ustupují i hodnoty solidarity, rovnosti a subsidiarity do pozadí, což se obvykle projevuje buď v oslabení sociálně-ekonomické orientace, nebo v její podstatnější modifikaci. Nelze než velmi ocenit tyto korektní *Roeovy* závěry.

Roe se ovšem nedomnívá, že by sociálně demokratická orientace veřejné společnosti a kapitálové trhy zcela odmítala. Považuje je však za jakési technické instituce, za technický problém, za problém dobrých zákonů a podobných norem. Přitom tato orientace přehlíží, že jde o otázky zásadní, dotýkající se samotných základů sociální a politické struktury společnosti. Pokud zmíněné instituce budou politické základy postrádat, nebudou nikdy spolehlivě fungovat.

Jak jsme již řekli, jedním z politických fundamentů amerického modelu byla dlouhodobá, historicky podmíněná nedůvěra americké veřejnosti k vytváření středisek velké ekonomické a finanční moci. To byl hlavní důvod, proč vznikl kapitálový trh takového typu, který implikoval dekoncentraci vlastnických, snadno dělitelných a převoditelných práv, což je ovšem možné realizovat jen ve formě veřejné společnosti, oddělující správu od vlastnictví a umožňující zároveň snadnou obchodovatelnost vlastnických podílů. Pokud by ovšem politické zadání bylo jiné a pokud by se opíralo kupř. o rigidní trh práce a o další sociálně-demokratické principy, byl by vznik veřejné společnosti daleko obtížnější a americký kapitalismus by dnes měl zcela určitě jinou podobu, než má a vykazoval by přirozeně i jiný typ ekonomicko-sociální výkonnosti.

8. ZÁVĚREM

V této studii jsem se zabýval vybranými směry ekonomického myšlení a hospodářské politiky zaměřenými na vytváření efektivních struktur správy a řízení korporací. Zájemce o hlubší studium obecné teorie správy a řízení odkazují na některé další významné práce. Z knižních publikací to jsou zejména: *A. A. Berle*, *G. C. Means* (1932), *Kenneth Arrow* (1972), *T. Clarke* (2004) a *Ch. A. Mallin* (2007). Ze statí uveřejněných ve vědeckých časopisech upozorňuji na tyto: *R. H. Coase* (1937), *M. Jensen*, *W. Meckling* (1976), *O. E. Williamson* (1981) a (1984), *L. Zingales* (1997). Z českých knižních publikací doporučuji zejména tyto: *J. Klírová* (2001) a *I. Bažantová a Z. Hřaba* (2006).

Na závěr naší úvahy o základních teoretických a praktických otázkách korporativního řízení si spolu s autorskou dvojicí *M. C. Jensenem a W. H. Mecklingem* (1976) položíme několik významných a dosud ne

zcela zodpovězených otázek. Zejména otázku, proč je forma korporací, poskytující velký prostor pro rozhodování manažerů, při existenci nezanedbatelných agenturních nákladů a rozptýleného vlastnictví, tak rozšířena? Proč je zaznamenáván tak dlouhý historický trend růstu vlastního kapitálu těchto společností? Jak je možné, že miliony jednotlivců jsou ochotny svěřovat významnou část svého majetku organizacím, jež jsou řízeny manažery, kteří mnohdy mají jen malý zájem na prospěchu jejich vlastníků? A ještě zajímavější je zjištění, že do takovýchto vztahů jednotlivci vstupují jako subjekty, vznášející nárok na reziduální hodnotu hospodaření (residual claimants) s očekáváním, že manažeři budou společnost řídit natolik dobře, že výsledky budou přinejmenším uspokojivé. Otázky tohoto druhu jsou o to zajímavější, když si uvědomíme, že korporace mají k dispozici další zdroje financování, jakými jsou zejména úvěry. Proto se nakonec ptáme, *co způsobuje, že subjekty, vznášející pevné nároky (úroky a jistinu) již dávno nepřečísly subjekty s proměnlivými nároky (podíly na zisku a zhodnocení tržních cen akcií)?* V tomto ohledu odkazují na velmi zajímavou úvahu C. Jensena (1993), jednoho ze spoluautorů citované studie.

Přijatelné vysvětlení poskytuje *institut ručení*. Tímto problémem jsem se zabýval ve své knize z roku 2004 (s. 123–124), v níž jsem s politováním konstatoval, že si ekonomická teorie a hospodářská politika problému ručení příliš nevěnují, snad s jedinou výjimkou, kterou je německá ordo-liberální škola. Tehdy jsem však ještě neznal výše citovanou *Jensen-Mecklingovu* studii (1976) ani studii A. A. *Alchiana* z roku 1972. Proto nyní své dřívější tvrzení v tomto ohledu rád opravuji a řadím posledně jmenované studie mezi vzácné výjimky, potvrzující správnost mého dřívějšího tvrzení. Ve své poslední knize, věnované sociálně-ekonomickému vývoji v post-transformačním období (2007), jsem pak upozornil na dvě rozdílná pojetí ručební povinnosti; zatímco v kontinentální Evropě je institut ručení jako takový spojen především s povinností společníků podílet se v určitém rozsahu v případě úpadku firmy na úhradě závazků vůči věřitelům, v anglosaské oblasti se ručení chápe ve větší šíři a zahrnuje veškerou majetkovou újmu, tedy kupř. i tu, kterou akcionář utrpí ztrátou tržní hodnoty akcií. *Protože v kontinentálním pojetí za závazky korporace ručí společnost jakožto právnická osoba, nikoliv její akcionáři, je právě proto tato forma podnikání tak atraktivní.* Potvrzují to ve své studii i *Jensen a Meckling*. Zde ještě připomenu, že v korporacích, které jsou veřejnými společnostmi, jsou deficity ručení poněkud překlenovány trhy, především trhy kapitálovými.

Profesoři *Jensen a Meckling* uzavřeli svoji studii konstatováním, že korporace, jako veřejná společnost, je v jistém slova smyslu „úžasným sociálním vynálezem“. Miliony jednotlivců dobrovolně svěřují svůj osobní majetek do péče manažerů na základě složitých norem vymezení práv a neméně složitých smluvních vztahů všech zainteresovaných účastníků. Rozvoj této formy podnikání a růst tržní

hodnoty úspěšných korporací však přinejmenším ukazují, že investoři v širokém slova smyslu (akcionáři a věřitelé) nejsou s výsledky podnikatelských činností korporací nespokojeni, a to přesto, že tato forma, jak jsme viděli, vyvolává nemalé agenturní náklady a je spojena s mnohými riziky.

9. POUŽITÁ LITERATURA

ALCHIAN, A. 1974. Corporate Management and Property Rights, In: Furubotn-Pejovich, *The Economics of Property Rights*, Ballinger Cambridge, Mass.

ALCHIAN, A. 1977. Some Economics of Property Rights. In: *Economic Forces at Work*, Liberty Press Indianapolis, s.127–150.

ARROW, K. 1972. The Limits of Organization. Norton, New York.

BAŽANTOVÁ, I., HRABA, Z., 2006. Corporate Governance: aktuální problémy teorie a podnikové praxe. Prospektrum Praha.

BERLE, A. A., MEANS, G. C. 1932. The Modern Corporation and Private Property. Commerce Clearing House, New York.

CHEFFINS, B. R. 2002. Putting Britain on the Roe Map; Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom. In: McCahery at al, *Corporate Governance Regimes*. Oxford University Press.

COASE, R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, Vol. 16. Reprinted in: Stigler, Boulding, *Readings in Price Theory*, Homewood 1952, pp. 331–541.

COASE, R. H. 1959. The Federal Communication Commission. *Journal of Law and Economics*, No. 2, October, s. 1–40.

COASE, R. H. 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, No. 2 October, s. 1–14.

COMMONS, J. R. 1934. Institutional economics; its place in political economy. Macmillan, New York.

GROENEWEGEN, J. 2004. Who Should Control the Firm? Insights from New and Original Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, No. 2, s. 353–360.

JENSEN, M. 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory and Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14. No. 3. In: Ch. A. Mallin 2007, s. 16.

JENSEN, M., MECKLING, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (1), s. 305–360.

JOHNSON, J., LA PORTA, R., SILANES, F., SHLEIFER, A., 2000. „Tunelling“. *American Economic Review* 90 (2), s. 22–27.

- JOHNSON, P. 1991. Dějiny dvacátého století. Nakladatelství Rozmluvy, Praha.
- KLÍROVÁ, J. 2001. Corporate Governance: správa a řízení obchodních společností. Management Press, Praha.
- KLUSOŇ, V. 2004. Instituce a odpovědnost. K filosofii ekonomické vědy. Nakladatelství Karolinum Praha.
- KLUSOŇ, V. 2007. Úvahy post-transformační. Karolinum Praha.
- KOONTZ, H., O'DONNELL, C. 1968. Principles of Management. An Analysis of Managerial Functions. McGraw Hill, New York.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A., VISHNY, R. W. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 (2), s. 471–517.
- MALLIN, C. A. 2007. Corporate Governance. Oxford University Press.
- MLČOCH, L. 1990. Chování československé podnikové sféry. Ekonomický ústav ČSAV, VP č. 348.
- MLČOCH, L. 2005. Institucionální ekonomie. Karolinum Praha.
- RAJAN, R. G., ZINGALES, L. 2003. Saving Capitalism from the Capitalists. Crown Business, New York.
- ROE, M. J. 2002. Political Foundations for Separating Ownership from Control. In: J. A. Cahery et al, Corporate Governance Regimes, Oxford University Press, s. 113–146.
- SCHLEIFER, A., VISHNY, R. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, pp. 737–783.
- SMITH, A. 1958. Pojednání o podstatě a původu bohatství národů. Svazek druhý. SNPL Praha.
- SOJKA, M. 1999. Institucionalismus a nová institucionální ekonomie. *Politická ekonomie*, č. 4, s. 505–527.
- VEBLEN, T. 1904. The Theory of Business Enterprise. Nové vydání: New American Library Edition, Mentor Books, New York 1958.
- VEBLEN, T. 1994. The Theory of the Leisure Class. Dover Publications New York.
- WILLIAMSON, O. E. 1975. Markets and Hierarchies. Free Press New York.
- WILLIAMSON, O. E. 1979. Transaction-Cost Economics. The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 2, s. 233–261.
- WILLIAMSON, O. E. 1981. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. *Journal of Economic Literature*, Vol. XIX, December, pp. 1537–1568.

WILLIAMSON, O. E. 1984. Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 93, s. 1197–1230.

WILLIAMSON, O. E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press, New York.