

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta



KONCENTRACE VLASTNICTVÍ A VÝKONNOST PODNIKU
META-ANALÝZA S PŘIHLÉDNUTÍM KE KULTURNÍM
ODLIŠNOSTEM

OWNERSHIP CONCENTRATION AND FIRM PERFORMANCE
A META-ANALYSIS ACCOUNTING FOR CULTURAL DIFFERENCES

HABILITAČNÍ PRÁCE

Ing. Ondřej Částek, Ph.D.

2018

Abstrakt

Správa společností je aktuální a atraktivní téma, přičemž vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku je sice často zkoumán, ale zatím bez definitivního konsenzu. Mnozí autoři tvrdí, že příčinná souvislost mezi těmito dvěma jevy neexistuje, jiní ji nachází. Řada důkazů svědčí o tom, že koncentrace vlastnictví skutečně ovlivňuje výkonnost podniků, ale je silně ovlivněna kontextem. Teorie, které se k této problematice neúžeji vztahují, vyslovují naprosto odlišné předpoklady. Navíc, ačkoli stávající úroveň poznání naznačuje, že by kulturní odlišnosti mohly hrát významnou roli, jejich účinek zatím stojí na okraji teoretického zájmu a empiricky doposud prozkoumán nebyl.

Tato práce nabízí strukturovanou rešerši výsledků empirických studií daného tématu s důrazem na meta-analýzu možných moderátorů, mezi nimiž jsou i kulturní odlišnosti. Přináší řadu výsledků, ale i metodických doporučení jak pro primární analýzy, tak pro meta-analýzy. Z výsledků vyberme, že koncentrace vlastnictví má pozitivní účinek na výkonnost podniků v zemích s kontinentálním zdrojem práva a že řada dalších jevů tento účinek buď oslabuje nebo posiluje. Například jak vyšší míra individualismu, tak vyšší vzdálenost moci posilují účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost. Opačně působí kvalita právního rámce a vymahatelnost práva, čím jsou vyšší, tím je účinek koncentrace nižší. Metodická doporučení jsou pak založena na analýze metodických rozhodnutí učiněných v primárních studiích. Jednou z nejsilnějších implikací je, že jak teorie zastupitelnosti, tak teorie správcovství mohou platit, a to ačkoli staví na protikladných předpokladech a dávají protikladná doporučení. Záleží však na kontextu, zejména kulturním. Ten určuje, které předpoklady a tudíž i doporučení jsou adekvátní.

Klíčová slova

Koncentrace vlastnictví, výkonnost podniku, teorie zastupitelnosti, teorie správcovství, zastupitelský problém, míra individualismu, vzdálenost moci, typ vlastníka, měření koncentrace vlastnictví, měření výkonnosti, meta-analýza.

Abstract

Corporate Governance is a contemporary and attractive topic. Still, even though the effect of ownership concentration on corporate performance is often examined, a definitive consensus has not been reached yet. Numerous authors claim that the causal relationship between these two phenomena does not exist, others do find it. Rich evidence suggests that the ownership concentration indeed affects the firm performance, but is strongly influenced by context. Theories most closely related to this topic formulate utterly different propositions. Moreover, despite the fact that current knowledge indicates cultural differences importance, their impact has not been examined on a theoretical nor empirical level sufficiently.

This work offers a structured review of empirical studies on given topic with emphasis on a meta-analysis of possible moderators, including cultural differences. It brings a range of results altogether with methodical recommendations both for primary and meta-analyses. Let us select some of the results: the ownership concentration has a positive effect on firm performance in countries with continental law origin, while some circumstances weaken this effect and some strengthen it. For example, both higher individualism and higher power distance strengthen the positive effect of ownership concentration on firm performance. On the other hand, the quality of legal framework and the rule of law work the opposite way: the higher they are, the less positive is the effect of ownership concentration on firm performance. The methodical recommendations are based on the analysis of methodical choices made in primary studies. One of the most important implications is that both agency theory and stewardship theory may be valid, even though they build on opposite assumptions and derive opposite advice. The point is that the context matters, most importantly the cultural features. These determine which assumptions and therefore advice is adequate.

Key words

Ownership concentration, firm performance, agency theory, stewardship theory, agency problem, individualism, power distance, owner type, ownership concentration measures, firm performance measures, meta-analysis.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem habilitační práci *Koncentrace vlastnictví a výkonnost podniku: meta-analýza s přihlédnutím ke kulturním odlišnostem* vypracoval samostatně a uvedl v ní všechny použité literární a jiné odborné zdroje v souladu s právními předpisy, vnitřními předpisy Masarykovy univerzity a vnitřními akty řízení Masarykovy univerzity a Ekonomicko-správní fakulty.

V Brně, dne 30. dubna 2018

.....

Poděkování

Děkuji své rodině za bezbřehou trpělivost.

Obsah

Úvod	15
1 Teoretické ukotvení	18
1.1 Oddělení vlastnictví od řízení (Separation of ownership and control)	18
1.2 Teorie firmy (Theory of the firm)	22
1.3 Teorie kapitálové struktury (Capital structure theory)	23
1.4 Teorie zastupitelnosti (Agency theory)	24
1.5 Teorie správcovství (Stewardship theory)	29
1.6 Teorie zdrojové závislosti (Resource dependence theory)	35
1.7 Institucionální teorie (Institutional theory).....	36
1.8 Teorie zájmových skupin (Stakeholder theory)	37
1.9 Shrnutí teoretických základů.....	38
2 Správa společností (Corporate governance).....	42
2.1 Vymezení správy společností	42
2.2 Mechanismy správy společností	43
2.3 Modely správy společností.....	45
2.3.1 Anglosaský systém	45
2.3.2 Kontinentální systém	48
2.3.3 Japonský systém.....	51
2.4 Shrnutí: Klíčové charakteristiky a porovnání anglosaského a kontinentálního systému.....	53
3 Kulturní odlišnosti a správa společností	55
3.1 Souvislost mezi kulturními odlišnostmi a správou společností.....	55
3.2 Proč by měla být souvislost mezi prvky kultury a správou společností	56
3.3 Proč právě individualismus a vzdálenost moci	57
3.4 Operacionalizace kulturních odlišností	58
3.4.1 Individualismus versus kolektivismus (IDV)	58
3.4.2 Vzdálenost moci (PDI)	58
3.5 Shrnutí.....	59
4 Vlastnická struktura jako mechanismus správy společností.....	60
4.1 Koncentrace vlastnictví	60
4.1.1 Proč koncentrovat vlastnictví.....	60
4.1.2 Proč vlastnictví nekoncentrovat.....	61
4.1.3 Koncentrace vlastnictví a vztah k výkonnosti podniku: nelineární souvislost?	62
4.1.4 Determinanty koncentrace vlastnictví	65
4.1.5 Problém endogeneity.....	67
4.2 Typ vlastníka.....	69

4.2.1	Institucionální vlastnictví	71
4.2.2	Korporátní vlastnictví.....	73
4.2.3	Bankovní vlastnictví	75
4.2.4	Individuální vlastnictví	76
4.2.5	Rodinné vlastnictví a rodinné podnikání	77
4.2.6	Zahraniční vlastnictví, FDI	78
4.2.7	Státní vlastnictví.....	79
4.2.8	Vnitřní-manažerské vlastnictví	80
4.2.9	Zaměstnanecké vlastnictví.....	81
5	Metodika	82
5.1	Měření koncentrace vlastnictví	82
5.2	Měření typu vlastníka	86
5.3	Měření výkonnosti.....	87
5.3.1	Ukazatele finanční výkonnosti.....	88
5.3.2	Longitudinální přístup.....	90
5.3.3	Použití a kombinace více ukazatelů.....	90
5.4	Kontrolní proměnné	91
5.4.1	Moderační a mediační efekty, dělení kontrolních proměnných	93
5.5	Meta-analýza	94
5.5.1	Předchozí meta-analýzy na téma vlastnická struktura a výkonnost podniku	95
5.5.2	Omezení meta-analýzy	98
5.6	Vzorek.....	99
5.7	Metoda	101
5.8	Data.....	104
5.9	Hypotézy a model.....	106
5.9.1	Specifikace modelu.....	112
5.9.2	Operacionalizace proměnných	112
6	Analýzy a výsledky	114
6.1	Popisné statistiky	114
6.2	Základní meta-analýza	116
6.3	Analýza moderátorů	117
6.3.1	StudyID.....	117
6.3.2	Identita vlastníka jako moderátor	118
6.3.3	Operacionalizace koncentrace vlastnictví jako moderátor	119
6.3.4	Operacionalizace závisle proměnné jako moderátor	120
6.3.5	Právní systém jako moderátor.....	121

6.3.6	Metoda odhadu modelu – využitý koeficient účinku jako moderátor.....	122
6.3.7	Kontrola endogeneity jako moderátor.....	123
6.3.8	Kontrola linearity jako moderátor.....	124
6.3.9	Kontrola dalších proměnných jako moderátor	125
6.3.10	Zkoumané období jako moderátor	126
6.3.11	Vymahatelnost právních institucí jako moderátor	127
6.3.12	Ochrana minoritních vlastníků jako moderátor	128
6.3.13	Kvalita správy společností měřena pomocí GMI jako moderátor.....	129
6.3.14	HDP na obyvatele jako moderátor	129
6.3.15	Tržní kapitalizace v poměru k HDP jako moderátor.....	130
6.3.16	Míra individualismu jako moderátor.....	131
6.3.17	Míra vzdálenosti moci jako moderátor	131
6.3.18	Plný model, proměnné bez chybějících hodnot.....	132
6.3.19	Plný model, s proměnnými s chybějícími hodnotami	134
6.3.20	Plný model, s proměnnými míra individualismu a míra vzdálenosti moci.....	135
6.4	Publikační zkreslení.....	135
6.5	Analýza citlivosti, testy robustnosti	136
6.5.1	Identifikace studie (StudyID).....	136
6.5.2	Operacionalizace závisle proměnné.....	137
6.5.3	Metoda odhadu modelu – využitý koeficient účinku.....	137
6.5.4	Právní systém a země.....	137
6.5.5	Journal	138
6.5.6	Rok publikování.....	139
6.5.7	Modely odhadnuté pro konkrétní množiny	139
7	Diskuze.....	141
7.1	Shrnutí.....	151
	Závěr	156
	Literatura.....	159
	Seznam grafík.....	181
	Seznam tabulek.....	182
	Seznam příloh.....	183
	Seznam zkratk	184
	Přílohy	185

Úvod

Správa společností je předmětem řady diskuzí a prací už dlouhé desítky let, téměř století. U rozdmýchání zájmu o tuto oblast stálo dílo Berleho a Meanse, publikované již před bezmála devadesáti lety (1932). Přes soustředěné zkoumání a množství empirických analýz se nejedná o téma vyčerpané. Naopak, neodpovězené otázky přibývají. Příkladem je Zákon o obchodních korporacích s platností od roku 2014, kde je z pohledu našeho tématu nejzajímavější možnost volby jedno a dvojúrovňové struktury správních orgánů akciových společností. Jiným příkladem, na který úzce navážeme později, je formulování teorie správcovství, alternativy k zavedenější teorii zastupitelnosti. V neposlední řadě rozmach studií z Číny nebo arabských zemí přináší nejen nové odpovědi, ale také nové výzvy. Ostatně podobně jako o čtvrt století dříve rozmach studií ze zemí s kontinentálním systémem správy společností otevřel otázku druhého typu zastupitelského problému a vedl k formulování zmíněné teorie správcovství. K zájmu o správu společností přispívají nejen nezodpovězené otázky, ale i kauzy jako byl pád Enronu, WorldComu nebo selhání správy společnosti v případě TV Nova v České republice.

Jedním z významných mechanismů správy společností je koncentrace vlastnictví. Vlastně už práce Berleho a Meanse (1932), bez jejíž citace se neobejde žádná práce na toto téma, je studií o vlivu koncentrace vlastnictví na řízení společnosti, potažmo na její výkonnost. Oddělení výroby a spotřeby umožnilo specializaci ve výrobním procesu, vyšší specializace vedla ke komplexnějším výrobním procesům s potřebou kooperace a koordinace. Akcelerován technologickým pokrokem dospěl tento vývoj, samozřejmě i z mnoha dalších důvodů, k organizaci výroby nejprve formou společenství s oddělenými řídicími činnostmi od výkonných, následně formou společností s účastí více vlastníků, a posléze i k oddělení vlastnictví od řízení. Právě oddělení vlastnictví od řízení je centrálním problémem práce Berleho a Meanse, kteří postulují, že při rozptýleném vlastnictví je společnost fakticky řízena manažery, ne vlastníky. Rozdílných zájmů vlastníků a manažerů se následně chopila teorie zastupitelnosti a učinila z nich své ústřední téma. Koncentrace vlastnictví je tak vnímána především jako prostředek sladění zájmů vlastníků a manažerů, nicméně bylo by chybou domnívat se, že sladění zájmů vlastníků a manažerů je jediným důsledkem koncentrace vlastnictví, že koncentrace vlastnictví je jediným mechanismem k tomuto cíli vedoucím a že sladění zájmů vlastníků a manažerů je jediným problémem, který je třeba řešit a kterému se literatura věnuje.

Navzdory velkému zájmu o tuto problematiku, a to nejen akademickému, ale i politickému, existuje celá řada bílých míst, neodpovězených otázek. Níže například zmíníme skupinu teorií snažících se vysvětlit fungování firmy, včetně aspektů týkajících se efektivní kapitálové, tedy i vlastnické struktury. Z těchto teorií pak plynou různá očekávání o vlivu vlastnické struktury na výkonnost podniku, z čehož vyplývají hypotézy, které si leckdy protiřečí. Ne jinak je tomu s výsledky empirických analýz. I ty dochází k protikladným výsledkům. Zde právě tkví část motivace k našemu úsilí: strukturovaná rešerše výsledků empirických analýz má potenciál vysvětlit rozdílné výsledky, přesněji řečeno zjistit důvody této rozdílnosti, tudíž určit, zda a za jakých podmínek které výsledky platí. Ačkoli obvykle nepracuje s primárními daty, může být její vysvětlovací schopnost velmi vysoká.

Dalším zdrojem motivace ke studiu tohoto tématu jsou aspekty, jejichž vliv na předmětnou souvislost lze očekávat, ale doposud nebyl zkoumán. Jedná se o kulturní odlišnosti, konkrétně míru individualismu a vzdálenost moci. Představa o tom, co je racionálním jednáním člověka, se mění. I v oblastech správy společností, chování na kapitálových trzích a příbuzných, se prosazují prvky behaviorální ekonomie, mezi něž kulturní odlišnosti patří. Nicméně zatímco primární studie již tento vývoj reflektují, bohužel tak nečiní žádná zkoumající souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku, ani žádná z meta-analytických studií na toto či příbuzné téma.

Předmět zkoumání a výzkumné cíle

Objektem našeho výzkumu mohou být v užším slova smyslu empirické studie souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, v širším smyslu se jedná o firmy ve smyslu obchodních společností (či dle zákona č. 90/2012 korporací), bez omezení na konkrétní formu, velikost, zemi či právní systém. Stanovenou populací jsou reportované empirické souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Vzhledem k dosavadním výsledkům, jež jsou značně heterogenní, až rozporuplné, musíme předpokládat, že moderátory mají velmi silný vliv. Ten se může projevovat tak, že daná souvislost platí jen za určitých podmínek, nebo tyto podmínky mění směr či tvar souvislosti. Cílem práce je tedy *prozkoumat souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku včetně identifikace podmínek, za kterých daná souvislost platí, které ji mohou zesilovat či oslabovat, měnit její směr či tvar*. Navazujícími dílčími cíli jsou:

1. vymezení a analýza teorií vztahujících se ke zkoumané souvislosti,
2. analýza prvků správy společností vztahujících se ke zkoumané souvislosti,
3. analýza prvků národních kultur s potenciálem vztahu ke zkoumané souvislosti,
4. formulování modelu relevantních moderátorů a mediátorů nalezených v krocích 1 – 3,
5. strukturovaná rešerše výsledků primárních studií na dané téma,
6. meta-analýza těchto výsledků.

Výzkumná otázka vztahující se k našemu cíli je vlastně sérií otázek: *Existuje souvislost mezi mírou koncentrace vlastnictví a výkonností podniku? Pokud ano, za jakých podmínek? Jakého nabývá tvaru, směru a síly a jak se tyto aspekty v různých podmínkách mění?* Ze stávajících poznatků totiž vyplývá, že první z těchto otázek nelze spolehlivě zodpovědět bez odpovězení otázek navazujících. Operacionalizace hlavního cíle a těchto výzkumných otázek do sady pracovních hypotéz je provedena v metodické části práce.

Struktura práce, použité metody

Struktura práce přibližně sleduje stanovené dílčí cíle. Vyjma úvodu a závěru je členěna do sedmi hlavních kapitol.

První kapitola představuje teoretické ukotvení v nejširší podobě. Diskutuje a analyzuje teorie, které někteří chápou jako alternativní teorie firmy, jiní jako teorie alternativní k teorii firmy. Ať tak, či onak, tyto teorie se snaží vysvětlit chování firem, rozhodování firma versus trh, vnitřní či vnější financování, vnitřní či vnější kontrola a podobně. Proto se úzce vztahují ke správě společností a svým způsobem tvoří paradigma, na němž správa společností staví.

Druhá kapitola pak představuje správu společností coby především mechanismy sladování zájmů zúčastněných skupin, což jsou typicky nejen vlastníci a manažeři, ale také věřitelé, zaměstnanci a další. Velmi důležité je identifikování klíčových charakteristik modelů správy společností a porovnání anglosaského a kontinentálního modelu.

Třetí kapitola je stále rešeršní a vymezuje způsoby, jakými se kulturní odlišnosti týkají správy společností, vybírá jako klíčové dimenze míru individualismu a vzdálenosti moci a předkládá tedy především důkazy o jejich možných souvislostech s problematikou zastupování a správcovství.

Čtvrtá kapitola již zužuje pozornost na vlastnickou strukturu, především koncentraci vlastnictví a souvislost s výkonností podniku a zabývá se možnými důvody a podobami této souvislosti, a také důležitými aspekty, jako jsou možná nelinearita či obrácená kauzalita (problém endogeneity).

Pátá kapitola spojuje předchozí rešeršní části s následnými statistickými analýzami. Diskutuje možnosti operacionalizace hlavních konstruktů, koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniků, shrnuje potřebné

kontrolní proměnné a moderátory, představuje meta-analýzu jako hlavní nástroj tohoto výzkumu, použité výpočetní postupy i použitá data a formuluje hypotézy a ověřovaný model.

Šestá kapitola prezentuje meta-analytické výpočty ve čtyřech krocích. Nejprve zkoumá vliv jednotlivých potenciálních moderátorů samostatně a následně i v kontextu působení ostatních proměnných. Vzhledem k tomu, že se povětšinou jedná o nominální proměnné, neprodukuje využitá výpočetní metoda způsob ovlivnění zkoumaného vztahu daným moderátorem, což nahrazují tradiční postupy (t-test, ANOVA, korelace). Ve třetím kroku je testována robustnost dosažených výsledků a zvláště je analyzována otázka publikačního zkreslení.

Sedmá kapitola diskutuje výsledky, zasazuje je do kontextu poznatků jiných autorů, porovnává je s očekáváními formulovanými v rešeršních částech práce a vyslovuje se tak ke stanoveným hypotézám. Řadu hypotetizovaných moderátorů potvrzuje, prostřednictvím čehož se vyslovuje i k platnosti teorií zastupitelnosti a správcovství.

Závěr již sumarizuje výsledky a implikace spíše na obecnější úrovni, zmiňuje omezení a shrnuje doporučení.

Práce je psaná v první formě množného čísla pro vtažení čtenáře do děje, lepší zpřístupnění textu čtenáři. Autorský plurál jsem nezvolil z důvodu týmového charakteru práce nebo pro navození dojmu obecně přijímaného názoru. Pro zamezení všem pochybnostem bych chtěl nad rámec prohlášení o samostatném zpracování práce (viz výše) uvést, že pomoc jsem přijal pouze od Amita Tandong z Globaliconnect s maticovými vzorci v Excelu (array formula), jež byly nutné pro převod databáze vzniklé kódováním na matici vhodnou pro statistické analýzy, a od Lucie Holbíkové, která do matice laskavě dodala hodnoty proměnných vymahatelnost práva, ochrana minoritních vlastníků, kvalita správy společností, HDP na obyvatele, tržní kapitalizace, individualismus, vzdálenost moci a sestavila seznam literatury. Celá práce je mým vlastním dílem, včetně kódování 1415 výsledků 272 článků, z nichž 514 je využito k výpočtům, jež jsem provedl a interpretoval zcela sám. Pokud není u obrázku (grafiky) či tabulky uveden zdroj, znamená to v souladu s normou ČSN ISO 690: 2011 výsledek vlastní, doposud nepublikované práce.

1 Teoretické ukotvení

Otázka koncentrace vlastnictví, jejich determinant a důsledků, je překvapivě širokým tématem. Kultyš (2016, s. 614) vyjmenovává následující vědní obory mezi těmi, které přispívají k poznání v oblasti správy společností: ekonomie, finance, management, sociologie, psychologie a etika. I při zúžení pozornosti na koncentraci vlastnictví musíme vzít v potaz řadu teorií. Současné práce v oblasti správy společností se obvykle opírají o více než jednu teorii; koneckonců Park a kol. (2009) uvádějí, že žádná teorie v této oblasti není dostatečně vyčerpávající, aby zahrнула všechny potřebné aspekty chování firmy. Nejčastěji zmiňovány bývají teorie zastupitelnosti, institucionální teorie a teorie zdrojové závislosti (Boyd a Solarino, 2016). Park a kol. (2009) v tomto kontextu zmiňují dále teorii transakčních nákladů, neoklasickou teorii, teorii vlastnických práv, evoluční teorii. V této kapitole se tedy pokusíme představit ty teorie, jejichž pomocí lze predikovat účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost, nebo jeho absenci. Analyzujeme předpoklady, na kterých stojí, důsledky, které předpovídají a doporučení, která dávají.

1.1 Oddělení vlastnictví od řízení (Separation of ownership and control)

Výchozím bodem našeho tématu je oddělení vlastnictví a řízení firmy. Berle a Means adresovali tento fakt již v roce 1932 ve svém díle *The Modern Corporation and Private Property*. Ačkoli se tehdy omezili na velké podniky v USA, platnost jejich tvrzení se postupem času značně rozšířila, a alespoň v některých aspektech, je můžeme aplikovat na jakýkoli podnik, kde k oddělení vlastnictví a řízení skutečně došlo. Stigler a Friedland (1983) shrnují východiska, na kterých Berle a Means (1932) staví, takto: (1) velké podniky jsou vlastněny tolika majiteli a jejich podíly jsou tak rozptýlené a marginální, že žádný z majitelů nemá skutečnou moc nad managementem takového podniku; (2) vrcholový management vlastní až nepatrně malé podíly podniků, které řídí; (3) zájmy vlastníků a manažerů se zásadně rozcházejí. Na Berleho a Meanse navázala okamžitě řada autorů. Například, v následujícím roce argumentoval relevantními čísly předseda hospodářské komise sněmovny reprezentantů, S. Rayburn: „*Je pravidlem, že management velkých korporací vlastní jen nevýznamný zlomek akcií spojených s hlasovacím právem*“ (Stigler a Friedland, 1983, s. 243).¹ Jeho argumentace byla v podstatě ve shodě s tvrzeními Berleho a Meanse a v návaznosti na tato fakta byly v USA přijaty Zákon o cenných papírech z roku 1933 (Securities Act of 1933) a Zákon o burze cenných papírů z roku 1934 (Securities Exchange Act of 1934) (Stigler a Friedland, 1983). Fama a Jensen (1983a) na Berleho a Meanse navázali a teorii o oddělení vlastnictví od řízení operacionalizovali. Jejich závěrem je, že správnější než o oddělení vlastnictví od řízení by bylo hovořit o oddělení *rozhodovací funkce* (decision function) od funkce *nesení rizika* (risk-bearing function). Firma je pro ně, podobně jako pro Alchiana a Demsetze (1972) a Jensena a Mecklinga (1976) bodem střetu množiny smluvních vztahů (blíže viz část Teorie firmy). Tyto smluvní vztahy, ať již psané nebo nepsané (s. 321) tvoří vnitřní pravidla (internal rules of game) specifikováním práv všech agentů v organizaci, kritérií, pomocí nichž jsou agenti hodnoceni a výplatní funkce, která pro ně platí (s. 302). S ohledem na následující část Teorie zastupitelnosti je třeba učinit terminologickou poznámku: Fama a Jensen (1983a) označují pojmem agent jak vlastníky, tak manažery. S tímto na vědomí tedy nebudeme ve zbytku této části používat pojmy pověřující a pověřovaný (principal a agent), ale pouze agent. Slovo agent lze totiž přeložit i ve smyslu teorie zastupitelnosti: zástupce, zmocněnec, ale i v mírně odlišném významu, zde adekvátním: činitel, jednatel. Nejdůležitějšími smlouvami jsou pak podle Famy a Jensena (1983a) ty, které specifikují (1) podstatu zbytkových práv a (2) alokaci kroků rozhodovacího procesu mezi agenty. Fama a Jensen (1983a) rozdělují organizace do dvou typů: těch, které oddělují rozhodovací funkci od funkce nesení rizika a těch, které tyto dvě funkce kombinují a vykonávají je stejní agenti. Zbytková práva identifikují Fama a Jensen se zbytkovými právy na výnosy. Rozhodovací proces pak dekomponují jiným způsobem, než je obvyklé v tradiční teorii rozhodování. Typickou ukázkou takových kroků rozhodovacího procesu uvádí Blažek (2014): Definování,

¹ Demsetz (1983, s. 388) přináší relevantní statistiky.

Analýzování, Generování, Klasifikace, Hodnocení, Rozhodnutí. Fama a Jensen (1983a) se na rozhodování dívají z obecnější perspektivy a důležité jsou pro ně čtyři kroky (s. 303): 1. Inicivace, 2. Schválení, 3. Implementace a 4. Monitorování. Rozhodovací funkci pak dělí na funkci rozhodování (decision management), které kombinuje první a třetí krok, a na funkci kontrolu rozhodování (decision control), kombinující druhý a čtvrtý krok. Z důvodu lepšího odlišení rozhodovací funkce (nadřazeného pojmu) a funkce rozhodování (podřazeného pojmu) budeme pro funkci rozhodování používat termín decision management a pro funkci kontroly rozhodování adekvátně decision control. Hypotézy Famy a Jensena (1983a, s. 304) jsou dvě: 1. oddělení funkce nesení rizika od decision management vede k oddělení decision management od decision control. 2. kombinace decision management a decision control v rukou několika málo agentů vede k omezení množství agentů se zbytkovými právy na výnosy (jinými slovy omezení okruhu vlastníků). Výsledek jejich teoretické analýzy toho, jaká uspořádání práv na výnosy a rozhodovacích a kontrolních práv vedou k větší pravděpodobnosti přežití firmy, tvrdí, že (A) kombinace decision management a decision control je vhodná pouze pro malé firmy, typicky s osobním ručením (v originále různé formy proprietorship) kde je tím pádem omezen okruh vlastníků a dochází ke kombinaci výše uvedeného i s nesením zbytkových práv na výnosy u stejných osob. Dále (B) k oddělení funkce nesení zbytkového rizika od decision management dochází v komplexních organizacích v tom smyslu, že informace relevantní pro rozhodování jsou rozptýleny mezi mnoho agentů v celé organizaci. Proto efektivní rozhodovací systém v takové organizaci je systém s rozptýlenými rozhodovacími právy. Minimalizace problémů zastupování je pak dosažena oddělením decision control a decision management. Také (C) dochází k oddělení funkce nesení zbytkového rizika od decision management z důvodu rozptýlených zbytkových práv na výnosy, jinými slovy pokud má firma mnoho vlastníků. V takovém případě je pro ně nákladné účastnit se decision control. Důsledkem je oddělení zbytkového rizika od decision control. Dále pak oddělení decision management od decision control pomáhá omezit problémy zastupování. Nástroje pro oddělení decision management a decision control podle Famy a Jensena (1983b, s. 332) zahrnují: 1. hierarchie rozhodovacích pravomocí, 2. rady ředitelů, které schvalují i monitorují nejdůležitější rozhodnutí a najímají, propouštějí a odměňují top management, a 3. motivační systémy, které podporují vzájemné monitorování mezi rozhodovateli.

Fama a Jensen (1983a) se pozměněnou terminologií a navazující analýzou snaží rozšířit aplikovatelnost konceptu oddělení vlastnictví od řízení dle Berle a Means (1932) z veřejně obchodovaných akciových společností (v originále open corporations, více k upřesnění významu na str. 303 v pozn. pod čarou č. 5) i na další organizace. V českém prostředí by se jednalo nejen o všechny formy podnikání; Fama a Jensen (1983a) hovoří např. i o neziskových organizacích (s. 323). Výhody zavedení zbytkových práv prostřednictvím veřejně obchodovaných akciových společností definují Fama a Jensen (1983b) takto²:

1. Neomezené sdílení rizika mezi nositeli zbytkových práv – sdílení rizika touto formou je efektivnější než zbytková práva, která nejsou oddělitelná od rozhodovacích rolí, jako např. ve společnostech s osobní účastí. Riziko nositele zbytkových práv je také možno jednoduše diverzifikovat tak, že své prostředky vloží jako nositel zbytkových práv jiné společnosti.
2. Specializované nesení rizika nositeli zbytkových práv – je typické, že v komplexní organizaci, jakou obvykle veřejně obchodované akciové společnosti jsou, je třeba agentů specializovaných na management společnosti. Ti jsou obvykle schopni takto fungovat pouze v jedné společnosti, čímž v případě, že by byli zároveň nositeli zbytkových práv, výrazně roste jejich riziko v porovnání se situací, kdy mohou toto riziko rozložit mezi více společností. S růstem rizika těchto specializovaných agentů roste i riziková přírážka, kterou tito specializovaní agenti požadují v porovnání s agenty, kteří mohou riziko diverzifikovat napříč více společnostmi.

² Opět musíme upozornit, že Fama a Jensen (1983b) ztotožňují stejně jako Fama a Jensen (1983a) zbytková práva pouze se zbytkovými právy na výnosy. To se vztahuje i ke zde uvedenému výčtu bodů 1. – 5.

3. Zvyšování základního kapitálu – díky jednoduchému zvyšování počtu nositelů zbytkových práv nebo jejich podílů, je jednoduché zvyšovat základní kapitál a organizace se tak může jednoduše rozšiřovat, kdykoli je to efektivní.
4. Specializovaný management – jak bylo uvedeno v bodě 2., je třeba agentů specializovaných na management společnosti. Ti ale nemusí být ochotni nést jakékoli riziko spojené se zbytkovými právy jakéhokoli typu. Navíc, nositele zbytkových práv, jsou-li zároveň manažery, nemusí být jednoduché odstranit v situaci, že jsou nekompetentní.
5. Tržní hodnota – pokud jsou zbytková práva jednoduše zcizitelná a oddělitelná od ostatních rolí v organizaci, je tržní hodnota zbytkových práv vyšší, než v opačném případě. V tom je totiž pro nositele rizika racionální připsávat budoucím peněžním tokům hodnotu nižší.

Je zřejmé, že ne všechny závěry vyplývající z této části Oddělení vlastnictví od řízení jsou aplikovatelné např. na české nebo jiné prostředí v plném rozsahu, případně že mají stejnou důležitost jako v USA nebo ve Velké Británii. Čtenář si asi sám uvědomuje, že role veřejně obchodovaných akciových společností je v České republice i v mnoha dalších zemích mnohem menší. Rozdíly jsou také v likviditě zdejšího akciového trhu, jeho objemu vůči HDP, koncentraci vlastnictví, množství drobných akcionářů nebo roli bankovních úvěrů (zde srovnej s bodem č. 3 výše). Více se těmto rozdílům mezi zeměmi budeme věnovat později a zde odkážme na (úspěšnou) snahu Fama a Jensena aplikovat body 1. – 5. na další formy vlastnictví (1983b, s. 333 a dál).

Ještě dodejme, že Fama a Jensen (1983a) volili jako kritérium efektivnosti uspořádání práv pravděpodobnost přežití organizace. Demsetz (2011) poznamenává, že efektivitu vlastnického uspořádání nelze hodnotit bez znalosti podmínek, v nichž má společnost existovat, a bez znalosti úmyslů vlastníků – tedy cílů, jichž chtějí dosáhnout.

Pro Berleho a Meanse (1932) byl vznik „moderní korporace“ zapříčiněn oddělením vlastnictví od řízení důvodem k obavám, dokonce se domnívali, že tím dochází k významnému oslabení společenské funkce soukromého vlastnictví přerušením spojení mezi efektivní alokací zdrojů a soukromým vlastnictvím, mezi něž vstoupila vlastnická struktura redukující motivaci manažerů k maximalizaci zisku Demsetz (1983, s. 375-6). Výše i níže přinášíme myšlenky autorů, kteří, byť někdy s drobnými výhradami (např. Fama a Jensen, 1983 a jejich odlišná terminologie), na Berleho a Meanse navazují a s nimi souhlasí. Nicméně musíme přiznat, že již v době vzniku jejich díla existovaly i názory opačné. Např. Veblen (1921, cit. z Demsetz 1983) moderní korporaci vítal s tím, že oddělení vlastnictví od řízení znamená přesun řízení od kapitalistů k technikům, přičemž věřil, že zatímco kapitalistům jde o zisk, který je ne vždy slučitelný se zájmy spotřebitele, tak technikům jde o technickou efektivitu a růst produkce.

Poněkud později Cubin a Leech (1983) a následně Leech (1987) polemizovali o skutečném oddělení vlastnictví a řízení a vzniku tzv. manažery řízených korporací (management controlled). Berle a Means definovali řízení jako „skutečnou moc volit radu ředitelů (nebo její většinu), ať již pomocí práva volit nebo vyvíjením tlaku, který ovlivní jejich volbu“. Definovali pět typů řízení (více v části o měření koncentrace vlastnictví), přičemž nejrozptýlenější vlastnictví označili za manažery řízenou korporaci. Leech (1987) ale nesouhlasí s tím, že rozměňování vlastnictví znamená ztrátu kontroly. Naopak věří, že původní jediný vlastník-manažer si může uchovat zásadní vliv i s velmi malým podílem (zde se odvolává na empirické důkazy Hermana, 1981). Důležitější než skutečný vlastnický podíl je pro něj, jakým způsobem k rozptýlení vlastnictví došlo. Pokud se tak stalo v průběhu dlouhého časového období díky postupnému růstu firmy a pro postupný růst, je podle Leeche sporné, zda skutečně původní vlastník-manažer (resp. jeho rodina) ztrácí vliv na řízení. Cubin a Leech (1983) také formulují pravděpodobnostní volební model (probabilistic voting model), který bere v úvahu tvoření koalic, a který by měl přesněji definovat skutečný vliv na řízení v dané korporaci. Více k tomuto však až v části měření koncentrace vlastnictví.

Nyman a Silberston (1978) podobně jako Cubin a Leech (1983) nevěřili v masový vznik manažery řízených korporací. Jako důvody uvedli:

1. Nesouhlasí s názorem Gordona (1961), Galbraitha (1967) a dalších, kteří se domnívají, že i když má konkrétní zájmová skupina velký vlastnický podíl nebo je reprezentována v radě ředitelů, je její vliv na řízení značně omezen tím, že velká část rozhodovacích pravomocí je v rukou dalších manažerů (top managementu vyjma těch přítomných v radě ředitelů, středního a nižšího managementu). Nyman a Silberston (1978) kontrují svými případovými studiemi, ze kterých vyplývá, že i v takovém případě můžeme korporaci považovat za vlastnický řízenou.
2. Druhým argumentem je, že tvrzení o existenci manažersky řízených korporací autorů Berleho a Mease (1932), Gordona (1961) nebo Larnera (1970) vychází z konkrétního přístupu k empirickým datům nebo z toho, že jim potřebná data chyběla. Berle a Means (1932) např. nebrali v potaz řízení prostřednictvím holdingových (nebo také pyramidálních) uspořádání (přesněji kumulaci podílů v ovládané společnosti prostřednictvím více ovládajících společností, pozn. autora). Dále např. později zpřesněná data ukazují, že část korporací označených Berlem a Measem jako manažersky řízené, byly ve skutečnosti vlastnický řízené (Nyman a Silberston, 1978, s. 78 zde odkazují na: Goldsmith a Parmelee, 1940, NRC, 1939, Perlo, 1957). Myšlenku, že konkrétní přístup k empirickým datům hraje velkou roli, rozvinuli dále Cubin a Leech (1983) se svým pravděpodobnostním modelem a v části měření koncentrace vlastnictví na ni navážeme.
3. Třetí argument je podobný druhému, Nyman a Silberston (1978) tvrdí, že aby bylo možno rozhodnout, kdo skutečně korporaci řídí, není adekvátní stanovovat arbitrární statistická kritéria (Cubbin a Leech (1983) souhlasí), jako např. vlastnický podíl x největších vlastníků, ale je třeba individuální, hloubkový rozbor.
4. Posledním důležitým argumentem jsou personální propojení rad ředitelů, kterým nebyla věnována dostatečná pozornost. Např. jak uvádí Zeitlin (1974, s. 1104), v 500 největších amerických korporacích bylo z 2 350 nevykonných ředitelů 361 z ostatních korporací v tomto vzorku a 491 z obchodních a investičních bank. Dle Stanwortha a Giddense (1975) tato provázanost ve Velké Británii v průběhu 20. století rostla. To znamená, že jednání ve shodě je mnohem snazší a centrum moci se v souladu s tím může přesouvat.

Nyman a Silberston (1978) z výše uvedených důvodů doporučují při určování centra moci individuální přístup, a to s důrazem na analýzu mocenských struktur a ne na jejich pozorované chování. Skutečná kontrola se totiž podle nich projeví až ve chvíli, kdy skutečně musí (s. 81). Příkladem citují Chevaliera (1969) uvádějícího exemplární případy IBM, kde rodina Watsonů držela sice jen 3 procenta akcií, přesto byla dominantním vlastníkem, nebo General Electric kontrolovaného Morgan Guaranty přes čtyři dosazené ředitele.

Kromě toho, ač Nyman a Silberston v roce 1978 komentovali obecně přijímané paradigma jako věřící v široce rozšířené manažery řízené korporace, uvedli (s. 74), že součástí tohoto paradigmatu je předpoklad stejného chování vlastníky řízených i manažery řízených korporací. To je v souladu s časově předcházející argumentací Mecklinga a Jensena (1976) i následnou argumentací Famy a Jensena (1983a, 1983b) a dalších.

1.2 Teorie firmy (Theory of the firm)

Teorie firmy (Theory of the firm) je nejobecnějším rámcem, do kterého potřebujeme zasadit námi zkoumanou problematiku. Zároveň je i časově – historicky – první ucelenou teorií z těch, které zde zmíníme. Někteří autoři k teoriím zmiňovaným dále přistupují jako k alternativním k teorii firmy, jiní autoři (např. Park a kol., 2009) vnímají následně rozebírané teorie jako určité myšlenkové proudy v rámci teorie firmy. My se přikloníme k prvnímu, asi častějšímu názoru. Ostatně autoři při zkoumání správy společností nejčastěji zmiňované teorie, teorie zastupitelství, ji vnímají jako odpověď na nedostatky neoklasické teorie firmy, tehdy převládající.

Obsah teorie firmy by se dal určit pomocí otázek, na něž chce odpovědět. Vždyť i R. Coase definoval firmu ve svém článku z r. 1937 tak, že si kladl otázky a hledal k nim odpovědi (např. Coase, 1937, s. 388). Těmi nejdůležitějšími pak jsou: *Proč firmy existují? Kde jsou hranice mezi firmou a jejím trhem? Jak a proč jsou firmy organizovány?* První dvě se vztahují i k našemu tématu. Coase (1937) ve svém článku, který teorii firmy víceméně založil, argumentuje transakčními náklady (náklady indukované při využití trhu) a náklady autority, neboli také náklady koordinace nebo organizace (náklady indukované při využití firmy). Musíme přiznat, že Coaseho práce se dočkala kritiky, jejíž dvě linky jsou pro nás důležité. Za prvé Alchian a Demsetz (1972) zpochybňují roli autority a o způsobu koordinace uvnitř firmy píší jako o sérii smluv, kdy vlastník je definován jako účastník mající smluvní vztah ke všem ostatním [zaměstnancům] a zároveň vlastník zbytkových práv (s. 783). I jednání uvnitř firmy tak vidí jako nakupování a prodej (doslova „purchase and sale“, tamtéž). Alchian a Demsetz tak odpovídají na první otázku, že firmy existují proto, že týmová práce je (mnohdy) efektivnější (s. 779). Jensen a Meckling (1976) s Alchianem a Demsetzem souhlasí, nicméně myšlenku série smluv rozšiřují a věří, že tyto smlouvy tvoří samu podstatu firmy. Nicméně rozšiřují okruh těch, kteří jsou v rámci firmy účastníky smluv. Nevidí rozdíl mezi smlouvami se zaměstnanci a smlouvami s dodavateli, zákazníky, věřiteli atd. (s. 310). Firma, respektive šířeji organizace, je pak pro ně právní fikcí (legal fiction), která slouží jako propojení množiny smluvních vztahů mezi jedinci (tamtéž). Chování uvnitř firmy je pro ně, v podstatných detailech, stejným jako chování trhu (s. 311). V důsledku se podle nich pod hlavičkou *Teorie firmy* skrývá *Teorie trhů* a firma zůstává z pohledu zkoumání toho, jak konfliktní cíle jedinců v ní dosahují rovnováhy, černou skříňkou (s. 306-7, souhlasí např. Short, 1994, s. 203). Vzhledem k tomu, že vlastnictví firmy znamená i uspořádání za účelem kontroly zdrojů (Demsetz, 2011, s. 2), je pro nás výše uvedené důležité. K tomu dále navážeme zavedením pojmů náklady zastupování, které se spolu s transakčními náklady k vlastnictví úzce váží.

K názoru, že teorie firmy³ nijak nevypovídá o chování uvnitř firmy, dochází po Jensenovi a Mecklingovi (1976) i Demsetz (1983). Poznámává, že Berle a Means (1932) pozorovali zásadní rozdíl mezi teoretickým konceptem firmy a skutečnou moderní korporací, přičemž teoretický koncept viděli jako velmi dobrou aproximaci „předkorporátní“ (precorporate) skutečné firmy, která byla štíhlá a „nesmysluprostá“ (no-nonsense). Moderní korporaci viděli, jak jsme výše vysvětlili, jako neefektivní. Nicméně, Demsetz (1983, s. 377-8) upozorňuje na to, že neoklasická teorie firmy řeší, jak cena koordinuje využití zdrojů, ne vnitřní mechanismy skutečné firmy.

Jak uvádí Shortová (1994, s. 204), další vývoj pak směřoval k manažerským (ale i behaviorálním) teoriím firmy. Ty již připouštěly odlišnost zájmů vlastníků a manažerů a střety zájmů i uvnitř firmy mezi manažery a zaměstnanci. Pro nás důležité aspekty však přejímá teorie zastupitelnosti, které se budeme věnovat zanedlouho.

³ Jensen, Meckling i Demsetz se vymezují vůči neoklasickému pojetí Teorie firmy (R. Coaseho a dalších).

1.3 Teorie kapitálové struktury (Capital structure theory)

Teorie kapitálové struktury se zabývá tím, jakými způsoby firmy získávají kapitál. Ve své podstatě tak řeší otázku, zda by měla firma využít ke svému rozšíření vlastní nebo cizí kapitál. Pokud vyjdeme z představy jednoho vlastníka – manažera a přijmeme-li existenci nákladů zastupování, které by vznikly při úpisu základního jmění novému vlastníku – nemanážerovi, pak zbývá získání cizího kapitálu – ten zde zůžeme na dlouhodobé úvěry, typicky bankovní, a obligace, budeme abstrahovat od krátkodobých závazků, typicky vyplývajících z odběratelsko-dodavatelských vztahů (jinak taky obchodní úvěry). Modigliani a Miller (1958) ukázali, že pokud by úroky z cizího kapitálu nesnižovaly daňový základ a pokud by nebyly s případným bankrotem spojeny náklady, hodnota firmy by byla nezávislá na její finanční struktuře. Spojíme-li tyto předpoklady s existencí ručení vlastníků za závazky firmy omezeného na nesplacenou část vkladu, pak by bylo optimální strategií každého vlastníka, z pohledu minimalizace svého rizika, s velmi malým základním kapitálem usilovat o co největší objem cizího kapitálu a s ním podnikat (Jensen a Meckling, 1976, s. 331-2). K podobnému závěru dochází Modigliani a Miller (1963): při akceptování, že omezené ručení je realitou, stejně tak úroky z cizího kapitálu snižují daňový základ a náklady bankrotu jsou nenulové, přestává být hodnota firmy na kapitálové struktuře firmy nezávislá. S každou dodatečně získanou jednotkou cizího kapitálu se hodnota firmy zvyšuje o kapitalizovanou hodnotu daňové úspory (tzv. daňový štít). Přes empirické pozorování faktu, že typická kapitálová struktura je odlišná od výše navrženého zanedbatelného podílu vlastního kapitálu na kapitálu celkovém, nenalezli Modigliani a Miller řešení optimálního bodu (Fama a Miller, 1972). Dnes už je samozřejmě popsáno více mechanismů, které omezují podíl cizího kapitálu na kapitálové struktuře firmy. Z pohledu vlastnické struktury jsou pro nás důležité dva. Na prvním místě existuje efekt, který Jensen a Meckling (1976) označují jako motivační (incentive effect, s. 334). Ten znamená, že věřitelé nejsou ochotni poskytovat prostředky firmě, kterou vnímají jako rizikovou z důvodu, že poměr cizího kapitálu k celkovému je příliš vysoký. V takovém případě totiž roste sklon firmy (resp. vlastníka-manažera) k riskování. Protože riskantnější projekty mohou přinést vyšší zisk, vyplatí se při vysokém podílu cizího kapitálu firmě více riskovat. Je-li projekt ziskový, zaplatí firma (resp. vlastník-manažer) jen předem fixně stanovené náklady cizího kapitálu a zbytek inkasuje sama. Zkrachuje-li projekt, ztrácí firma (resp. vlastník-manažer) jen malou částku v porovnání s možným ziskem. I z tohoto důvodu Jensen a Meckling (1976) preferují termín vlastnická struktura před termínem kapitálová struktura při řešení optimálního poměru vlastního a cizího kapitálu. Konec konců jak uvidíme dále, velká část empirické literatury při zkoumání vlivu vlastnické struktury na výkonnost kontroluje velikost finanční páky.

Druhým důležitým mechanismem jsou výše zmíněné náklady zastupování vznikající při úpisu cizího kapitálu. Vzhledem k tomu, že náklady bankrotu jsou nenulové, je třeba s nimi počítat v pravděpodobnostním rozložení budoucích peněžních toků. Protože čím vyšší je podíl cizího kapitálu, tím rizikovější je pozice firmy a tedy i pravděpodobnost bankrotu, je třeba dát v odhadu budoucích peněžních toků větší váhu nákladům bankrotu, což může činit další získávanou jednotku cizího kapitálu neefektivní (volně interpretováno z Jensen a Meckling, 1976, s. 333). K tomu se samozřejmě přidávají náklady na monitorování a „splaťovací“ náklady („bonding“ costs, více v části Teorie zastupitelnosti).

1.4 Teorie zastupitelnosti (Agency theory)

Teorie zastupitelnosti (Agency theory), je jednou ze základních teorií spojenou s fenoménem oddělení vlastnictví od řízení. Pokud je vlastnictví od řízení skutečně odděleno, pak to znamená, že jeden nebo více vlastníků pověřuje jednoho nebo více manažerů řízením společnosti. Což je v podstatě konkretizovaná definice teorie zastupitelnosti: jedna nebo více pověřujících osob (principal(s)) pověřuje jinou osobu (agent) výkonem určitých úkonů v zájmu pověřujících osob (Jensen a Meckling, 1976). Předpokládá se, že jak pověřující, tak pověřovaná osoba v daném vztahu maximalizují své užítky. To ale znamená, že se otevírá prostor pro takové jednání pověřované osoby, při kterém maximalizuje svůj užitek na úkor osoby pověřující. Ačkoli Etzioni (1995) tvrdí, že člověk při dosahování svého užitku sleduje nejméně dvě „užitečnosti“ – požitek a morálku a rozhoduje se sice individuálně, ale pod vlivem společnosti, jíž je členem, z praktických příkladů, které si uvedeme později, je patrné, že v této oblasti je třeba počítat i s egoističtějším chováním podle neoklasického paradigmatu, tedy že bude pověřovaná osoba maximalizovat svůj užitek racionálně a bude se rozhodovat individuálně. Jinými slovy že skutečně může docházet k jednání na úkor pověřující osoby, a to ač je to nemorální. Sami Berle a Means (1932) se obávali, že oddělení vlastnictví od řízení vytváří podmínky, ve kterých se zájmy vlastníka a nejvyšších manažerů mohou rozcházet a že se i často skutečně rozcházejí. Jensen a Meckling (1976) dokonce připomínají, že i stoprocentní vlastník-manažer nebude vždy jednat v zájmu maximální hodnoty firmy a bude, při maximalizaci svého užitku, čerpat i takové benefity hrazené z firemního rozpočtu, které jsou zjevně nadstandardní a zbytné. Jak poznamenává Mueller (2006, s. 624), motivace manažera převáží nad motivací vlastníka. Sladění zájmů pověřujícího a pověřovaného je tak centrálním tématem teorie zastupitelnosti.

Ačkoli Berle a Means (1932, parafráze z Demsetz, 1983) se obávali, že typický akcionář nemůže uplatnit skutečnou moc k dohlížení na výkonnost manažerů, existuje řada způsobů, jak toho dosáhnout: často zmiňované jsou odměny navázané na dosahování cílů stanovených pověřujícími nebo pečlivé monitorování aktivit pověřovaných. Každý jeden z těchto způsobů však způsobuje určité ztráty pro pověřujícího; dalo by se říct, že indukuje náklady. Ty mohou být peněžní i nepeněžní, ztráta může také plynout z toho, že pověřený nejedná v nejlepším zájmu pověřujícího. Jensen a Meckling (1976, s. 308) proto zavedli pojem náklady zastupování (agency costs), které definovali jako sumu: (1) výdajů na monitorování pověřujícím (kam autoři řadí i odměny pověřenému a podobné), (2) výdaje pověřovaného realizované za účelem sladění jeho zájmů se zájmy pověřujícího, případně výdaje realizované za účelem deklarování sladění zájmů (v terminologii Jensena a Mecklinga tzv. bonding costs), (3) mezera mezi možným prospěchem pověřujícího a jeho skutečným prospěchem, který je nižší proto, že zájmy pověřovaného nejsou v ideálním souladu se zájmy pověřujícího. Fama a Jensen (1983b, s. 327) stručně říkají, že náklady zastupování vznikají, protože sepsání a vymáhání smluv není bezplatné; více k roli smluv je uvedeno v části Teorie firmy. Velmi důležitá je ta vlastnost nákladů zastupování, že se nevztahují pouze na základní kapitál, respektive část vloženou vlastníky – nemanžery (outside equity), ale také na financování pomocí dluhu. Jensen a Meckling (1976) dokonce ukazují, že náklady zastupování se při financování pomocí dluhu velmi podobají nákladům zastupování vznikajícím při úpisu základního kapitálu; jedná se o náklady na monitorování manažerů věřiteli, výdaje manažerů realizované za účelem sladění jeho zájmů se zájmy věřitele a navíc náklady spojené s případným bankrotem a reorganizací (s. 333 a dál). Dostáváme se zpět k *teorii kapitálové struktury*. Mueller (2006, s. 624) definuje náklady zastupování jako náklady vznikající při rozhodnutí upsat akcie vlastníkům-nemanžerům s tím, že mohou být měřeny snížením hodnoty firmy oproti hodnotě, kterou by firma měla, pokud by manažeri nepokračovali v tzv. on-the-job-consumption. On-the-job-consumption znamená výše zmíněné spotřebovávání zbytných a nadměrných benefitů v nejrůznějších formách manažery. Už Berle a Means (1932) se obávali, že oddělení vlastnictví od řízení může vést k přímočarým krádežím firemních aktiv. Shleifer a Vishny (1997) uvádějí, že v 19. století bylo jedním

z nejdůležitějších úkolů *správy společností* takovým krádežím zamezit. Dle Muellera (2006) byly takovéto krádeže odhaleny v souvislosti se skandály Enronu a WorldComu na přelomu tisíciletí, navíc uvádí podobný skandál firmy Parmalat v Itálii. Zatímco přímočará krádež je zjevným důvodem ke kriminalizaci, další forma, které mohou náklady zastupování nabývat, není na první pohled tak patrná. Jsou jí nadměrné odměny manažerům. Ty jsou obvykle schváleny příslušnými orgány – dozorčí radou, radou ředitelů (board of directors) nebo dokonce akcionáři. Tudíž ač je mnohdy můžeme označit za nadměrné, nejsou nelegální. Na druhou stranu, jak vysvětluje Mueller (2006), akciové opce, které se rozmohly v 90. letech 20. století, je těžké přesně ohodnotit ve chvíli, kdy jsou manažerům přidělovány. Ve spojení s dalším nešvarem, manipulací příjmů firmy, mohou akciové opce ve chvíli, kdy jsou uplatněny, nabývat mnohem vyšší hodnoty, než bylo při jejich přidělování předpokládáno, a co je horší, i vyšší hodnoty, než jaká je reálná. Jednak tedy tyto opce podpořily růst nadměrných odměn, v neposlední řadě ale také podpořily manipulace s příjmy. Pokud totiž příjmy odpovídají odhadům trhu, nebo je překonávají, roste cena akcií. A tedy i rozpětí, které manažer uplatňující opce získá. V neposlední řadě pak jsou často na cenu akcií navázány i přímé odměny. V součtu to vedlo k chování, které Mueller (2006, s. 626) označuje jako kreativní účetnictví (creative accounting); dnes se také v anglickém jazyce používá termín earnings management. Americká General Accounting Office odhadla ztrátu tržní hodnoty firem, které mezi lety 1997 a 2002 zpětně přepočítaly své příjmy, na 100 miliard USD (U. S. Government Accountability Office, 2002, s. 5, cit. z Mueller, 2006, s. 627). Bebchuk a Grinstein (2005) uvádějí, že akciové opce, když se začaly v 90. letech rozmáhat, byly spíše přidávány ke stávajícím odměnám, než aby je nahrazovaly. Na empirických datech pak dokazují, že na začátku nového tisíciletí jsou příjmy generálních ředitelů (CEO) o 215 % vyšší, než odpovídalo příjmům generálních ředitelů o deset let dříve, v jinak stejné situaci. Pro pět nejvyšších manažerů byl pak rozdíl téměř 180 %. K tomu Morgenson (2004) přidává poměry platu odměn generálních ředitelů v USA k průměrnému platu zaměstnance 533:1 v roce 2004 a porovnává s dalšími zeměmi: pro Velkou Británii platí 25:1, pro Kanadu 21:1, Německo 11:1, Francii 10:1. Blíže se k rozdílům mezi zeměmi vrátíme v části o *správě společností* v jednotlivých zemích. Další formou on-the-job-consumption a tedy i nákladů zastupitelnosti je nadměrná spotřeba výhod. Ty mohou být pro vnějšího pozorovatele, ale i pro radu ředitelů, dozorčí radu nebo valnou hromadu podobně nenápadné, jako podceněná hodnota akciových opcí. Z těch nápadnějších by se jednalo třeba o cestování firemním nebo pronajatým letadlem (Mueller, 2006). V neposlední řadě se mohou odchylovat cíle vlastníků a manažerů způsobem označeným Jensenem a Mecklingem (1976) výše jako (3), tedy mezera mezi tím, jaká by mohla být hodnota společnosti, kdyby pověřený konal pouze v zájmu pověřujícího. Příkladem je budování impérií (Mueller, 2006 nebo Marris, 1964). Jak uvádějí Jensen a Murphy (1990) i jiní, velikost firmy je nejsilnějším prediktorem odměn manažerů – dokonce silnějším než ziskovost firmy. Kromě toho je velikost i nepeněžní pobídkou: obvykle jsou obdivováni manažeři velkých firem a jsou v tomto upřednostňováni před manažery firem sice ziskových, ale malých. Mueller (1972) také poukazuje na studii Baumola a kol. (1970), která dokazuje, že mezní rentabilita investic zralých firem je pod tržní diskontní sazbou. Jednak to vysvětluje neochotu akcionářů takových firem pouštět se do dalších projektů a jejich preferenci vyplácet raději dividendy, také to ale znamená, že zralé firmy jsou budováním impérií více ohroženy. Mladé, rostoucí firmy totiž obvykle mají dostatek investičních příležitostí, které nepoškozují jejich vlastníky (Mueller, 2006, s. 626). Jinými slovy, jejich mezní rentabilita investic je nad tržní diskontní sazbou. Mueller a Reardon (1993) odhadli ztrátu z neefektivních investic cca 700 amerických firem v období 1970-1988 na cca 1 bilion USD.

Zatímco Jensen a Meckling (1976) i Fama a Jensen (1983a) tvrdí, že náklady zastupování nese vždy nositel zbytkových práv, Demsetz (1983) nesouhlasí. Argumenty prvních jsou založeny na tom, že jakmile vyvstanou pochybnosti o sladění zájmu pověřujícího a pověřovaného, dopadnou vždy plnou vahou na pověřujícího. Například tak, že vlastník (tedy nositel zbytkových práv), rozhodne-li se prodat

část firmy, dokáže ji prodat jen za částku, která v sobě náklady zastupování již zohledňuje. To je také argumentem pro jeden z druhů nákladů zastupování, tzv. bonding costs. Demsetz (1983) zde nesouhlasí. Při své argumentaci vychází ze stavu, kdy se odměna vlastníka-manažera skládá ze tří částí: finanční odměna, nefinanční benefity (explicitně označené jako „known“, tedy „známé“) a zisk vlastníka. Souhlasí s dříve uvedenou tezí, že vlastník-manažer nesleduje jen zisk, ale maximalizaci svého celkového užítku, který není na zisk omezen. Část benefitů, kterou nazývá on-the-job-consumption, a kterou rozeznávali jako součást nákladů zastoupení již Jensen a Meckling (1976) určuje v takové výši, v jaké stejné požitky nemůže vlastník-manažer buď konzumovat v domácnosti – jednoduše proto, že značnou část svého života tráví v zaměstnání – a v jaké je (nákladově) efektivnější je konzumovat v zaměstnání. Celkově pak je výše on-the-job-consumption omezená, protože kdyby byla nadměrná, pak by buď snížila jinou složku odměny vlastníka-manažera, nebo by zvýšila cenu pro zákazníka, který by mohl odmítnout kupovat produkt této firmy, nebo by snížila platy zaměstnanců, kteří by mohli odejít pracovat jinam. To stejné platí pro známou (known) on-the-job-consumption všech zaměstnanců, včetně profesionálních manažerů. Musí být omezena tak, aby firma byla stále efektivní. Uspořádání vlastnické struktury (jinými slovy ošetření nákladů zastupitelnosti) tak Demsetz (1983, s. 377) vidí jako endogenní, tedy automaticky se přizpůsobující okolnostem tak, aby byl maximalizován její cíl (stejný názor zastává např. i Leech (1987) a další). V realitě je problematika on-the-job-consumption komplikována ještě tím, že náklady monitorování (opět rozeznávali již Jensen a Meckling, 1976) jsou nenulové. To oslabuje negativní korelaci mezi finanční odměnou a on-the-job-consumption, a to přinejmenším na individuální úrovni. Tím, že ne veškerou on-the-job-consumption lze monitorovat, nebo se to kvůli monitorovacím nákladům vyplatí, dochází k tzv. kolektivní on-the-job-consumption, která snižuje kolektivní finanční odměnu. Někteří jedinci v dané skupině ale mohou mít vyšší on-the-job-consumption než ostatní. Celkově je ale i skrytá on-the-job-consumption (shirking) omezena jak vnějšími vlivy (pokud není firma efektivní, zanikne) tak vnitřními (výší monitorovacích nákladů). Platí také to, že ve firmách s vyššími monitorovacími náklady bude vyšší skrytá on-the-job-consumption a nižší finanční odměna (Demsetz, 1983, s. 381). Důležitým závěrem, kontrastujícím s mnoha obavami spojenými s oddělením vlastnictví od řízení, je, že není třeba se obávat, že by celková on-the-job-consumption byla v případě oddělení vlastnictví od řízení vyšší. Demsetz (1983, s. 381 a dál) porovnává stav, kdy má firma jednoho vlastníka-manažera se stavem, kdy dochází k oddělení. Již při prvním stavu existuje on-the-job-consumption, jak bylo vysvětleno výše. Vzdá-li se takový vlastník-manažer své manažerské pozice a přenechá-li ji profesionálnímu manažerovi, znamená to, že se vzdává i své on-the-job-consumption. Proto požaduje vyšší finanční odměnu, než doposud. Nový manažer, má-li stejnou úroveň on-the-job-consumption, jako měl původní vlastník-manažer, musí tedy dostávat nižší finanční odměnu, aby vlastník, nyní již nemanážer, mohl dostávat vyšší finanční odměnu rovnající se jeho původní finanční odměně a původní on-the-job-consumption. Celkové náklady a efektivita firmy se tak nezhorší. Dokonce v případě, že část on-the-job-consumption původního vlastníka-manažera byla časově nebo prostorově vázána na zaměstnání (time and place specificity), jako například bylo-li pro něj hodnotou řídit podřízené, přijímat rozhodnutí apod., bude jeho požadavek na snížení součtu finanční odměny a on-the-job-consumption profesionálního manažera vyšší a celkové náklady a efektivita firmy také vyšší, než v případě existence vlastníka-manažera. Demsetz (1983, s. 382) tento efekt nazývá čistým (pure) efektem specializovaného vlastnictví (specialized ownership). Protichůdným efektem jsou pak monitorovací náklady spojené s organizačními strukturami zahrnujícími specializované vlastnictví. Uvádí také, že čím rozptýlenější je vlastnická struktura, tím jsou náklady monitorování vyšší, nicméně je zřejmé, že nelze čekat, že firma s jediným vlastníkem-manažerem je nejbližší firmě maximalizující zisk. Vlastnickou strukturu považuje za automaticky se přizpůsobující a dosahující rovnováhy v optimu (s. 384).

K problému pověřující-pověřovaný dodává ještě Shortová (1994), že jeho dalším aspektem, v literatuře prozkoumaným řadou dalších autorů, je informační asymetrie. Mnohé informace potřebné pro rozhodování pověřujících má v rukou pouze pověřovaný. Obecně k asymetrii informací je více v Arrow (1963) nebo Akerlof (1970), konkrétněji a nověji v Aboody a Baruch (2000) nebo Dedman a kol. (2004). Dále Le-Bretton-Miller a kol. (2015, s. 59) označuje oportunistické chování pověřovaných za „první“ problém řešený teorií zastupitelnosti s tím, že přinejmenším od článku Shleifera a Vishny (1997) se tato teorie zabývá „druhým“ problémem, a to možností, že velcí vlastníci mohou konat na úkor minoritních vlastníků. První problém je tak řešen vyšší koncentrací vlastnictví, která ale zároveň vyvolává druhý problém. V souladu s Muellerem (2006) se budeme tímto zabývat až v rámci části o různých modelech správy společnosti, protože se vyskytuje především v zemích s vysokou koncentrací vlastnictví, tedy typicky s kontinentálním systémem správy společností.

Sladění zájmů pověřujících a pověřovaných

Mueller (2006, s. 628-9) identifikuje čtyři základní způsoby, jimiž může pověřující usilovat o to, aby pověřovaný jednal v jeho nejlepším zájmu:

1. prostřednictvím volby alternativního CEO na valné hromadě,
2. prostřednictvím volby alternativní rady ředitelů,
3. prostřednictvím nepřátelského převzetí společnosti,
4. prostřednictvím soudní žaloby na jednání jsoucí v rozporu s péčí řádného hospodáře.

Všechny tyto cesty jsou poměrně nákladné. U prvních dvou možností by bylo třeba domluvit koalice akcionářů s podobným názorem, což znamená vysoké transakční náklady. Ve třetím případě je vyžadován značný vlastní kapitál, ve čtvrtém případě se transakční náklady projeví jako náklady soudního řízení a náklady zastupování celkově vzrostou i o mezeru mezi vlastníkem zbytkových práv očekávanými výsledky společnosti a skutečnými výsledky společnosti po dobu trvání soudního řízení.

Shortová (1994) přidává další mechanismy sladění zájmů. Některé z nich fungují implicitně, příkladem je „manažerský pracovní trh“, kdy manažerovi (pověřovanému) zneužívajícímu své postavení více hrozí ukončení pracovního poměru s tím, že pracovní trh jej pak bude považovat za neúspěšného manažera. K těmto implicitním mechanismům by patřila i hrozba převzetí, vyjádřená již výše. Další mechanismy mohou fungovat pouze v případě, že jsou explicitně vyjádřeny formou nějaké smlouvy. Pověřovaní mohou například vlastnit část společnosti, typické jsou odměny navázané na výkonnostní měřítko.

Demsetz (1983) vyjmenovává možnosti ad Mueller (2006) 1-3 a souhlasí se Shortovou (1994) ohledně disciplinujícího vlivu manažerského pracovního trhu. K tomuto přidává, že manažeři investovali roky práce do svého vlastního lidského kapitálu a příliš oportunistickým chováním by toto budování reputace riskovali. K implicitním mechanismům bychom mohli z Demsetze (1983) přidat ještě starost manažerů o cenu akcií nejen kvůli případnému dopadu na jejich odměny (explicitní mechanismus), ale také pro jednodušší financování ať budování impérií (více např. v Marris, 1964) nebo on-the-job-consumption (více např. Jensen a Meckling, 1976).

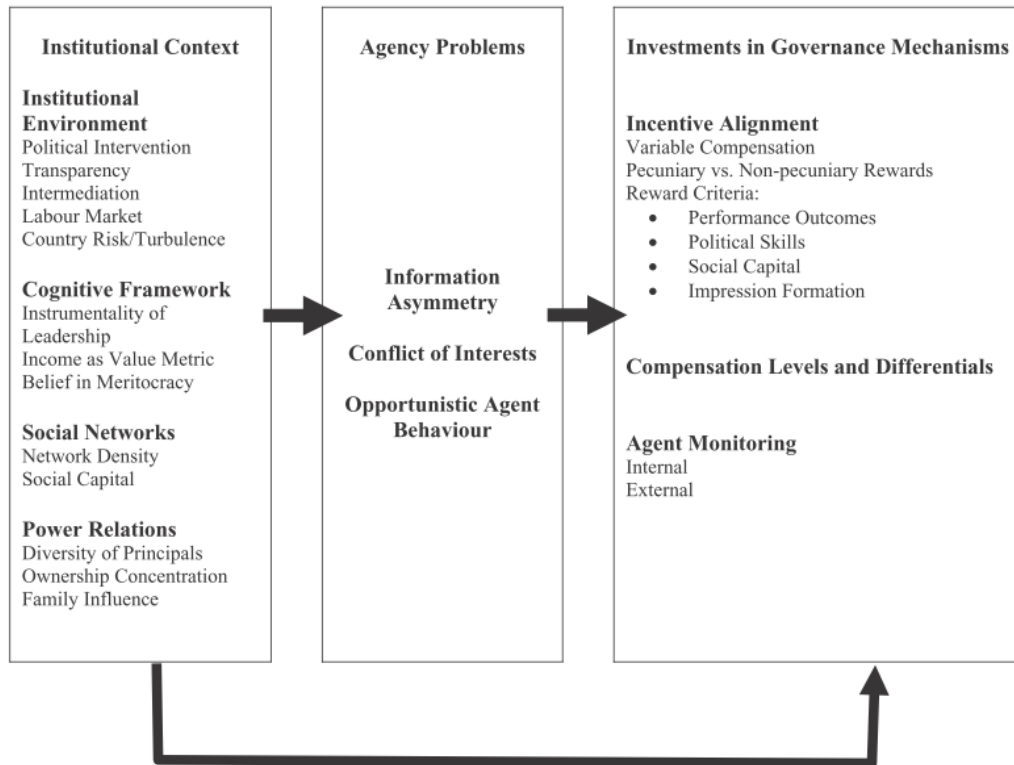
Jensen (1993) uvádí čtyři síly zmenšující rozdíl mezi rozhodováním manažera a jednáním optimálním z pohledu společnosti (ve smyslu society):

1. Kapitálové trhy: nepřátelská převzetí.
2. Právní/politické/regulatorní systémy: ve smyslu ad Mueller (2006) bod 4 výše, Jensen uvádí případ úspěšné deregulace AT&T (1993, s. 850).
3. Tržní síly na trzích finální produkce i výrobních faktorů: zde se jedná o myšlenku, že firma musí produkovat s konkurenceschopnými náklady, tedy i náklady na (skrytou i zjevnou) on-the-job-consumption a další jsou tímto omezeny. Více výše v této části. Nicméně Jensen (1993, s. 850) považuje tento mechanismus za příliš pomalý, poslední instanci, která když se projeví, pak již nejspíše došlo ke ztrátě části hodnoty firmy, a to i nemalé.
4. Interní řídicí mechanismy v čele s radou ředitelů: Jensen ve svém článku z 1993 obhajuje svou tezi o selhání těchto mechanismů. Činí tak téměř dekádu před skandály Enronu a dalších a přesto se odkazuje (s. 850, pozn. p. č. 30) na 44 pramenů jako na *částečný* seznam dokládající toto selhání. Více se interním řídicím mechanismům budeme věnovat v části Správa společností.

Zatímco my jsme zavedli výše dělení manažery disciplinujících mechanismů na implicitní a explicitní, Körner (2008, s. 11) je dělí na 1) právní a regulatorní, 2) interní a 3) externí. Lze uvažovat také o dělení na interní a externí, kde externí by zahrnovaly i právní a regulatorní, tedy v dělení Jensena (1993) výše body 1. – 3., v dělení Muellera (2006) výše by se jednalo jen o bod 3.

Jak uvidíme v následující části, teorie zastupitelnosti může být kritizována pro zjednodušení některých předpokladů. Davis, Schoorman a Donaldson (1997, s. 24) přináší následující seznam výtek: Jensen a Meckling (1994) kritizují model člověka v teorii zastupitelnosti jako zjednodušený pro matematické modelování a nerealistický. Dle Doucouliagose (1994) označování veškeré motivace jako sobecké (self-serving) nepopisuje dostatečně dobře komplexnost lidského chování. Podle Hirsche, Michaelse a Friedmana (1987) tato zjednodušení omezují zobecnitelnost teorie zastupitelnosti. Eisenhardtová označila teorii zastupitelnosti za kontroverzní již v roce 1989. Na narůstající kritiku reagují např. Wiseman a kol. (2012) snahou o „sociální teorii zastupitelnosti“ (social theory of agency), která by vycházela z flexibilnějších předpokladů, zvláště beroucích na zřetel konkrétní institucionální rámec. Konkrétnější zasazení institucionálního kontextu do problému nabízí obrázek níže.

Obr. č. 1: Institucionální kontext a jeho dopad na problémy zastupitelství a mechanismy správy společností



Zdroj: Wiseman a kol., 2012, s. 206.

Heracleous a Lan (2012) souhlasí. Vzhledem k tomu, že se jedná hlavně o reakce na formulaci teorie správcovství, přejdeme nyní k ní.

1.5 Teorie správcovství (Stewardship theory)

Teorie správcovství je do určité míry opakem teorie zastupitelnosti a někdy je tak chápána, přesněji je ale hovořit o vzájemném doplňování. I Kultys (2016) vnímá tyto teorie jako konkurenční nebo komplementární, v závislosti na situaci. Prvními autory, kteří se pokusili teorii správcovství uceleně formulovat, byli v roce 1989 Donaldson a Davis⁴. Teorie správcovství je tak podstatně mladší, než teorie zastupitelnosti. Jejím základním tvrzením je, že „manažeři nejsou motivováni individuálními cíli [jako pověřování v teorii zastupitelnosti], ale jsou spíše správci, jejichž [vnitřní] pohnutky jsou v souladu s cíli pověřujících“ (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997, s. 21). Zatímco teorie zastupitelnosti se opírá o model člověka (model of man⁵) coby homo oeconomicus, který vykresluje podřízené jako individualisty, oportunisty a sloužící sami sobě (self-serving), teorie správcovství vidí podřízené podle modelu člověka kolektivistického, pro-organizačního (pro-organizational) a důvěryhodného (tamtéž, s. 20).

Donaldson a Davis (1991, s. 51) shrnují vybrané základní charakteristiky teorie zastupitelnosti takto: je založena především na konfliktu mezi zájmy vlastníka a manažera, čímž dostáváme manažera, jehož racionální maximalizace vlastního užitku je charakterizovaná kalkulováním pravděpodobných nákladů a přínosů, tedy hledajícího odměny a vyhýbajícího se trestání, zvláště finančnímu. To odpovídá modelu Teorie X podle McGregora (1960).

⁴ V roce 1989 publikováno jako konferenční příspěvek, v roce 1990 jako working paper, zde se odkazujeme na verzi článku z roku 1991, publikovanou v recenzovaném časopise.

⁵ Man zde explicitně chápáno „genderově nespécificky“, tedy bez odkazu na konkrétní (mužský) rod (Davis, Schoorman a Donaldson, 1997, s. 20, pozn. p. č. 1).

Teorie správcovství je ale založena na jiných předpokladech, které čerpají z psychologie a sociologie. Například Segrestin a Hatchuel (2011) označují východiska teorie zastupitelnosti ohledně motivace pověřovaných za zcela nerealistická. V souladu s pracemi McClellanda (1961), Herzberga (1959) nebo i Maslowa (1970) tvrdí, že motivace⁶ manažera, zde terminologicky správce, může mít jiné příčiny a průběh. Dle Donaldsona a Davise (1991, s. 51) může být správce motivován i satisfakcí pramenící z úspěšného výkonu náročné práce, vysoké zodpovědnosti, uplatňování autority a tím uznání vrstevníků i nadřízených. Navíc se mohou manažeři identifikovat s organizací, zvláště pokud v ní působí již delší dobu, pomáhali ji založit nebo formovat. Pak mohou potlačit své individuální ego a jejich sebeúcta úzce souvisí s prestiží organizace. Tudíž i v případě, že určitá aktivita bude bez osobního přínosu, stejně ji manažer-správce může vykonat kvůli pocitu povinnosti, tedy terminologií teorie plánovaného chování (Theory of planned behaviour, Ajzen, 1991) kvůli subjektivní normě (subjective norm). Zde kontrastuje racionální chování dle neoklasického paradigmatu: člověk se rozhoduje při maximalizaci vlastního užitku racionálně a individuálně, s Etzioniho rozšířením (1995): člověk sleduje dvě formy „užitečnosti“, a to požitek a morálku⁷, rozhoduje se přitom ne zcela racionálně, ale i na základě svých hodnot a emocí a činí tak sice individuálně, ale zároveň i pod vlivem společnosti, jíž je členem. Navíc vyvstává otázka subjektivního vnímání vlastních cílů. Pokud teorie zastupitelnosti jasně odděluje zájmy pověřujícího a pověřovaného jako odlišné, organizační sociolog Silverman (1970, cit. z Donaldson a Davis, 1991) říká, že například pokud manažer vidí svou budoucnost jako spojenou s budoucností své organizace, třeba kvůli dlouhotrvajícímu zaměstnání a výhodám z něj plynoucích, pak mohou být zájmy takového manažera v souladu se zájmy vlastníků, ač manažer nemá žádný vlastnický podíl a vlastně i bez působení výkonnostních odměn a podobných. Caldwell, Bischoff a Karri (2002) přidávají, že manažeři-správci nejen rozpoznávají svůj závazek chránit zájmy organizace, ale zároveň věří, že jsou morálně povinni tento závazek splnit.

Další podstatné rozdíly mezi teorií zastupitelnosti a teorií správcovství vyplývají z vnějších faktorů, například ze systému řízení podniku. Davis, Schoorman a Donaldson (1997) rozeznávají systémy řízení podniku (management philosophies) zaměřené na kontrolu (control oriented) a na angažovanost (involvement oriented) definované dle Lawlera (1986, 1992). Systémy zaměřené na kontrolu předpokládají oddělení funkce kontrolní a funkce výkonné. Můžeme zde vidět analogii oddělení funkce rozhodování (decision management) od funkce kontroly rozhodování (decision control) dle Jensena a Mecklinga (1976), které tvoří jeden z výchozích bodů pro teorii zastupitelnosti (více v části Oddělení vlastnictví od řízení). Systémy zaměřené na kontrolu jsou vhodné ve stabilním prostředí, kde jsou důležité nízké náklady, náklady práce jsou nízké, nezaměstnanost je vysoká, pracovníci svým vnitřním nastavením odpovídají teorii X a celkově toto prostředí spěje k nízké fluktuaci zaměstnanců, přičemž pokud tato nastane, pak jsou s ní spojené náklady nízké. Takový systém řízení nepředpokládá a nevyžaduje důvěru mezi řídicím a řízeným prvkem, míra kontroly je relativně vysoká a s případným dalším rizikem ještě roste (Davis, Schoorman a Donaldson, 1997, s. 32-4).

Systémy řízení podniku zaměřené na angažovanost naopak podporují sloučení řídicích a výkonných funkcí kvůli důrazu na sebeřízení. Předpokladem je, že větší odpovědnost a pravomoci pracovníky motivují. Tyto systémy také předpokládají vysokou míru důvěry, protože kontrolní systémy by mohly pracovníky omezovat a demotivovat (Gibson a kol., 2005, s. 264). Systémy řízení zaměřené na angažovanost jsou vhodné v měnícím se prostředí, při zaměření na dlouhodobý horizont a kvalitu, s vysokými mzdovými náklady.

⁶ Zde pro zjednodušení budeme používat termín motivace (tedy vnitřní pohnutky) i pro stimulaci (tedy vnější impulsy).

⁷ Srovnejme s dnes již běžnými pojmy etický konzumerismus nebo konzumace morálky.

Co se týče výše zmíněných kolektivistických tendencí (Donaldson a Davis, 1991, s. 51), Davis, Schoorman a Donaldson k tomu dodávají, že chování správce může být považováno ne za sebestředné, ale za organizačně-středné (organizationally centered). Za samozřejmé považují, že správce musí mít svůj příjem, zároveň ale neváhá obětovat některé ze svých osobních cílů pro dosažení cílů organizace s vírou, že dosažením těchto kolektivních cílů dosahuje i cílů svých.

Shora uvedené dělí Davis, Schoorman a Donaldson (1997) takto na psychologické a situační faktory:

1. Psychologické faktory

- a. Motivace: teorie zastupitelnosti se soustředí především na vnější (extrinsic) stimuly, představované hlavně hmotnými statky s měřitelnou hodnotou. Teorie správcovství se soustředí hlavně na vnitřní (intrinsic) motivační příčiny, převážně nekvantifikovatelné, související v Maslowově terminologii (1970) s vyššími potřebami. Správce je tedy vnitřně motivovaný konat v souladu s potřebami vlastníka i dalších stakeholderů.
- b. Identifikace: správci definují sebe samotné jako součást konkrétní organizace prostřednictvím ztotožnění s misí, vizí a cíli této organizace (s. 29). Úspěch organizace znamená jejich vlastní úspěch.
- c. Uplatňování moci: formální (institutional/organizational) moc (definována stejně jako osobní moc dle Gibsona a kol., 1991) je dle Davise, Schoormana a Donaldsona (1997, s. 31) spojována s teorií zastupitelnosti, v níž je základem vlivu ve vztahu pověřující-pověřovaný. Naopak osobní (personal) moc je základem vlivu ve vztahu vlastník-správce. Formální moc se nabývá a pozbývá spolu s funkčním místem v organizaci, osobní moc se nabývá (i pozbývá) v delším časovém horizontu, například díky odborným dovednostem (tzv. odborná moc, expert power) nebo ztotožněním podřízených se správcem (tzv. přirčená moc, referent power).

2. Situační faktory

- a. Přístup k managementu: systémy řízení podniku vytvářejí kontext, ve kterém zainteresované strany (zde vlastník a manažeři) volí mezi typy vztahů ve smyslu pověřovaného nebo správce. Systémy řízení zaměřené na kontrolu (control oriented) jsou spojovány s teorií zastupitelnosti, zatímco systémy řízení podniku zaměřené na angažovanost s teorií správcovství. Prvně zmiňované jsou totiž navrženy tak, aby nevyžadovaly důvěru, což odpovídá předpokladům vztahu pověřující-pověřovaný. Pro využití angažovanosti je naopak důvěra, která se buduje dlouhodobě, naprosto zásadní a existuje-li v podniku takový systém řízení, je volba vztahu typu vlastník-správce pravděpodobnější.
- b. Kultura: I kulturní aspekty mohou ovlivnit volbu mezi vztahem typu pověřující-pověřovaný a vlastník-správce. Vzhledem k tomu, že teorie správcovství předpokládá kolektivistické chování správce (identifikaci s organizací atd.), lze předpokládat, že bude častěji platná v zemích s kolektivistickou kulturou. Resp. Davis, Schoorman a Donaldson (1997, s. 35) doslova formulují hypotézu, že „lidé z kolektivistických kultur si pravděpodobněji osvojí vztahy vlastník-správce než lidé z individualistických kultur“. Obdobně pro kultury s velkou vzdáleností moci (high power distance) předpokládají spíše vztahy platné pro pověřujícího a pověřeného vzhledem k základní nerovnoprávnosti tohoto vztahu.

Tabulka níže přináší porovnání teorie zastupitelnosti a teorie správcovství v klíčových aspektech.

Tab. č. 1: Porovnání teorie zastupitelnosti a teorie správcovství

	Teorie zastupitelnosti	Teorie správcovství
<i>Model člověka</i>	Homo oeconomicus	Seberealizující se
<i>Chování</i>	Sloužící sobě	Sloužící organizaci
Psychologické mechanismy		
<i>Motivace</i>	Nižšího řádu/ekonomické potřeby (fyziologické potřeby, potřeba bezpečí, ekonomické)	Potřeby vyššího řádu (růst, úspěch, seberealizace)
<i>Srovnává se s/připodobňuje se k</i>	Vnější	Vnitřní
<i>Identifikace</i>	ostatním manažerům	principálovi
<i>Moc</i>	nízké odhodlání/oddanost institucionální (pramení z legitimity, nátlaku a odměňování)	vysoké odhodlání/oddanost osobní (pramení z odbornosti, expertízy)
Situační mechanismy		
<i>Manažerská filosofie</i>	orientovaná na kontrolu	orientovaná na zapojení
postoj k riziku	kontrolní mechanismy	důvěra
časový rámec	krátkodobý	dlouhodobý
cíl	kontrola nákladů	zvyšování výkonnosti
<i>Kulturní odlišnosti</i>	Individualismus	Kolektivismus
	Vysoká vzdálenost moci	Nízká vzdálenost moci

Zdroj: Davis, Schoorman a Donaldson, 1997, s. 37, přeloženo autorem.

Manažer je tak v očích Donaldsona a Davise (1991) správcem, který chce v zásadě odvést dobrou práci, být dobrým správcem aktiv korporace. Problém tedy spočívá ne v tom, jak přinutit manažera konat pro dobro vlastníka, ale v tom, jak mu co nejlépe umožnit toto dobro konat. Vhodná organizační struktura podporující pravomoci a autoritu generálního ředitele (CEO), je proto dle Donaldsona a Davise (1991) lepší cestou k úspěchu než pečlivě sestavené schéma motivačních odměn pro generálního ředitele. Ideálním stavem je pak kumulování rolí generálního ředitele a předsedy představenstva (chair of the board) v jedné osobě. Donaldson a Davis (1991) nachází pro toto tvrzení vlastní empirické důkazy, i odkazují na další práce opírající se o empirická data a docházející ke stejnému výsledku (s. 60). Davis, Schoorman a Donaldson (1997, s. 25) pak dokonce považují přílišnou kontrolu za kontraproduktivní, podryvající pro-organizační chování správce a jeho motivaci. Ke stejnému možnému efektu přílišné kontroly dospěl i Argyris (1964, cit. z Davis a kol., 1997), případně Gibson a kol. (1991, s. 264).

Neubaum a kol. (2017) si všímají, že zatímco byla teorie správcovství operacionalizována do šesti dimenzí (ve výše uvedeném členění jsme dvě situační dimenze shrnuli pod pojem Kultura), nikdo neudělal další krok a nenavrhl instrument vhodný k měření těchto dimenzí, tedy k měření, do jaké míry lze určitou organizaci považovat za správcovskou. Craig a kol. (2011) a Neubaum a kol. (2017)⁸ takový instrument předložili a na empirických datech ověřili. Mimo jiné také poznamenávají, že teorie správcovství se běžně využívá ve výzkumu rodinných podniků – tam již převážila význam teorie zastupitelnosti. Například právě v datech Neubaum a kol. (2017, s. 50) vychází, že „úroveň správcovství“ je pravděpodobněji prediktorem výkonnosti u rodinných podniků než u ostatních.

⁸ Toto jsou stejné autorské kolektivy s různým pořadím autorů, pracující se stejnými daty.

Část empirických důkazů podporuje platnost teorie zastupitelnosti a část teorie správcovství. Např. Rechner a Dalton (1991) našli pozitivní vliv oddělení rolí generálního ředitele a předsedy představenstva na rentabilitu vlastního kapitálu, rentabilitu investic a marže, k podobnému závěru došli Daily a Dalton (1994). Donaldson a Davis (1991) našli ve svých datech opačný efekt, stejně tak Vance (1978) nebo Sullivan (1988, obojí cit. z Donaldson a Davis, s. 60), či Fox a Hamilton (1994). Davis, Schoorman a Donaldson (1997) tak navrhují, že pravděpodobně není „jedna správná teorie“. Podle Donaldsona a Davise (1991) není na místě otázka, zda je jedna z těchto teorií správnější, ale spíše za jakých podmínek je správná. Situaci chování pověřovaného/správce vnímají jako dynamickou, kdy může dojít ke změně chování z módu správce do módu pověřovaného například ohrožením budoucnosti organizace, s jejímiž cíli se do té chvíle správce ztotožňoval. Připomeňme, že vzhledem k tomu, že teorie správcovství se opírá o kolektivismus, mohou být kulturní odlišnosti dalším důvodem pro různé výsledky. Nakonec individualismus versus kolektivismus nebo vzdálenost moci jsou jedněmi ze základních kulturních dimenzí již dle původního výzkumu G. Hofstedeho (1980). Dále Davis, Schoorman a Donaldson (1991, s. 40) dodávají, že volba mezi chováním ve smyslu teorie zastupitelnosti nebo teorie správcovství závisí i na úrovni rizika, které jsou obě strany ochotny podstoupit. Jak vyplývá z výše uvedené tabulky, vztah vlastník-správce nabízí řadu výhod, nicméně obě strany také riskují podstatně více, než zvolí-li si vztah pověřující-pověřovaný.

Albanese, Dacin a Harris (1997) tvrdí, že teorie správcovství je vlastně součástí teorie zastupitelnosti a že její autoři Donaldson a Davis (přesněji odkazují na Davis, Schoorman a Donaldson, 1997a) zaměňují problém zastupitelnosti (agency problem) za samotnou teorii zastupitelnosti (agency theory), čímž se dopouští chyby, v jejímž důsledku pak formulují teorii správcovství jako samostatnou teorii stojící v protikladu k teorii zastupitelnosti. Dále tvrdí, že teorie zastupitelnosti může pojmout pověřované konající ve smyslu správce jako pověřované konající iracionálně. Davis, Schoorman a Donaldson (1997) odpovídají, že problém zastupitelnosti je centrální otázkou teorie zastupitelnosti od článku Jensena a Mecklinga (1976) a že tyto dvě teorie se liší již ve svých samotných základech. Dále vnímají konání správce ne jako iracionální, ale jako racionální, nicméně za jiných předpokladů – které právě formují základy teorie správcovství (k racionalitě správců více v Davis, Schoorman a Donaldson, 1997, s. 24). V neposlední řadě upozorňují na to, že nevnímají rozdílnost teorie zastupitelnosti a teorie správcovství tak, že jen jedna může být správná, ale již od původního článku volají Donaldson a Davis (1991) po zkoumání, za jakých podmínek která z těchto teorií platí (s. 60).

Davis, Schoorman a Donaldson vidí volbu mezi vztahy typu pověřující-pověřovaný a vlastník-správce formou alternativy k vězňovu dilematu. Volba typu vztahu je na obou „hráčích“, kteří oba jsou ovlivňováni shora uvedenými psychologickými i situačními faktory. Možné strategie a výsledky shrnují v matici zobrazené níže.

Obr. č. 2: Model volby mezi zastupitelstvím a správčovstvím

Principálova volba

		<i>Agent</i>	<i>Správce</i>
<i>Agent</i>	<i>Manažerova volba</i>	minimalizace potenciálních nákladů vzájemně zastupitelský vztah 1	agent jedná oportunisticky principál je rozlobený principál je zrazen 2
<i>Správce</i>		4 principál jedná oportunisticky manažer je frustrovaný manažer je zrazen	3 maximalizace potenciální výkonnosti vzájemně správčovský vztah

Zdroj: Davis, Schoorman a Donaldson, 1997, s. 39, přeloženo autorem.

Správčovská organizace

Někteří autoři si kladou otázku, zda existují „správčovské organizace“ (stewardship organization) a co vůbec tento pojem znamená. Segalová a Lehrer (2012), stejně jako např. Dicke (2002) poznamenávají, že značná část vědecké komunity označuje teorii správčovství jako příliš idealistickou a závislou na situačních faktorech na to, aby mohla být přijata jako dominantní ve velkých organizacích. Marvel a Marvel (2008), ale i další, např. pracují s teorií správčovství jako vhodnou pro vztahy s jednotlivými smluvními stranami, ale ne jako centrálním principem systému řízení podniku. Správčovská organizace by pak mohla být definována jako „prodchnuta zásadami správčovské teorie, kde se tyto zásady prolínají systémem [řízení] od top managementu po operativní management. V takové organizaci bude správčovství institucionalizováno ve smyslu ... struktur, strategií a procedur podporujících správčovství a vestavěných do infrastruktury organizace k zajištění, že tyto rutinní aktivity budou probíhat v celé organizaci“ (Crossan, Lane a White, 1999, dle Segal a Lehrer, 2012). Segalová a Lehrer (2012) se k tomu pomocí případové studie snaží dokázat, že i přes doposud trvající „nadvládu“ teorie zastupitelnosti je teorie správčovství uplatnitelná při budování správčovské organizace.

1.6 Teorie zdrojové závislosti (Resource dependence theory)

Vznik a základní charakteristiky teorie zdrojové závislosti

Teorie zdrojové závislosti (dále také jako RBV, Resource-based view), sice není teorií zabývající se vlastnictvím, ale může být použita k predikování, jak a proč různé typy vlastnictví ovlivňují výkonnost podniku. Boyd a Solarino (2016, s. 1288) uvádějí příklady mnoha takových studií (Douma, George a Kabir, 2006, Makhija, 2004, Peng a Jiang, 2010). RBV je často v kontextu správy společností zmiňována (např. Maassen, 2002, Villiers a kol., 2011).

Svůj název získala Teorie zdrojové závislosti článkem Wernerfelta z roku 1984, což ale neznamená, že podobné myšlenky nebyly formulovány dříve. Za všechny můžeme jmenovat např. Pfeffera a Salancika a jejich knihu *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978), ve které je chování organizace vysvětlováno pomocí chování jejího okolí. Pfeffer a Salancik (1978) vidí organizaci jako koalici zdrojů, jejímž účelem je přežití v konkurenčním prostředí (Reitz, 1979). Wernerfelt (1984) se sám odvolává, mimo jiné, na Penroseovou (1959), která definovala firmu jako množinu zdrojů. Zdroji Wernerfelt (1984, s. 172) míní „cokoli, co by mohlo být vnímáno jako silná nebo slabá stránka dané firmy. Formálněji, zdroje firmy mohou být v daném čase definovány jako (hmotná i nehmotná) aktiva, která jsou s firmou dlouhodobě [ne však trvale] spojena.“ Jinými slovy, zdroji jsou dlouhodobá hmotná i nehmotná aktiva. Wernerfelt (tamtéž) uvádí tyto příklady: značka, znalosti a technologie, zkušený personál, obchodní smlouvy, stroje, efektivní procedury, kapitál. K formulování RBV vedla Wernerfelta snaha vysvětlit konkurenceschopnost, a tedy přeneseně i výkonnost firmy pomocí vlastnictví zdrojů určitých vlastností. Rozdíl oproti tehdejšímu mainstreamu je v zaměření ne na produkty, ale na zdroje. Z prací Barneyho (1991), Granta (1991) a Peterafa (1993) vyplývá, že aby mohly být tyto zdroje původci konkurenční výhody, musí být heterogenní, vzácné, cenné, obtížně reprodukovatelné a nenahraditelné. Barney (1986a, 1986b) byl jedním z těch, kteří RBV dále rozvíjeli. Ačkoli navazoval především na Pfeffera a Salancika (1978) a na Wernerfelta (1984) nijak neodkazoval, podobně jako on zaměřil svůj pohled spíše dovnitř organizace, než na její okolí. Právě unikátní zdroje podle něj mohou být důvodem vyšší výkonnosti.

Vztah teorie zdrojové závislosti a správy společností

I RBV si vysloužila určitou kritiku, např. Priem a Butler (2001) ji (resp. Barneyho pojetí) označili za tautologickou, proběhla i debata, zda jde o teorii nebo jen určitý názor (view, více v Barney 2001 a Priem a Butler, 2001). Přesto je i dnes při studiu správy společností zařazována do teorií pomáhajících vysvětlit fungování mechanismů správy společností. Sám Wernerfelt sice ve svém reflektujícím článku z roku 1995 označil pohled správy společností za v původní RBV chybějící, nicméně postupem let doplněný např. v pracích Montgomeryová a Wernerfelt (1988), Montgomeryová a Hariharan (1991).

Penroseová (1995) upozorňuje, že zanedbání problémů zastupitelnosti má vliv na efektivnost a inovativnost využívání zdrojů. Podle Penga a kol. (2016, s. 297-8) RBV částečně reaguje na „přílišný důraz [teorie zastupitelnosti] na negativní aspekty oportunistu při řešení zastupitelského problému“ a soustředí se na pozitivní aspekty: „dynamiku, tvorbu, získávání a využití zdrojů a schopností, které jsou cenné, vzácné a obtížně napodobitelné“ (Teece, Pisano a Shuen, 1997, cit. z Peng a kol., 2016).

Maassen (2002) identifikuje tři role orgánů správy společnosti při rozhodování. RBV a stakeholderská teorie dle něj zdůrazňují alokaci zdrojů a roli spojnice mezi společností a jejím okolím. Cituje také autory (Zahra a Pearce (1989), Gopinath a kol. (1994) a Jonnergård a kol. (1997)), kteří rozlišují tři obecně akceptované kategorie rolí orgánů správy společností: servisní, kontrolní a strategickou, přičemž servisní role jsou odvozeny z RBV a stakeholderské teorie a vztahují se i k rozhodování správních orgánů. Maassen podrobně informuje o aspektech a náplni servisní role orgánů správy (2002, s. 33-4).

1.7 Institucionální teorie (Institutional theory)

Institucionální teorie se může zdát vzdálena předmětu našeho zájmu, vlivu vlastnické struktury na výkonnost podniku: zabývá se tím, jak národní instituce ovlivňují konkurenceschopnost země. Nicméně institucionální teorie se zabývá i vlivem institucí na chování podniku, navíc právě národní specifika budeme muset zohlednit při porovnávání předpokladů zahraničních výzkumů a při interpretaci výsledků. Strange a kol. (2009) si v kontextu správy společností všímají, že instituce určují mnohými způsoby náklady jednání a liší se dle politického a ekonomického kontextu; různé společnosti (society) vytvářejí a podporují různé instituce, pomocí nichž se realizují obchodní transakce. Některé společnosti (societies) jsou dokonce dle Khanny a Palepua (2000, cit. z Strange a kol., 2009) charakterizovány doslova „institucionálními prázdnotami“⁹ (institutional voids), které vedou ke vzniku specializovaných organizačních forem majících za úkol nahradit chybějící instituce.

Podle institucionální teorie fungují vlastníci v institucionálním prostředí a charakteristiky tohoto prostředí ovlivňují jejich možné aktivity (DiMaggio a Powell, 1983). Dle Boyda a Solarina (2016, s. 1288) pozornost věnovaná institucionální teorii při studiu správy společností v poslední době roste, a to zvláště kvůli zvyšujícímu se počtu studií nepocházejících z USA, pro které je typické zaměření na mezinárodní odlišnosti. Právě institucionální teorie poskytuje vhodný rámec pro zkoumání těchto odlišností a také toho, zda jsou poznatky ze studií provedených v USA, jež historicky výrazně dominovaly, přenositelné do jiného institucionálního prostředí. Stejný názor mají i Strange a kol. (2009).

Jedna z prvních prací formující institucionální teorii byla práce Selznicka (1949, 1957), ačkoli i on samozřejmě navazoval na předchozí autory, např. Barnarda (1938). Selznick (1957) vnímal organizační strukturu jako „schránku“ (vehicle) formovanou v reakci na vnitřní i vnější prostředí. Tento adaptační proces pak nazýval institucionalizací. „...institucionalizovat znamená vdechnout hodnotu přesahující technické požadavky daného úkolu“ (s. 17). Rozdílné přístupy k procesu institucionalizace a definici institucí daly posléze pod hlavičkou institucionální teorie vzniknout různým myšlenkovým proudům. Tyto rozdílné přístupy pro nás nejsou příliš důležité, proto se v definici institucí opřeme o konvenční, sociologickou definici: „...společenské instituce jsou relativně trvalým systémem společenských názorů a organizovaných praktik spojených s různými funkčními oblastmi společenských systémů, např. náboženstvím, prací, rodinou, politikou“ (Scott, 1987, s. 499). Společné přístupu k institucím je vnímání jejich trvalosti, stálosti, stability: „Společenské instituce mají vysoký stupeň stability a fungují jako významný mechanismus společenské kontinuity“ (Hertzler, 1961, s. 84). Podobně jako u teorie správcovství vidíme kořeny institucionální teorie v psychologii a sociologii. Můžeme si všimnout, že definice institucí je velmi podobná definici organizační (nebo národní) kultury, obdobná je charakteristika „trvalosti“ nebo toho, jakým způsobem se instituce/kultura předávají či vznikají. V rámci institucionální teorie však mohou být instituce i formalizované, např. do právního řádu. Soustředění se na právní instituce (nejen kodifikované), je charakteristické například pro J. R. Commonse (např. 1931). Hučka a kol. (2007, s. 37) rozdělují instituce na „jednak formální pravidla (ústavy, zákony, vyhlášky), jednak neformální pravidla (normy chování, zvyky, pravidla chování jednotlivců)“.

Z pohledu správy společností je ještě zajímavé zaměření tzv. nové institucionální ekonomie na vlastnická práva. Vlastnictví je totiž další z institucí a lze je rozdělit na práva řízení, tedy nakládání s vlastněným majetkem a na práva výnosů, v případě podniku zisku. Přesnější je ale hovořit o zbytkových právech (rozpracované např. v Milgrom a Roberts, 1997), anglicky residual rights. Právo

⁹ Myšleno v určitých konkrétních aspektech, ne že by určitá země postrádala veškeré instituce/institucionální nastavení.

vlastníka je vždy omezeno dalšími institucemi, přinejmenším právním řádem. Vlastník nesmí se svým majetkem nakládat v rozporu se zákony. Vlastník také může svá práva dále omezit, dobrovolně, například tím, že část z nich převeden na manažery. To už je ale otázka, které jsme se věnovali v části teorie zastupování.

1.8 Teorie zájmových skupin (Stakeholder theory)

Teorie zájmových skupin je také v kontextu správy společností často uváděnou a je poslední, kterou podrobněji probereme. Více je zmiňována ve studiích zabývajících se mezinárodními rozdíly, případně ve studiích zaměřujících se na kontinentální systém správy, kde nachází větší uplatnění. Mueller (2006, s. 629) uvádí tato čísla: na otázku, zda podnik existuje kvůli uspokojování zájmu všech stakeholderů nebo zda by měly mít zájmy vlastníků přednost, zvolilo v Německu 83 % nejvyšších manažerů zájmy všech stakeholderů. Ve Francii to bylo 78 %, ve Velké Británii 29 % a v USA 24 %. Mueller přidává, že politické smýšlení v kontinentální Evropě směřuje, v porovnání s anglosaskými zeměmi, k ochraně pracovních míst, což vede i na úrovni podniků a zaměstnanců spíše ke sledování růstu než ziskovosti (tamtéž).

Davis, Schoorman a Donaldson (1997, s. 25) dávají do spojitosti teorii zájmových skupin a teorii správcovství s tím, že správce, který úspěšně zlepšuje výkonnost podniku, slouží tomuto podniku, jeho vlastníků, ale také dalším zájmovým skupinám – stakeholderům, jejichž zájmy jsou s podnikem spjaty. Můžeme zde vidět obdobu Friedmanova (1970) známého tvrzení, že nejvyšší odpovědností podniku je maximalizovat zisk – s myšlenkou v pozadí, že tato maximalizace zisku prospívá všem ostatním. Neubaum a kol. (2017, s. 39) souhlasí s Davisem, Schoormanem a Donaldsonem (1997) v tom, že správcovy cíle jsou v souladu s cíli organizace a jejich stakeholderů. Mnozí autoři publikující na téma teorie správcovství vidí správce jako osobu vyvažující a adresující potřeby stakeholderů, což je vlastně podstata stakeholderské teorie. Hučka (2007) dále poznamenává, že instituce zkoumané institucionální ekonomii jsou přinejmenším částečně vytvářeny zájmovými skupinami a odpovídají hlavně potřebám těch nejsilnějších zájmových skupin.

Přestože Frederick Sturdivant (1979, s. 24) prohlásil, že „přesný původ stakeholderské teorie není možné zjistit“, je dostupná literatura dokládající existenci principů stakeholderského smýšlení před vlastním artikulováním tohoto přístupu v podobě, v jaké jej známe dnes. Stakeholderská teorie rozvíjí takzvaný stakeholderský pohled na podnik nebo jinou organizaci. Za tímto účelem mimo jiné buduje model zobrazující jednotlivé stakeholdery a jejich vztahy. Značná část přínosu této teorie pro management potom spočívá v tvrzení, že zájem každého ze stakeholderů má určitou hodnotu, ale zájmu žádného z nich by nemělo být umožněno dominovat ostatním (Clarkson, 1995, Donaldson a Preston, 1995).

Za období vzniku stakeholderské teorie jsou často považována 60. léta 20. století. Do roku 1963 se totiž datuje první doložené použití slova „stakeholder“ ve významu, ve kterém jej používáme zde. Slovo stakeholder odkazovalo v interní poznámce Stanfordského výzkumného institutu na „takové skupiny, bez jejichž podpory by organizace přestala existovat“ (Freeman a Reed, 1983, s. 89). Nicméně zásady vlastní stakeholderskému smýšlení, viz výše, lze vysledovat již dříve. Můžeme tak zmínit například Mary Parker Follettovou, která ve svém díle z roku 1918 vyjádřila přesvědčení, že „sítě skupin“ by měly od vládních institucí převzít zodpovědnost za zkoumání a implementaci řešení sociálních problémů. V následující publikaci z roku 1924 zformovala jádro svého přístupu k managementu obhajobou „samosprávného principu umožňujícího růst jednotlivců a skupin, do kterých patří, přímou interakcí mezi nimi za účelem dosažení společných cílů,...“ (cit. z Horne, online). Berle a Means (1932) se zabývali mimo jiné i tím, zda má být s korporacemi jednáno jako s významnými společenskými institucemi,

Barnard v roce 1938 dále argumentoval, že smyslem existence podniku je sloužit společnosti a úkolem manažera je vtisknout tento pocit morálního účelu zaměstnancům.

Po roce 1963 se situace mění. V roce 1965 Ansoff uznává ve své knize *Corporate Strategy* existenci stakeholderské teorie, a to přesto, že z předcházející doby není uváděna žádná publikace, která by stakeholderskou teorií zmiňovala. Ansoff však v tu chvíli stakeholderskou teorií zavrhnul a dal přednost pohledu rozdělovajícímu cíle podniku na ekonomické a sociální, přičemž sociální jsou jen „sekundární, modifikující a omezující“ cíle ekonomické (Ansoff, 1965, cit. z Freeman a Reed, 1983, s. 89). Podle Ansoffa byli stejného názoru autoři F. Abrams (*Management Responsibilities in a Complex World, 1954*) a R. M. Cyert s J. G. Marchem (*A Behavioral Theory of the Firm, 1963*). Rychlejšího rozvoje se pak dočkala stakeholderská teorie v 80. letech po publikacích Freemana a Reeda (1983) a Freemana (1984), které se někdy považují za zakládající tuto disciplínu.

Důležitou otázkou stakeholderské teorie je, kdo je to stakeholder. Není na ni jednoduchá a jednoznačná odpověď. Nejprve bychom měli uvést, že tento termín v angličtině existoval již před rokem 1963, a to v právním významu. Cambridžský slovník (online)¹⁰ pro tento význam uvádí tuto definici: „osoba, která nese zodpovědnost za výhru (v hmotném smyslu) vloženou lidmi sázejícími na výsledek hry nebo soutěže a která tuto výhru předá výherci (poprvé zaznamenáno v roce 1708)“. V ekonomickém významu neexistuje jednoznačná shoda, nejčastěji jsou ale asi uváděny široká a úzká definice dle Freemana a Reeda z r. 1983:

- Široká definice: ti, kdo mohou ovlivnit dosažení cílů organizace nebo kdo jsou ovlivněni dosahováním cílů organizace.
- Úzká definice: ti, na nichž je závislá dlouhodobá existence organizace.

Částek (2010) uvádí cca 30 různých definic z let 1963-1995. Postupem času se ukázalo, že další závažnou otázkou je, kteří stakeholderi jsou tak důležití, že zasluhují pozornost manažera (správce, pověřeného), případně jakou prioritu v dané situaci kterému stakeholderu přisoudit. Nejpropracovanějším systémem je asi model tří atributů (moc, legitimita, naléhavost) Mitchella a kol. (1997) empiricky ověřený Aglem a kol. (1999). Alternativami jsou různé matice zájmu a moci, postoje a moci apod. (více v Částek, 2010).

1.9 Shrnutí teoretických základů

V této části se pokusíme o reflexi doposud prezentovaných poznatků z pohledu aktuálnosti a zeměpisného zaměření, a tím i o širší posouzení jejich využitelnosti pro studium správy společností za účelem operacionalizace pro naši oblast zájmu.

Boyd a Solarino (2016) provedli syntézu výsledků 145 empirických studií na téma vlastnictví korporací a jejich výkonnost. Při jejich obsahové analýze se zaměřili i na otázku, z jakých teorií jednotliví autoři vycházeli. Zdaleka nejčastějšími byly teorie zastupitelnosti, dále to byly institucionální teorie a teorie zdrojové závislosti a opět s velkým odstupem ostatní teorie. Velmi zajímavý je časový pohled, kdy zkoumali četnost teorií v jednotlivých dekadách. Až do roku 2000 jasně dominovala teorie zastupitelnosti, po roce 2000 se začala prosazovat teorie zdrojové závislosti a v menší míře i institucionální teorie a po roce 2010 získala cca 20 % citací institucionální teorie, teorie zdrojové závislosti byla výrazně zatlačena do pozadí, ostatní teorie společně získaly přes 10 % citací. Ve všech obdobích pak dominovala teorie zastupitelnosti (Boyd a Solarino, 2016, s. 1286).

¹⁰ *Cambridge Advanced Learner's Dictionary*. [on-line] Přeloženo autorem. Ve stejném smyslu se vyjadřují i další dostupné anglické výkladové slovníky.

Nesmíme ale zapomínat, že i samotná teorie zastupitelnosti se vyvíjela. Po původním zaměření na problém mezi pověřujícím a pověřovaným se její pozornost upjala i směrem ke vztahům mezi vlastníky (např. Mueller, 2006). To je obvykle vysvětlováno tím, že více a více studií začalo vznikat mimo USA, potažmo mimo anglosaské prostředí. Boyd a Solarino (2016) přináší tvrdá data i k tomuto tvrzení. Do roku 1990 byly v jejich vzorku všechny studie provedeny v západních zemích (označeny jako „west“ bez další specifikace), v 90. letech se začaly zřídka objevovat i studie ze „zbytku světa“ (rest of the world), aby po roce 2000 dosáhly stabilního podílu cca 40 % na všech studiích. Po roce 2005 se začala prosazovat třetí Boydem a Solarinem definovaná kategorie, čínské studie, jejichž podíl rostl zvláště na úkor západních studií a v posledním sledovaném období (2010-2013) dosáhl dokonce většího počtu než západní studie.

Prosazování se jiných teorií než teorie zastupitelnosti zjevně velmi úzce souvisí se vzrůstajícím podílem studií ze zemí mimo USA a Velkou Británií. Boyd a Solarino (2016) označili jako jednu z „ostatních“ teorií právě teorii správcovství. Jak jsme viděli, teorie správcovství klade důraz na kulturní odlišnosti, především na míru kolektivismu, což je dimenze, ve které se USA výrazně odlišují od většiny ostatních zemí. Také lze teorii správcovství velmi dobře propojit se stakeholderskou teorií a obě tak nacházejí větší uplatnění ve studiích mimo anglosaské země, které se objevují až s odstupem po studiích zaměřených na USA a Velkou Británií.

Výše studované teorie můžeme zčásti označit i za teorie firmy. Například Park a kol. (2009) mezi teorie firmy řadí teorii zastupitelnosti a teorii zdrojové závislosti. Další, které vyjmenovává, jsou evoluční teorie, neoklasická teorie, teorie vlastnických práv a teorie transakčních nákladů. Teorii transakčních nákladů (Transaction cost theory, dále TCT) jako relevantní pro studium správy společností uvádějí např. Strange a kol. (2009). TCT se v podstatě také zabývá otázkou, které aktivity má vykonávat firma (tedy mají být řízeny hierarchicky) a které trh (mají být řízeny trhem). Vzhledem k tomu, že transakčním nákladům jsme se věnovali v části Teorie firmy a poznatky této teorie zohledňuje i teorie zastupitelnosti, nebudeme tuto teorii rozebírat samostatně. I Boyd a Solarino (2016) si všímají, že studie v jejich vzorku nevyužívají TCT k vysvětlení vlivu vlastníků na firmu. Neoklasickou teorii jsme víceméně ztotožnili s teorií firmy. Evoluční teorie firmy klade důraz na přirozený výběr, technologické a organizační změny (Nelson a Winter, 1982). Hodgson (1998) považuje evoluční teorii za podмноžinu teorie zdrojové závislosti, kterou jsme již dostatečně podrobně probrali. Pro nás nejdůležitější poznatky teorie vlastnických práv jsme shrnuli pod hlavičkou institucionální teorie, kterou Park a kol. (2009) neuvádějí.

Můžeme pozorovat zajímavý vývoj napříč představenými teoriemi i v jejich jednotlivých rámcích. Tento vývoj má, kromě prostého prohlubování vědění, dva exogenní zdroje. Prvním z nich je rozšíření pozornosti z amerického, případně anglosaského prostředí i na další země, tedy další národní kultury i systémy/modely správy společností. Tohoto faktu jsme se dotkli již výše při citaci dat Boyda a Solarina (2016) a budeme na něj narážet i dále. Druhým faktorem je i rozvoj prostředí, v němž firmy fungují. V souladu s institucionální teorií můžeme identifikovat řadu pro naše zaměření klíčových institucí, které se v čase vyvíjely.

Například v oboru nejčastěji odkazovaná teorie zastupitelství vycházela při svém formování z teze oddělení vlastnictví od řízení. Nejen, že toto oddělení je podstatně větší v anglosaských zemích (menší koncentrace vlastnictví) než v zemích kontinentálního nebo japonského (platného pro mnoho asijských zemí) způsobu správy společností, ale za prvé byla skutečná míra tohoto oddělení zpochybněna pro dobu, kdy teorie zastupitelnosti vznikala (např. Jensen a Meckling, 1976), i pro dobu, kdy vzniklo zásadní dílo Berleho a Meanse (1932)¹¹, a za druhé v posledních dekadách dochází ke zvyšující se

¹¹ Např. v Cubbin a Leech, 1983.

koncentraci vlastnictví i v USA (Pichhadze, 2010). Přímý disciplinující vliv vlastníků je tak pravděpodobně vyšší, než se obvykle uvádí.

Dalším konkrétním faktorem je vývoj legislativy. Legislativní pohled je pro správu společností velmi důležitý a leckdy bývá zmiňován mezi výchozími teoriemi. Např. Hučka (2007) připomíná, že ekonomie byla původně vyučována na právnických fakultách a de facto se jednalo o jeden vědní obor. Zde můžeme zmínit další z mechanismů, jež by měly sladovat zájmy pověřujících a pověřovaných: tzv. trh pro kontrolu společností (market for corporate control). Mluvíme-li o tomto institutu v souvislosti s disciplinováním pověřovaných, pak se v podstatě jedná o možnost nepřátelského převzetí. Technicky vzato je to však širší pojem; Dalton a kol. (2013) vyjmenovávají tyto formy: nepřátelské převzetí (hostile takeover), dobrovolná fúze (voluntary merger), odkup financovaný dluhem (leveraged buyout), prostý odkup akcií (stockholder buyout), spin-off (spin-off), rozdělení (split-up), odprodej části firmy (divestiture), odprodej aktiv (asset sales), likvidace (liquidation). Přesto jsou nepřátelská převzetí nejčastěji zmiňovaným „bičem“ na manažery. Nicméně nepřátelská převzetí probíhají na kapitálových trzích, ty podléhají regulaci a regulace podléhá změnám. Z článku Jensena (1993) vyplývají tři vlny regulatorních, tedy vnějších změn v tomto ohledu. Na sklonku 19. století se jednalo o antitrustové zákony reagující na tehdejší vlnu slučování. Druhá vlna svázala trhy mezi lety 1940 a 1970, kdy se kontrola korporací prováděla primárně hlasováním (proxy process, proxy voting) na valných hromadách (Jensen, 1993, s. 850). Třetí vlna pak přišla v 80. letech, opět jako politická reakce na větší aktivitu nepřátelských převzetí. Ačkoli Jensen (1993) a mnozí další tato nepřátelská převzetí vidí jako přirozenou redukci přebytečných či neefektivních výrobních kapacit a jejich regulaci označuje za jednu z příčin ekonomického poklesu (s. 838), dotčení manažeri si často dokázali vydobýt tato ochranná zákonná a regulatorní opatření.¹² Příklady uvádějí Dalton a kol. (2013) v koncových poznámkách č. 57 a 58 a na straně 29. V roce 2013 se jeho hodnocení vývoje trhu pro kontrolu společností zcela shoduje s více než 20 let starým hodnocením Jensena.

Druhým příkladem vývoje legislativního rámce – institucí je právní úprava takzvaného institucionálního vlastnictví. Institucionálním vlastníkem se v USA myslí především banky, penzijní fondy, vzájemné fondy (mutual funds) a pojišťovny (David, Kochhar a Levitas, 1998). Dalton a kol. (2013) přidávají k výčtu makléřské firmy (brokerage firms) a nadace (endowments)¹³. Ty samy podléhají přísné regulaci a jejich vliv v čase roste. Jensen (1989, s. 66) odhaduje jejich podíl v USA v roce 1989 na 40 %, Boyd a Solarino (2016, s. 1301) poznamenávají, že tito investoři se stali „neskutečně velkými, kdy někteří vlastní podíly v téměř všech kótovaných firmách), což je činí dost velkými a silnými ovlivnit nejen jednu firmu, ale celý trh“. Webová stránka Investopedia (Investopedia, 2004) uvádí, že institucionální investoři drželi v roce 1950 8 % amerického kapitálového trhu, přičemž v roce 2010 byl tento podíl odhadován na 67 %. Pichhadze (2010, s. 73) hovoří v souvislosti se stále se zvyšujícím podílem institucionálních investorů o „institucionalizaci kapitálových trhů v USA“. Zkoumání vlivu přítomnosti institucionálního vlastníka na firmu je zajímavé, ale ponecháme je na později. Nyní konstatujme, že Jensen je v roce 1989 označuje za naprosto bezmocné (doslova powerless), kterým nezbývá jiný mechanismus kontroly, než odprodej akcií firmy, s jejímž vývojem nesouhlasí. Postoj institucionálních vlastníků byl roky charakterizován jejich neaktivitou. Přitom se jedná o agenty pověřené správou cizích aktiv. Pro tento stav se vžilo pojmenování „agents watching agents“. V reakci na tuto neaktivitu manažerů byla v USA přijata legislativní opatření, která je k aktivitě opět přinutila. Slovo opět je na

¹² Navíc k opatřením, která může podnik aplikovat sám. Vyjmenovává je např. Hučka, 2007, od s. 70. Velmi známé jsou tzv. poison pills.

¹³ Tímto by měl být výčet kompletní a přesný, protože Dalton a kol. (2013, s. 20) se odkazují na nařízení americké komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission) o čtvrtletním hlášení 13F.

místě; jak uvádí Jensen (1983, s. 65), institucionální investoři byli aktivní do 40. let 20. století, kdy jejich aktivita přestala být ekonomická. A to v důsledku právní úpravy¹⁴ přijaté ve 30. letech 20. století.

Výše jsme se dotkli jednoho ze tří základních mechanismů teorie zastupitelnosti pro minimalizaci zastupitelského problému, trhu pro kontrolu společností, a zpochybnili jeho dnešní působení. Dalšími jsou samotné vlastnictví a správní orgány. Dalton a kol. (2013, s. 3) zpochybňuje takto působení i těchto dvou mechanismů. Co se týče vlastnictví, lze je v zásadě rozdělit na vnitřní a vnější (insider ownership a outsider ownership). U vnitřního nebo také manažerského vlastnictví se jedná o efekt sladění zájmů pověřených se zájmy pověřujících, protože pověření se stávají pověřujícími. Nicméně tato dlouhodobě zakotvená představa autorů teorie zastupitelnosti byla postupně upřesněna až vyvrácena empirickými studii. U vnějšího vlastnictví se jedná o efekt kontroly, kdy věříme, že dostatečně velký vlastník má dostatečně velkou motivaci kontrolovat management. I zde jsou empirické důkazy nejednoznačné. Vzhledem k tomu, že tento problém pro nás bude centrálním, ponecháme hlubší diskuzi na samostatnou kapitolu a vrátíme se ke třetímu mechanismu, správním orgánům. Dle teorie zastupitelnosti jsou tyto orgány efektivní pouze v případě, že jsou nezávislé. Roli správních orgánů se budeme věnovat jednak v části o správě společností, jednak v části o kontrolních proměnných. Zde tedy jen uvedme, že Dalton a kol. (2013) shrnují tvrzení mnoha dalších autorů o *neexistenci* nezávislosti správních orgánů (jedná se o literaturu zaměřenou na americké prostředí, tedy explicitně hovořící o radě ředitelů). K tomu můžeme přidat i pozici teorie správcovství, která naopak podporuje co nejsilnější a nejméně kontrolovaný top management, což jde proti myšlence nezávislých správních orgánů.

Protože mnohé, co bylo naznačeno, bude efektivnější studovat dále v kontextu různých zemí, kultur, právních řádů a systémů správy společností, přistoupíme nyní k představení správy společností jako celku, definujeme nejrozšířenější systémy/modely správy společností a teprve následně provedeme operacionalizaci jednak pro potřeby strukturované rešerše a z ní vyplývající meta-analýzy, jednak pro potřeby analýzy našich vlastních empirických dat popisujících stav v České republice.

¹⁴ Vyjmenovává tyto zákony: Glass-Steagall Banking Act, 1933, Securities Act, 1933, Securities Exchange Act, 1934, Chandler Bankruptcy Revision Act, 1938, Investment Company Act, 1940.

2 Správa společností (Corporate governance)

Spolu s rostoucím počtem vlastníků a rostoucím oddělením vlastnictví od řízení záleží blaho každého z vlastníků méně a méně na výkonnosti jím vlastněné společnosti; navíc roste poměr nákladů zastupování ke zbytkovým výnosům tohoto vlastníka. Demsetz (1983, s. 386) poznamenává, že případný zájemce o akcie chápe minimální efekt, který mají drobní vlastníci na řízení, a má-li poskytnout svůj kapitál, očekává jiné mechanismy chránící jeho zájmy. Tímto se dostáváme ke správě společností. Právě správa společností může hrát významnou roli ve snižování nákladů zastupování Mueller (2006), Shleifer a Vishny (1997, s. 737) dokonce správu společností definují jako „způsoby, jimiž si dodavatelé financí korporací zajišťují návratnost jejich investic“. Podobně definují správu společností i La Porta a kol. (2000, s. 4), jak ale uvidíme dále, vhodná definice bude zahrnovat více zájmových skupin.

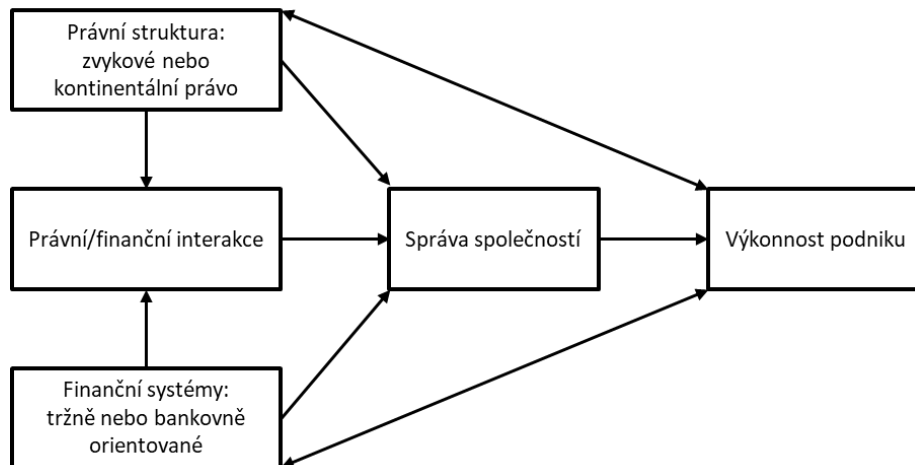
2.1 Vymezení správy společností

Správa společností je poměrně široký termín. Cochran a Wartick (1988) říkají, že tento pojem je zastřešujícím pro mnoho konceptů, teorií i postupů používaných při řízení společností. Není cílem práce poskytnout jejich obsahovou analýzu a naštěstí panuje poměrně dobrá shoda na tom, co vlastně správa společností znamená: v užším smyslu řeší správa společností vztah vlastníků a managementu. Tento význam pochází z publikace *The modern corporation and private property* od Berle a Means, z roku 1932, která je považována za jednu ze zakládajících disciplín Správa společností. Postupem času došlo k zahrnutí dalších „hráčů“, jak bývají někdy nazýváni – Cochran a Wartick (1988) vyjmenovávají akcionáře, správní orgány, vrcholový management a ostatní zainteresované strany (věřitelé, banky a další). OECD (1997) správu společností definuje jako „množinu vztahů mezi orgány společnosti, jejími vlastníky a dalšími stakeholdery“. V současnosti, v souladu s posunem od shareholderského pojetí podniku ke stakeholderskému, lze za zainteresované strany považovat nejen výše uvedené. Typická pro kontinentální modely je účast zaměstnanců; Maassen (2002) uvádí například tzv. works councils v holandském systému správy společností, což je obdoba valných hromad vlastníků. V anglosaském modelu s externí kontrolou jsou pak velmi důležití auditoři, kteří pro trhy stvrzují pravdivost údajů trhům poskytovaných společnostmi. Tricker (1993) spolu s auditory uvádí i regulatorní orgány. Ty mají zvláštní postavení v japonském modelu správy společností, kde jsou často nevýkonnými (ve smyslu non-executive) členy představenstev úředníci – obvykle penzionovaní. Za správní orgány jsou typicky považovány rady ředitelů, představenstva, případně dozorčí rady. Nicméně ať právní rámec či stanovy samotných společností mohou určit potřebu zřízení dalších orgánů i různých komisí. Aldamen et al. (2012) zmiňuje požadavky australského regulátora (Australian Securities Exchange Corporate Governance Council) na ustavení vnitrofiremní auditní komise. Conyon a Peck (1998) zkoumají vliv odměňovacích komisí (remuneration/compensation committee) na příjmy top managementu; zavedení těchto odměňovacích komisí doporučila tzv. Cadburyho zpráva z roku 1992 (Cadbury, 1992).

Definici toho, co by se mělo pod hlavičkou pojmu správa společností mezi výše uvedenými zainteresovanými stranami odehrávat, můžeme začít právě tou od sira Cadburyho (1992), a to jednoduše „správa a kontrola“. Monks a Minow (1995) jsou konkrétnější, píšou o „vztazích mezi participanty za účelem určení směru a [dosažení] výkonnosti korporace“. Opřít se ale můžeme také o vyjádření uznávaných institucí. Světová banka popisuje správu korporací jednak jako struktury a procesy, pomocí nichž jsou společnosti řízeny a kontrolovány, ale také pomocí cílů, které vyjmenovává: vyšší efektivita, lepší přístup ke kapitálu, nižší riziko a pojistka proti špatnému vedení/řízení (International Finance Corporation). Velmi podrobná je OECD, která ve svých principech správy společností (OECD, 2004) na více než padesáti stranách vyjmenovává, co je a co není dobrým naplněním pojmu správa společností.

Ve výše uvedeném vidíme, že od „dobré“ správy společností očekáváme pozitivní vliv na výkonnost společnosti. Správu společností se pokusíme dále operacionalizovat do podoby, ve které bude zřejmý vztah našeho předmětu zájmu (vlastnická struktura) k tomuto nadřazenému pojmu (správa společností). Předtím ale vyjádříme i zasazení samotné správy společností do kontextu, ve kterém se nachází. Učiníme tak s pomocí schématu Andersona a Gupty (2009), na něž později navážeme zvláště v části věnované rozdílům mezi systémy správy společností v různých zemích a právních systémech.

Obr. č. 3: Struktura právního a finančního rámce správy společnosti



Zdroj: Anderson, Gupta, 2009, s. 64.

2.2 Mechanismy správy společností

Aby docházelo ke sladění požadavků všech zainteresovaných stran a aby bylo dosahováno vyšší výkonnosti, disponuje správa společností určitými mechanismy. Užitečným způsobem, jak tyto mechanismy identifikovat, je opřít se o jejich operacionalizaci pro vyhodnocení kvality správy společností. Dvěma nejznámějšími ratingovými agenturami na tomto poli jsou Institutional Shareholders Service (dále ISS) a Governance Metrics International (dále GMI). ISS momentálně nazývá svůj index QuickScore a je založen až na 181 sledovaných veličinách. GMI sleduje přibližně 500 různých kritérií. Ta se dají shrnout do šesti kategorií, např. jako ve studii Bauera a kol. (2008):

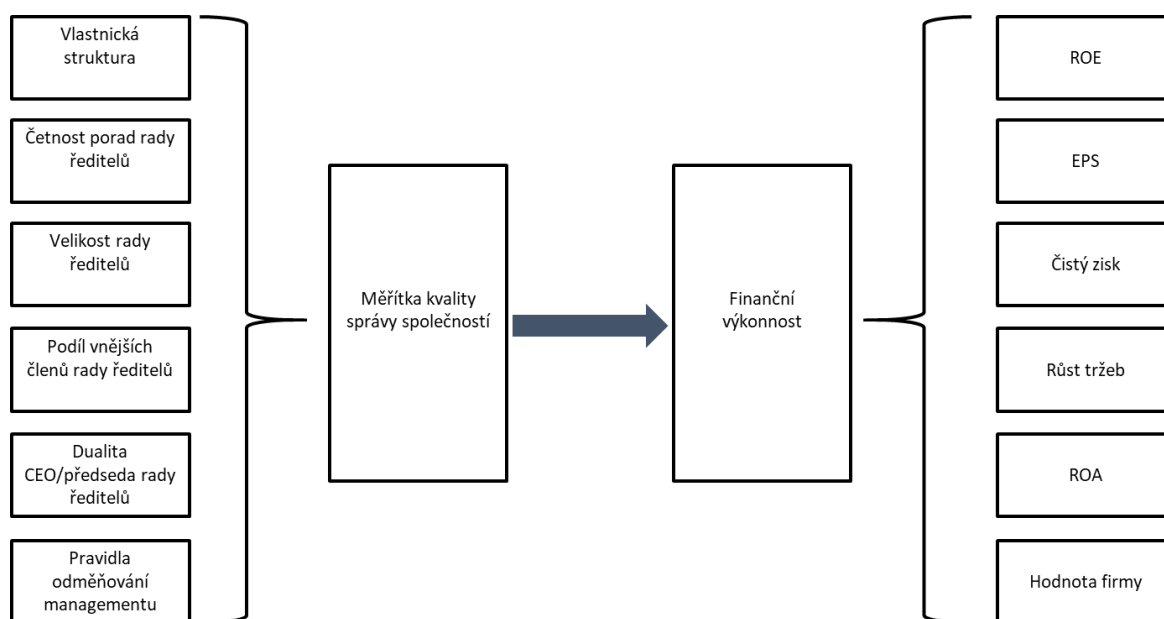
1. zodpovědnost správních orgánů,
2. zveřejňování finančních údajů a interní kontrola,
3. vlastnická práva,
4. odměňování,
5. tzv. trh pro kontrolu společností (market for corporate control, především však možnost nepřátelského převzetí),
6. firemní zodpovědnost.

Koncentrace vlastnictví spadá pod položku 3. vlastnická práva. Podobně v indexu ISS Quick Score, který je do značné míry obdobou indexu GMI, se vlastnická struktura skrývá pod třetí položkou insider vlastnictví. Opřeme-li se o práci Andersona a Gupty (2009), můžeme k již představeným šesti kategoriím přidat:

1. zakládací listina a interní směrnice,
2. audit, auditní komise a související,
3. insider vlastnictví,
4. vzdělání členů správních orgánů.

Podobných přístupů je však v literatuře celá řada. Beiner et al. (2006) formulují svůj index na základě doporučení Swiss Code of Best Practice, Black et al. (2006) formulují tzv. KCGI speciálně pro podmínky Korejské republiky (zde bychom ale měli podotknout, že i index ISS zohledňuje regionální specifika na úrovni zemí). Struktura vlastnictví se promítá do třetího bodu indexu ISS (koncentrace vlastnictví), třetího bodu GMI (typ vlastníka) a například Aslam a kol. (2012) explicitně uvádějí vlastnickou strukturu jako jedno z měřítek správy společností (na následujícím obrázku).

Obr. č. 4: Konceptuální model studie Aslam a kol. 2012, zmiňující vlastnickou strukturu na prvním místě



Zdroj: Aslam a kol., 2012, s. 24.

Millet-Reyes a Zhao (2010, s. 281) dělí mechanismy správy společností na dvě kategorie, interní a externí. Interní dle nich zahrnují:

- radu ředitelů,
- podvýbory rady ředitelů,
- schémata odměňování manažerů a vlastníků,
- další kontrolní systémy.

Externí mechanismy zahrnují:

- účetní zásady a zveřejňovací povinnosti,
- externí auditoři,
- investiční komunita,
- finanční analytici,
- národní právní systém,
- vlastníci samotní.

Agrawal a Knoeber (1996) se zabývají mechanismy sladování zájmů vlastníků a manažerů ve vzájemných souvislostech¹⁵. Identifikují jich sedm:

- manažerské vlastnictví
- institucionální vlastnictví,
- koncentrace vlastnictví (blockholding),
- podíl vnějších ředitelů v radě ředitelů,
- kapitálová struktura – podíl dluhu,
- trh s pracovní silou manažerů (managerial labor market),
- trh pro kontrolu společností (market for corporate control).

Dostali jsme se tak okruhem k tomu, o čem jsme psali na konci části Teorie zastupitelnosti – ke způsobům, jak sladovat zájmy pověřujících a pověřovaných, tentokrát ale v širších souvislostech, které využijeme nyní při identifikování základních modelů správy společností.

2.3 Modely správy společností

Literatura o správě společností rozeznává dva primární, rozšířené modely správy společností. Níže uvedeme jejich základní charakteristiky. Tyto modely jednak tvoří institucionální prostředí pro výkon vlastnických práv, tedy ovlivňují předmět našeho zkoumání, zároveň ale vychází z širšího ekonomického, právního a společenského prostředí (z institucí), jimiž jsou formovány. Pokusíme se tedy shrnout jednotlivé aspekty důležité pro rozlišení těchto dvou systémů.

2.3.1 Anglosaský systém

Anglosaský systém můžeme nalézt především ve Velké Británii a jejích koloniích, případně v dalších zemích, jež jej dobrovolně adoptovaly: USA, Kanadě, Austrálii, Novém Zélandu a mnoha zemích v Africe a jihovýchodní Asii (La Porta a kol., 2000). Z našeho pohledu jej můžeme považovat za relativně homogenní. Právní systém zemí, kde je aplikován, je označován za zvykové právo (common law, také anglosaské, angloamerické, obecné, společné nebo soudcovské právo). Pro svou funkci potřebuje likvidní a dostatečně velký kapitálový trh. Systém vlastnické kontroly se nazývá systémem exit. Pro vlastníky nesouhlasící s vývojem společnosti je nejjednodušší prodat svůj podíl. Pokud jsou tvrzení teorie zastupitelnosti platná, pak s větší pravděpodobností v tomto systému. To stejné platí o oddělení vlastnictví od řízení, které jsme v části shrnutí teoretických základů do značné míry zpochybnili. Díky nízké koncentraci vlastnictví jsou monitorovací náklady mnoha vlastníků příliš vysoké v porovnání s přínosem tohoto monitorování. Podobně transakční náklady spojené s účastí na valné hromadě, případně organizováním hlasovacích koalic, jsou vysoké. Pro vlastníky je v tomto systému příznačné volit ne na valné hromadě, ale prodejem svého podílu ve společnosti. Disciplinující dopad na manažery takové chování má, dokonce v porovnání s kontinentálním systémem velmi rychlý. Prodej akcií znamená pokles jejich tržní ceny, čímž se zhoršují možnosti financování aktivit společnosti a zvětšuje pravděpodobnost nepřátelského převzetí. Bhide (1993) dokonce označuje tuto „volbu nohama“ (voting with feet) za příliš snadnou, vybízející vlastníky spíše než monitorovat aktivity managementu opustit společnost. Je to jeden z faktorů přispívajících ke spíše krátkodobému zaměření investičního horizontu vlastníků. V souladu s tímto se manažeři snaží maximalizovat krátkodobý zisk (nebo hodnotu společnosti).

Koncentrace vlastnictví je v tomto systému nízká. Souvisí to s historickým vývojem, například s dobou a způsobem nástupu industrializace, ale i s identitou vlastníků. Körner (2008) uvádí, že v zemích s dřívějším začátkem industrializace se i dříve rozvinuly kapitálové trhy. Pro společnosti se tak stalo

¹⁵ Dynamickou podstatu těchto vzájemných souvislostí a působení na finanční výkonnost podniku zkoumají empiricky, podrobnosti jejich studie ale využijeme později.

zvykem spoléhat se na ně. To stejné platí i pro domácnosti, které jsou obvykle těmi nejdrobnějšími vlastníky. Jejich podíl na celkové kapitalizaci je relativně velký. Nicméně aktuálním trendem je pozvolné zvyšování koncentrace a snižování podílu domácností i v zemích anglosaského modelu správy společností (Pichhadze, 2010).

V anglosaském systému spoléhají společnosti na trh jako prostředek získávání financí, můžeme mluvit o tržně orientovaných systémech financování. Děje se tak dvěma způsoby, jednak úpisem akcií, jednak emisí dluhopisů (připomeňme, že Jensen silně doporučuje dluhové financování¹⁶). Samozřejmostí je funkční a dostatečně aktivní (likvidní) kapitálový trh (v USA po r. 2000 poměr kapitalizace obchodovaných firem vůči HDP přes 100 % (The World Bank, cit. 29. 1. 2018)). Opatřování kapitálu na trhu je časově náročnější a nákladnější. Vzhledem k relativně vysokým fixním nákladům je vhodné pro větší úpisy/emise a proto není příliš vhodné pro menší společnosti. Společnostem při něm obvykle asistují banky, v USA ale dlouho platila právní úprava, která zamezovala bankám sloučovat funkce auditora, banky obstarávající úpisy/emise, poskytující poradenské služby a poskytující úvěry. Vývojem také prošla právní úprava ovlivňující roli banky jako vlastníka společnosti a z toho vyplývající pravomoci a povinnosti ohledně monitorování manažerů (tedy účasti ve správních orgánech). Obojí vedlo k tomu, že v USA jako prominentním představiteli tržně orientovaných systémů financování je provázání bank se společnostmi historicky podstatně menší, než v bankovně orientovaných systémech. Tržně orientované systémy financování mohou tendovat ke krátkodobějšímu horizontu. Od aktuálních výsledků se totiž odvíjí cena financování jak pomocí úpisu akcií, tak pomocí emise dluhopisů. Vzhledem k tendenci k nižší koncentraci kapitálu a většímu oddělení vlastnictví od řízení (i kvůli zmíněné právní úpravě) se vžilo pojmenování systémů s vnější kontrolou. Větší aktivita na kapitálových trzích tržně orientovaných systémů může být vysvětlena i rozdílnými penzijními systémy, kdy pro bankovně orientované systémy je typické vyplácení penzí prostřednictvím státních rozpočtů, případně v menší míře i prostřednictvím penzijních fondů, které ale mají velmi limitované možnosti investování, a pro tržně orientované systémy jsou typické penzijní fondy na kapitálových trzích aktivní (více také čísla v části Shrnutí teoretických základů).

Ačkoli stakeholderská teorie vznikla a její hlavní rozvoj se odehrál v USA, anglosaský systém správy společností můžeme označit, v porovnání s kontinentálním systémem, za více orientovaný na vlastníky (Mueller, 2006, s. 628-9). V porovnání těchto dvou systémů se tak anglosaský orientuje více na užitek vlastníků. USA jsou charakteristické nejvyšší mírou individualismu jako mezikulturní dimenze, následovány Austrálií, Velkou Británií a Kanadou, dalšími zeměmi s anglosaským systémem (Hofstede Insights). Nový Zéland figuruje v tomto ohledu na sedmém místě mezi zeměmi, které jsou v našem výzkumném vzorku.

Struktura správních orgánů

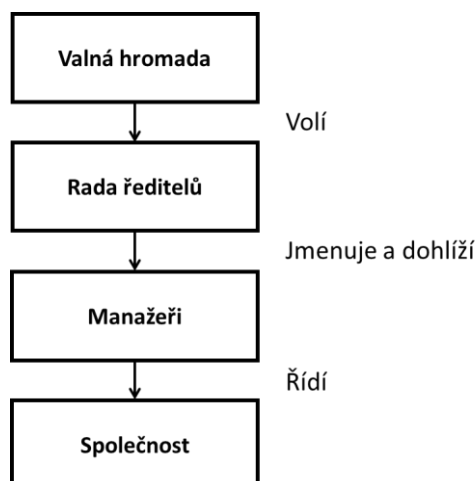
Struktura správních orgánů je nejviditelnější a nejčastěji zmiňovanou charakteristikou obou systémů. Anglosaský systém je označován za takzvaný jednoúrovňový model (one-tier), ve kterém jsou do značné míry sloučeny funkce kontrolní a funkce výkonné, slovy Jensena a Mecklinga (1976) funkce rozhodování a funkce kontroly rozhodování (více v části Oddělení vlastnictví od řízení). Paradoxní je, že Fama a Jensen (1983a) toto sloučení funkcí považují za velmi kontraproduktivní v případě rozptýleného vlastnictví, protože pověřovaný pak posiluje svou pozici vůči pověřujícím (a informační asymetrie roste). Toto sloučení funkcí se projevuje existencí orgánu rady ředitelů (board of directors). Při podrobnějším pohledu můžeme argumentovat, že vhodné složení tohoto orgánu vkládá funkci rozhodování do rukou výkonných ředitelů (executive, insider) a funkci kontroly rozhodování do rukou nevýkonných ředitelů (non-executive, outsider). Rozdíl mezi těmito dvěma kategoriemi ředitelů je

¹⁶ Nejen že věřitel je lépe chráněn než vlastník (souhlasí např. Shleifer a Vishny, 1997), Jensen (1989) argumentuje, že dluhové financování je efektivnější alokací kapitálu než účast na základním kapitálu.

v tom, že výkonní ředitelé jsou současně top managementem, tedy plní funkci výkonnou nebo také funkci rozhodování. Nevýkonní ředitelé by měli plnit funkci kontrolní, resp. funkci kontroly rozhodování. Tímto se rada ředitelů podobá představenstvu a dozorčí radě z dvojúrovňového modelu a oddělení funkcí rozhodování a kontroly rozhodování by mělo být zajištěno. Nicméně mnozí autoři věří, že tomu tak není. Důvody podrobněji popisujeme ve Shrnutí teoretických základů, případně můžeme odkázat na Daltona (2013)¹⁷. Zde jen krátce shrňme, že v minulosti bylo běžnou praxí slučovat funkce generálního ředitele (chief executive officer, CEO), tedy výkonného ředitele, s funkcí předsedy rady ředitelů (chairman of the board, česky někdy také prezident) – ve vzorku Rechnera a Daltona (1991) byla tato takzvaná dualita přítomna v 79 % společností, ve vzorku Donaldsona a Davise (1991) v 76 % společností. Nicméně Donaldson a Davis (1991, s. 52) uvádějí, že v Austrálii postupuje stejně pouze „malá menšina“. Podle teorie zastupitelnosti je dualita a tudíž absence nezávislé kontroly chybou, podle teorie správcovství je to naopak výhodou (více v příslušných podkapitolách výše). Jednou praktickou nevýhodou duality je, že v případě, že je odvolán generální ředitel, přichází o svého předsedu i rada ředitelů.

Dalším důležitým správním orgánem (nejen) anglosaského systému je valná hromada (general shareholder meeting), která se obvykle musí scházet alespoň jednou do roka (odtud tzv. annual general meeting, AGM). Valná hromada je shromážděním vlastníků a označujeme ji za vrcholný orgán společnosti. Pravomoci valné hromady jsou definované daným právním řádem a následně stanovami společnosti, které ovšem valná hromada schvaluje. Deleguje jimi valnou část rozhodovacích práv na radu ředitelů, kterou buď volí, nebo volbu jejích členů (generálním ředitelem) potvrzuje. Pro výkon vlastnických práv je důležité, jaká část vlastníků musí hlasovat pro dané rozhodnutí, aby bylo platné, případně jaká část vlastníků je potřebná k blokaci rozhodnutí. Tyto hranice se opět odvíjí od legislativního rámce a stanov společnosti. V anglosaském systému je, v důsledku rozptýleného vlastnictví, časté hlasování v zastoupení (proxy voting), kterým se mohou utvářet koalice. Jednoduché schéma správních orgánů v anglosaském systému je znázorněno níže.

Obr. č. 5: Jednoduché schéma správních orgánů v anglosaském systému



Uvedené schéma je opravdu zjednodušujícím. Např. v USA přinejmenším nevýkonné ředitele navrhuje do funkcí generální ředitel (CEO), dále část manažerů (tzv. officers) je součástí rady ředitelů, generální ředitel taktéž. Schéma nepostihuje vztahy v radě ředitelů (výkonní vs. nevýkonní ředitelé), ani dualitu,

¹⁷ Zahrnují například závislost odměn nevýkonných ředitelů na generálním řediteli, osobní vztahy v radě ředitelů, křížové personální provázání mezi více společnostmi, kdy výkonný ředitel z jedné společnosti je nevýkonným ředitelem jiné, apod.

kdy generální ředitel zastává zároveň funkci předsedy rady ředitelů. Tyto nuance jsme již vysvětlili v předcházejícím textu, věnujme se tedy ještě dalším „hráčům“, které schéma zatím nevystihuje.

Anglosaský systém je také nazývaný systémem s externí kontrolou. Je tomu proto, že se nepočítá s dostatečnou motivací nebo silou jednotlivých vlastníků, aby mohli kontrolovat manažery sami. Kontrola je tak ponechána na trhu (systém exit a cena akcií). Mnozí autoři zmiňují, že je třeba vhodný legislativní rámec; ochrana vlastníků je údajně v zemích kontinentálního systému horší než v zemích anglosaského systému (např. La Porta a kol., 2000, s. 9). Externí kontrolu umožňují také auditoři, kteří pro trh garantují kvalitu informací poskytovaných společnostmi. Musíme zmínit i věřitele, kteří mají v určitých situacích vyšší zájem na fungování společnosti i vnější ochranu než vlastníci. Častěji než v kontinentálním systému je věřitelem držitel dluhopisů a ne banka poskytující bankovní úvěr. Banky ale vystupují v roli poradních orgánů (úpisů akcií, emise dluhopisů). Další stakeholdery uvádí literatura o správě společností u anglosaského systému jen zřídka, zaměstnance například explicitně nezmiňuje nikdy.

2.3.2 Kontinentální systém

Kontinentální systém je rozšířený především v zemích kontinentální Evropy, ale i mnohé asijské systémy jsou někdy považovány za varianty kontinentálního systému. Při bližším pohledu tak není tato kategorie tak homogenní jako anglosaský systém. Právní systém země, kde je kontinentální systém aplikován, je obvykle kontinentální právo (civil law, také evropské právo). Podle Davida a Brierleyho (1985) jsou základními okruhy obchodního práva anglosaské, francouzské a německé právo, přičemž francouzské a německé sdílí tradici římského práva a spolu se skandinávským právním okruhem je lze počítat do kontinentálního systému. V jednotlivých zemích označovaných za země kontinentálního systému se tak právní systémy do značné míry liší – v rámci zkoumání správy společností se obvykle hovoří o okruzích germánském, francouzském a severském (více např. v La Porta a kol., 2000). Asijské právní systémy mohou být někdy kategorizovány například jako kombinace kontinentálního práva a místních zvyklostí. I z tohoto plyne větší heterogenita systémů správy společností označovaných za kontinentální.

Kontinentální systém nevyžaduje likvidní kapitálový trh a je častou realitou, že takový trh v dané zemi ani neexistuje – typické je to třeba pro tranzitní ekonomiky nebo postkomunistické země. Není zde tedy uplatnitelný systém vlastnické kontroly exit, ale hovoříme o systému vote. Názor vlastníka je v tomto systému jednodušší projevit hlasováním na valné hromadě, v představenstvu nebo dozorčí radě. Díky vysoké koncentraci vlastnictví je tento způsob méně komplikovaný než v případě anglosaského systému. Vytváření koalic je méně složité – transakční náklady celkově jsou nižší a nižší jsou transakční i monitorovací náklady v porovnání s potenciálním přínosem, v obou případech právě kvůli větší koncentraci. Vyšší koncentrace vlastnictví je i důvodem, proč není oddělení vlastnictví od řízení tak výrazné jako v anglosaském systému a také dále zhoršuje likviditu kapitálového trhu. Jednak není jednoduché najít pro velké podíly nového vlastníka, vlastnictví se stává spíše strategickou záležitostí s dlouhodobým investičním horizontem. Za druhé i u menších podílů mohou mít potenciální vlastníci obavy z vyvlastňování („tunelování“) většími vlastníky¹⁸.

Vzhledem ke kulturním odlišnostem je zde větší pravděpodobnost platnosti teorie správcovství (vyšší až vysoký kolektivismus). Princip vote může být považován v porovnání s principem exit za pomalý. Při prodeji akcií je totiž změna ceny a tedy signál manažerům, radě ředitelů i ostatním vlastníkům

¹⁸ Ochrana minoritních vlastníků je klíčovým problémem právních systémů, ve kterých je vysoká koncentrace vlastnictví. Typické ale je, že vysoká koncentrace vlastnictví je do určité míry právě důsledkem způsobu ochrany vlastníků – koncentrace vlastnictví je způsob, jakým se vlastníci chrání proti managementu nebo ostatním vlastníkům.

okamžitý. Princip vote je používán tam, kde princip exit nefunguje, ať již kvůli ilikvidním trhům nebo vysoké koncentraci vlastnictví či obojímu. Projev vůle hlasováním má však zpoždění oproti prodeji akcií na akciovém trhu. Ačkoli jsme výše tvrdili, že transakční náklady na vyjednávání s ostatními vlastníky, tvorbu koalic apod. jsou nižší než při rozptýleném vlastnictví, v porovnání s uplatněním principu exit je princip vote nákladnější.

Důvody vyšší koncentrace vlastnictví jsou zkoumány a na úrovni zemí, případně systémů, mohou být viděny v úrovni ochrany vlastníků, kdy vyšší koncentrace vlastnictví často vyvažuje nižší právní ochranu zájmů vlastníků před zájmy manažerů. Důvody mohou být i historické, Körner (2008) uvádí pro země kontinentálního systému pozdější nástup industrializace, při němž se podniky nemohly spolehnout na funkční kapitálový trh jako zdroj financí a rozšiřování podniků a získávání kapitálu tak probíhalo spíše prostřednictvím spojování zámožných rodin a prostřednictvím bankovních úvěrů.

Protože v kontinentálním systému spoléhají společnosti na bankovní úvěry jako prostředek získávání financí, můžeme mluvit o bankově orientovaných systémech financování. Pro tento systém je typický velmi těsný vztah banky a společnosti, které jsou často propojeny nejen poskytnutým úvěrem, ale i účastí banky na základním kapitálu, ve správních orgánech a poskytováním dalších služeb takto propojené společnosti, například poradenských nebo auditních. Takový systém opět tenduje celkově k vyšší koncentraci vlastnictví a označuje se za systém s vnitřní kontrolou (více dále). Vzhledem k účasti zástupců banky ve správních orgánech je propojení nejen finanční, ale i personální. Z pohledu efektivity financování má tento systém určitá pozitiva, financování bankovním úvěrem od banky, která má o spřízněné společnosti z důvodu dlouhodobé expozice a spolupráce velmi dobré informace může být levnější a rychlejší. K ceně a rychlosti financování tímto způsobem přispívá, že tento systém tenduje i k velké provázanosti napříč různými společnostmi. Velmi výrazné je to v rámci keiretsu v Japonsku, ale i řada dalších asijských zemí zná tato uskupení (v Korejské republice se používá název chaeboly) a Mueller (2006) dokonce uvádí Brazílii, Rusko, Itálii, Turecko, Jižní Afriku. V rámci těchto skupin se jednotlivé společnosti úvěrují navzájem. Bankově orientovaný systém financování je vhodný pro jakkoli velké společnosti. Fixní náklady obstarání dluhu jsou relativně nízké a variabilní náklady spočívají v úrokové sazbě, která se dle velikosti poskytnutého úvěru zásadně nemění. Negativy jsou, že se finanční i personální expozice banky se může stát příliš velkou na to, aby v případě, že se financovaná společnost stává neefektivní, jednoduše dluh odepsala a vazby na společnost přetrhala. Soupeří tak zde provozní efektivnost (rychlý a levný úvěr) s efektivností alokace kapitálu. Tento systém také podporuje dlouhodobé směřování.

Kontinentální systém se více orientuje na stakeholdery (Mueller, 2006, s. 629), jak vyplývá i níže z analýzy struktury správních orgánů. Pro mnohé země, kde je aplikován, je charakteristické nižší skóre v dimenzi individualismu (ad Hofstede, 1980), což znamená spíše tíhnutí ke kolektivismu.

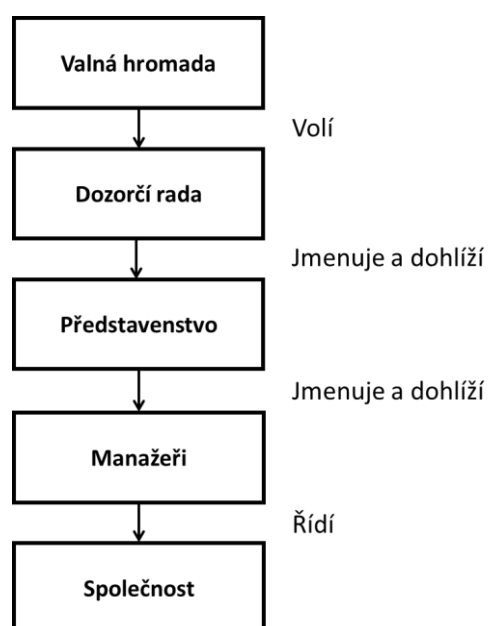
Struktura správních orgánů

Kontinentální systém je označován za takzvaný dvojúrovňový model (two-tier), ve kterém jsou striktně odděleny funkce kontrolní a funkce výkonné. Výkonné funkce jsou v rukou představenstva a kontrolní v rukou dozorčí rady. Představenstvo je statutárním orgánem a jeho členy jsou top manažeři, výkonní ředitelé společnosti. Zatímco nezávislost kontrolních mechanismů je v jednoúrovňovém systému zpochybňována, zde nikoliv. Valná hromada vlastníků je opět vrcholným orgánem. Vztahy mezi těmito třemi orgány se mohou lišit podle právního řádu dané země, typické ale je, že valná hromada volí dozorčí radu a dozorčí rada jmenuje představenstvo. Variantou může být, že představenstvo je voleno přímo valnou hromadou. Typické pro kontinentální systémy a potvrzující stakeholderskou orientaci je, že zaměstnanci mohou volit své zástupce do dozorčí rady. Například v Německu závisí podíl zaměstnanců v dozorčí radě na velikosti podniku, přičemž u velkých podniků nad 2000 zaměstnanců volí zaměstnanci a odbory dohromady celou polovinu dozorčí rady. Vlastníci

však moc neztrácejí, volí předsedu dozorčí rady, který má v případě nerozhodné volby dvojnásobný hlas. Další pravomoci správních orgánů opět určuje legislativní rámec a stanovy společnosti, které valná hromada schvaluje a deleguje jimi část pravomoci vlastníkům na dozorčí radu a představenstvo.

Kontinentální model správy se někdy označuje za model s vnitřní kontrolou, protože zúčastněné strany, stakeholderi, mají možnost větší kontroly a vlivu než v anglosaském modelu. Vlastníci jsou typicky větší, proto lépe dostávají své zástupce do dozorčí rady (která plní svou funkci lépe než nevýkonní ředitelé v radě ředitelů). Zaměstnanci mají zákonem garantovanou roli ve správních orgánech. Věřitelé i další stakeholderi mívají s předmětnou společností dlouhodobější vztahy, což usnadňuje personální propojení například zastoupením věřitelů nebo významných obchodních partnerů v dozorčí radě. Na rozdíl od modelu s vnější kontrolou, kterou provádí trh, je garantem kvality poskytovaných informací v první řadě dozorčí rada¹⁹ a ne auditor. Jednoduché schéma správních orgánů v kontinentálním systému je znázorněno níže.

Obr. č. 6: Jednoduché schéma správních orgánů v kontinentálním systému



I toto schéma je dost zjednodušující. Například z něj není patrná výše zmíněná skutečnost, že představenstvo je tvořeno nejvyšším managementem, kategorie Manažeři ze schématu tak zahrnuje střední a nižší management. Dále nejsou přiznány rozdíly mezi národními právními úpravami, kdy valná hromada může volit i představenstvo, a co je také důležité, kdy právo volit část dozorčí rady mají zaměstnanci.

Podobně jako v anglosaském systému i zde lze hovořit o dalších silných „hráčích“. Zatímco u anglosaského systému jsme na prvním místě tohoto seznamu jmenovali auditory jakožto garanty kvality informací pro trh, v kontinentálním systému mají silnou roli věřitelé, jakožto poskytovatelé prostředků pro rozvoj společnosti. Samozřejmě auditori figurují i zde, spolu s poradními firmami, starajícími se o úpisy akcií, případně emise dluhopisů. Velmi často se ale tyto role slučují v osobě banky, která může mít i podstatný vlastnický podíl a zástupce v dozorčí radě.

¹⁹ Nicméně ani dozorčí rada v kontinentálním systému není imunní vůči korupci, jak ukázal skandál Volkswagenu v roce 2005, kdy personální ředitel Peter Hartz rezignoval na svou funkci poté, co se prozradilo uplácení odborářů – členů dozorčí rady.

Varianty kontinentálního systému

Jako distinktivní varianty kontinentálního systému můžeme jmenovat země takzvaného francouzského okruhu právních systémů, germánského okruhu a skandinávského okruhu. Mueller (2006, s. 631) přejímá a doplňuje seznam zemí zařazených dle právního systému (respektive okruhu právního systému) z pohledu správy společností od La Porty a kol. (1997). Každý z těchto okruhů poskytuje různou úroveň ochrany vlastníkům, a to ať již z pohledu prvního nebo druhého typu zastupitelského problému. Nicméně i v rámci těchto „okruhů“ jsou z pohledu správy společností zásadní rozdíly. Například do francouzského spadají jak Francie, tak Španělsko, přičemž Francie je jednou z mála zemí, kde si společnosti mohou volit mezi jednoúrovňovým a dvojúrovňovým modelem správy společností. Španělsko je naopak jednou z mála evropských zemí, kde se, vyjma Velké Británie, uplatňuje jednoúrovňový model správy společností. Další země francouzského okruhu, Itálie, uplatňuje dvojúrovňový model, ale takového typu, že autoři Millet-Reyes a Zhao (2010) ji přiřazují k Belgii, Švédsku nebo Švýcarsku. Jednotlivé země se dále liší typickou vlastnickou strukturou, kde v některých je relativně důležitější rodinné vlastnictví, v jiných zase institucionální. Již jsme zmínili historický vývoj, jako důležitý faktor: ten například zapříčiňuje ještě menší podíl veřejně obchodovaných společností ve Francii než v Německu, natož v porovnání s Velkou Británií. Detailní analýza jednotlivých zemí je jednak mimo rozsah této práce, ale také mimo náš hlavní zájem. Důležitější jsou nyní pro nás aspekty, které je v jednotlivých zemích nutno zkoumat a které shrnujeme níže v porovnání anglosaského a kontinentálního systému. Neuspokojeného čtenáře můžeme odkázat na specializované publikace, například podrobnou analýzu správy společností v zemích střední a východní Evropy Hučky a kol. (2012).

2.3.3 Japonský systém

Japonský systém bývá uváděn v literatuře méně často než anglosaský a kontinentální, které jsou považovány za určité prototypy. Nelze jej však jednoznačně zahrnout pod hlavičku ani jednoho z nich, navíc pro něj charakteristické prvky (například *Keiretsu*) nalezneme v obdobné podobě v mnoha dalších zemích (chaeboly v Korejské republice, skupina Tatu v Indii atd.), a protože sám kombinuje některé prvky charakteristické pro anglosaský systém a některé pro kontinentální systém, zařadíme jej zde jako samostatný systém. Příkladem prvků shodných s anglosaským systémem je jednoúrovňová struktura správních orgánů. Příklady opačných, jakým je třeba koncentrované vlastnictví umožňující využití systému vote je celá řada, proto někteří autoři uvádějí japonský systém jako variantu kontinentálního systému.

Japonský systém, podobně jako kontinentální, nevyžaduje likvidní kapitálový trh. Vzhledem k tomu, že se obvykle pro samotné Japonsko uvádí koncentrace vlastnictví ještě vyšší, než pro země kontinentálního systému, nebylo by využití systému exit efektivní: velké vlastnické podíly znamenají pomalý prodej a vyšší transakční náklady, případně při úpisu dalších, drobných vlastnických podílů se mohou potenciální kupci obávat nevýhodného postavení vůči velkým vlastníkům (druhý základní typ zastupitelského problému). Naopak při vytváření koalic jsou transakční náklady nižší celkově i v porovnání s potenciálním přínosem. Podobně jako kontinentální systém tak tento systém tenduje spíše ke strategickému horizontu, který také nevyžaduje likvidní trh.

Vysoká tendence Japonska (ale třeba i Korejské republiky a dalších zemí) ke kolektivismu opět podporuje spíše platnost závěrů teorie správcovství než teorie zastupitelnosti. Způsob získávání finančních prostředků je úvěrově orientovaný, takže banky hrají velmi důležitou roli. Nicméně holdingové struktury, obvyklé v zemích se silnou koncentrací kapitálu zde nabývají specifické podoby takzvaných *Keiretsu*, což jsou holdingové struktury se silným křížovým vlastnictvím. V kontinentálním systému klademe velký důraz na banku, která poskytuje konkrétní společnosti řadu služeb a tím se stává velmi důležitou. V japonském systému bývají v čele *Keiretsu* společnosti, které hrají nejsilnější

roli. Nemusí to tak být nutně banka, ale může to být i takzvaná *sogo sosa*, nebo prostě jiný důležitý člen holdingu²⁰. Tak, jako jsme vysvětlovali v souladu s Körnerem (2008) koncentraci kapitálu výše, i zde se můžeme odkázat na historický vývoj. Nástup industrializace v Japonsku byl pozdní, kapitálové trhy neměly tradici, naopak předchůdci dnešních Keiretsu, takzvané *Zaibatsu*, byly podobné skupiny kapitálově propojených společností, ovšem s větší účastí rodinného kapitálu a vládních úředníků. V rámci Keiretsu je potom obvyklé poskytování nejen bankovních úvěrů, ale i úvěrů navzájem mezi sesterskými společnostmi. Opět je zde výhodou provozní efektivnost (rychlý a levný úvěr), na úkor optimální alokace kapitálu (pomocí trhu). Celý systém tenduje ke stabilitě a dlouhodobému horizontu.

Struktura správních orgánů

Ač je ve většině charakteristik japonský systém správy společností podobný kontinentálnímu, jeho struktura správních orgánů je jednoúrovňová. Funkce kontrolní a výkonné zastává rada ředitelů, která se jako v anglosaském systému skládá z výkonných a nevýkonných ředitelů, někdy označovaných jako vnitřní a vnější (inside/outside) ředitelé. Pokud jsme u anglosaského modelu pochybovali, zda je kontrolní funkce dostatečně silná a nezávislá, pak v japonském modelu je role vnějších ředitelů ještě slabší. Svou roli pravděpodobně hraje konsenzuální rozhodování spolu s kolektivistickou kulturou, kdy se jednotlivci silně identifikuje s celkem a tudíž platí spíše závěry teorie správcovství, tedy že pověřené není třeba kontrolovat, ale spíše posilovat jejich pravomoci.

Rada ředitelů je volena valnou hromadou, která je vrcholným orgánem společnosti. Radě ředitelů předsedá prezident společnosti, který je též členem prezidentského výboru, formovaného za celé Keiretsu. Rada ředitelů má stejné postavení, jako představenstvo nebo rada ředitelů v anglosaském modelu, tedy její výkonní členové jsou zároveň top managementem společnosti a účastní se jejího dennodenního chodu.

Obr. č. 7: Jednoduché schéma správních orgánů v japonském systému

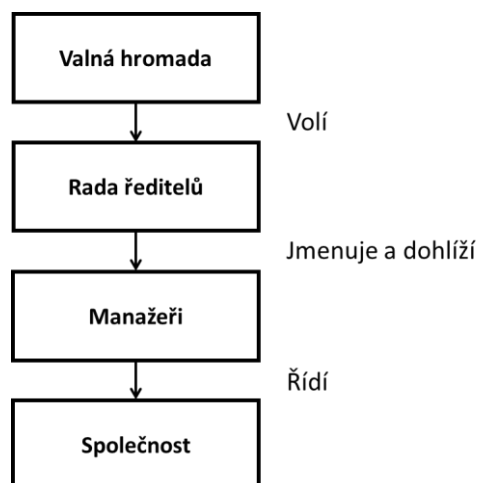


Schéma je tak zjednodušující, že je shodné s anglosaským modelem. Nevystihuje řadu odlišujících detailů. Například na úrovni valné hromady je velký rozdíl, zda je akcionář členem Keiretsu, nebo je tzv. vnějším vlastníkem (outside shareholder). Členové Keiretsu mají typicky větší vlastnické podíly a navíc obvykle jednájí ve shodě, což je příznačný rys japonského řízení (konsenzuální rozhodování), takže prosadit svůj názor je pro vnějšího vlastníka téměř nereálné. Členové Keiretsu mívají také zastoupení v radě ředitelů, což je pro vnější vlastníky neobvyklé. Schéma dále nezobrazuje takzvaný prezidentský výbor, což je orgán, v němž zasedají prezidenti jednotlivých společností daného Keiretsu. Tento orgán je poradním pro radu ředitelů, ale do značné míry reprezentuje i názor důležitých vlastníků, členů

²⁰ Jedním ze šesti nejvýznamnějších keiretsu je Mitsubishi.

Keiretsu. Co se týče rady ředitelů, i pro zalistované společnosti existuje možnost nemít žádné vnější ředitele, pouze pak musí vysvětlit, proč je mít nemůže.

Vzhledem k absenci kontrolního orgánu je důležitá role auditorů, kterých může být i více a mohou být jak interní, tak externí. Pro trh a vnější svět garantují kvalitu poskytovaných informací. Specifická je role státních úředníků. Skupinám Keiretsu historicky předcházely skupiny Zaibatsu, kde měli státní úředníci své oficiální role. Po druhé světové válce viděly USA toto spojení jako nežádoucí a i z dalších důvodů se rozhodly existenci Zaibatsu potlačit. Se zrodem Keiretsu pak účast státních úředníků, často penzionovaných, v řízení společnosti přetrvávala, obvykle ale formou vnějších ředitelů s nevelkým vlivem. Některá schémata zobrazují i banky, aby jim přiznala jejich silnou, někdy centrální roli v rámci Keiretsu.

2.4 Shrnutí: Klíčové charakteristiky a porovnání anglosaského a kontinentálního systému

V literatuře věnující se systémům správy společností můžeme nalézt množství porovnání těchto systémů z pohledu řady charakteristik. Pro naši práci není toto porovnání samoúčelné, ale slouží jako seznam, čeho si musíme všimnout při analýze studií z různých zemí.

Tab. č. 1: Klíčové charakteristiky a porovnání systémů správy společností

System	anglosaský	kontinentální
Model správy společností		
Kontrola	vnější	vnitřní
Model struktury správních orgánů	jednoúrovňový	dvojúrovňový
Výkonný správní orgán	výkonní ředitelé rady ředitelů	představenstvo
Kontrolní správní orgán	vnější ředitelé rady ředitelů	dozorčí rada
Dualita kontrolních a výkonných rolí	možná	nemožná
Nezávislost kontrolního orgánu	nízká	vyšoká
Výbory správních orgánů	povinné	doporučené
Zastoupení bank ve správních orgánech	nízké až zakázané	vyšoké
Zastoupení zaměstnanců ve správních orgánech	neobvyklé	obvyklé až povinné
Vliv politických zájmů	nežádoucí	nepřímý
Monitorování vlastníky	nepřímé, pasivní	přímé, aktivní
Relativní náklady monitorování	vyšoké	nízké
Způsob řízení vlastníky	exit	vote
Vhodné nebo obvyklé prostředí		
Kulturní prostředí	individuální	kolektivní
Kapitálové trhy	objemné a likvidní	malé a ilikvidní
Investiční horizont	krátkodobý, spekulativní	dlohodobý, strategický
Koncentrace vlastnictví	nízká	vyšoká
Zastoupení institucionálních investorů	vyšoké	nízké
Prototyp konfliktu	pověřující vs. pověřovaný	majoritní vs. minoritní vlastník
Právní systém	zvykové právo	evropské kontinentální právo
Právní ochrana vlastníků	vyšoká	nízká
Křížové vlastnictví	existuje	velmi významné
Riziko nepřátelského převzetí	existuje	mizivé
Financování		
Hlavní způsob financování	základní kapitál	úvěr
Hlavní zdroj financování	trh	banka
Vztahy s bankou	volné	těsné
Kumulace rolí banky	nízká až zakázaná	častá
Transakční náklady financování	vyšoké	nízké

Zdroj: Hučka, 2007, Körner, 2008, Mueller, 2006, upraveno a doplněno autorem.

Jednotlivé charakteristiky jsme rozdělili do tří skupin a základní systémy jsme označili jako anglosaský a kontinentální. Měli bychom ale přiznat, že v různých kontextech se používají i další názvy. Například v kontextu financování se hovoří o tržně orientovaných a bankovně orientovaných systémech, jindy se zdůrazňuje způsob kontroly a systémy se nazývají s vnější a vnitřní kontrolou nebo podle modelů struktury správních orgánů jako jednoúrovňové a dvojúrovňové. Místo pojmu anglosaský se někdy používá angloamerický.

3 Kulturní odlišnosti a správa společností

Zohledňování kulturních aspektů v otázkách správy společností nemá dlouhou historii a není příliš časté. Zatímco alespoň nějaké primární výzkumy na toto téma existují, těch specificky zaměřených na vztah vlastnické struktury a výkonnosti je minimum a z meta-analýz, které zmíníme později, tak nečiní žádná. V této části se pokusíme vysvětlit, proč je to chybou, tedy jak kulturní odlišnosti souvisí se správou společností, jak lze kulturní odlišnosti definovat a operacionalizovat.

3.1 Souvislost mezi kulturními odlišnostmi a správou společností

Níže budeme úzce navazovat na práce práce Donaldsona a Davise (1991) a Davise a kolektivu (1997). Ačkoli jedny z mála, nejsou jediné, které při studiu správy společností zohledňují kulturní odlišnosti. Např. Licht a kol. (2005) dokazují, že zatímco přístup La Porta a kol. (1996) znamenal přelom díky integraci pohledu právního a finančního a jimi definované indexy (níže představíme indexy vymahatelnosti práva a ochrany vlastnických práv) se staly standardy, jedná se stále o neúplný rámec. La Porta a kol. (1996, 1997, 2000) vycházeli z předpokladu, že institucionální nastavení správy společností (specificky se zabývají ochranou investorů, což v jejich pojetí znamená především vlastníky, ale také věřitele), je ovlivněno na prvním místě zdrojem práva dané země (více v předcházející části Modely správy společností, ale také níže v části Upřesnění modelu). Licht a kol. (2005) argumentují, že tento právní přístup je jen „*částečným vyobrazením světa režimů správy společností*“ a že při studiu správy společností je třeba studovat nejen právní instituce, ale také instituce společenské, tedy jak „*fungují rodina, vzdělávání, ekonomické, politické a náboženské systémy, jaké jsou jejich cíle a způsoby jejich dosahování*“. Toto fungování je zakořeněno ve společenských normách, zvycích, obyčejích, tradicích (Williamson, 2000, cit. z Licht a kol., 2005). Licht a kol. (2005) popisují vývoj myšlení v této oblasti, od vyjádření formálních institucionálních rozdílů mezi jednotlivými zeměmi pomocí indexů (La Porta a kol., 1996), přes definování skupin zemí dle zdroje jejich právního systému (La Porta a kol., 2000) po různé další přístupy, kdy příkladem mohou být Rajan a Zingales (2003), kteří berou do úvahy historii a politiku dané země. Doidge a kol. (2007) vyjmenovávají další práce: Bushman a kol. (2004) ukazují, že charakteristiky politického prostředí jsou důležité pro některé typy zveřejňování finančních výkazů²¹, podle Dycka a Zingales (2004) je úroveň vyvlastňování nižší nejen tam, kde jsou lepší účetní standardy, lepší ochrana minoritních vlastníků, lepší vymahatelnost práva, intenzivnější konkurence na trzích a vysoká úroveň dodržování daňových zákonů, ale i tam, kde je mínění veřejnosti více ovlivňováno tiskem (měřeno jako dostupnost tisku, press diffusion), což je ale ovlivněno i společenskými normami, tedy kulturními aspekty, které vztah dostupnost tisku – úroveň vyvlastňování moderují. Eun a kol. (2015) se zaměřují na finance a nachází vliv kulturních odlišností na míru korelovanosti pohybu cen akcií, Abe a Iwasaki (2010) vychází z toho, že odlišnosti v organizačních kulturách pomáhají pochopit odlišnosti v manažerských praktikách včetně způsobu uplatňování zodpovědnosti.²² Přitom národní kultura je velmi významným zdrojem organizační kultury.

Licht a kol. (2005) se zaměřují na prvky kultury a ukazují, že existuje významná souvislost mezi hodnotami kulturních dimenzí a zákony v oblasti správy společností. Pokud tedy věříme, že institucionální nastavení správy společností v dané zemi ovlivňuje vztah vlastnické struktury

²¹ Příkladem budiž, že typická je povinnost zveřejňovat účetní závěrku u veřejně obchodovaných společností, kdežto v ČR platí tato povinnost pro všechny kapitálové obchodní společnosti. Druhá strana je ale skutečně naplňování této zákonné povinnosti – dvěma stránkám právních institucí (existence vs. uplatňování) se více věnujeme v upřesnění modelu, kde z tohoto důvodu využijeme dvou indexů definovaných La Portou a kol. (1996, 1997).

²² Jako příklad uvádějí roli generálního ředitele v USA, kdy tento na prvním místě zodpovídá vlastníkůům za manažerský tým a jeho výsledky, kdežto naopak v Japonsku je role generálního ředitele vnímána spíše jako jeden střípek v mozaice manažerského týmu.

a výkonnosti podniku (dokázáno La Portou, 1996 a následujícími pracemi), pak z práce Lichta a kol. (2005) vyplývá, že institucionální nastavení je ovlivňováno kulturními odlišnostmi a z práce Davise a kol. (1997) i to, že kulturní odlišnosti mohou ovlivňovat i přímo vztah mezi charakteristikami správy společností a výkonností podniku.

Stulz a Williamson (2003) navázali na La Portu a kol. (1996, 1997 a další) zkoumáním rozdílů v ochraně investorů v jednotlivých zemích, a to právě z pohledu kulturních odlišností. Jejich závěrem bylo, že v katolických zemích je ochrana věřitelských práv podstatně nižší, než v protestantských zemích. Podle Boyda a Solarina (2016) se velcí vlastníci v některých kulturách zdráhají zpochybňovat rozhodnutí manažerů a jsou méně nakloněni zapojit se do jejich monitorování.

3.2 Proč by měla být souvislost mezi prvky kultury a správou společností

Již jsme uvedli řadu příkladů, kdy byla nalezena souvislost mezi prvky kultury a prvky (nebo jejich uplatňování) správy společností dané země. Může se však jednat pouze o zdánlivé souvislosti, kdy neidentifikovaný jev ovlivňuje současně a systematicky jak prvky kultury, tak prvky správy společností. Proč bychom tedy tuto souvislost měli očekávat a považovat za pravou? Vypůjčme si dělení odpovědi na tuto otázku do tří částí od Stulze a Williamsona (2003). Ti na prvním místě uvádějí, jak hodnoty obsažené v kultuře přímo ovlivňují ekonomické chování: v některých kulturách bylo účtování úroků hříchem, v jiných ne, což má přímé konsekvence pro ochranu věřitelů. Můžeme přidat příklad i od Muellera (2006), který uvádí, že vysoká orientace japonských top manažerů na zájmy všech stakeholderů přispívá k zásadní orientaci ne na ziskovost (jak je obvyklé v anglosaských zemích), ale na růst. Li a kol. (2013) dávají jako příklad individualismus, který vede k egoistickému chování nebo vyhýbání se nejistotě, jehož vysoká míra vede k menšímu spoléhání se na trhy cenných papírů. Druhá část odpovědi se týká toho, jak hodnoty ovlivňují formální a neformální instituce, které jsou součástí systému správy společností. Příklad si můžeme vzít z práce Lichta a kol. (2005). Země se liší například v ochotě řešit spory mezi akcionáři (typicky minoritní akcionář vůči majoritnímu) před soudem, a to bez ohledu na to, jaká je v dané zemi formální ochrana minoritních akcionářů nebo její vymahatelnost. Boyd a Solarino (2016) zmiňují rozdíly v ochotě k monitorování managementu bez ohledu na formální mechanismy. Stulz a Williamson (2003) připomínají, že kulturní hodnoty ovlivňují právní systém. Li a kol. (2013) opět zohledňují individualismus (mimo další), jehož vysoká míra vyžaduje zavedení formálních institucí chránících soupeřící strany (např. věřitelé versus management). Třetí částí odpovědi je, že existují výrazné rozdíly v nakládání se zdroji. Stulz a Williamson (2013) uvádějí jako příklad rozdílné poplatky protestantské a katolické církvi, můžeme uvést ale i obecnější příklad, Shoham a Malul (2013) dokládají, jak dlouhodobá vs. krátkodobá orientace ovlivňují míru úspor v dané zemi a dále i míru blahobytu.

V další části vysvětlení, proč by mohla existovat souvislost mezi prvky kultury a správou společností, navážeme na Papanastasopoulose (2014). Ten se odkazuje na koncept omezené racionality, kdy např. Hirshleifer a Teoh (2009, s. 1067, cit. z Papanastasopoulos, 2014) uvedli, že „*nicméně psychologické síly ovlivňují chování jednotlivců i skupin v mnoha kontextech*“. Papanastasopoulos vztahuje toto ovlivnění i k oblasti účetnictví (ale jiným způsobem než dále zmínění Li a kol., 2013), konkrétně k vnímání zveřejňovaných účetních informací a nakládání s těmito informacemi (čím individualističtější země, tím větší důvěra ve své zhodnocení situace a tím méně stádní chování – podobně Eun a kol., 2015), a také k postoji k riziku (čím větší míra vyhýbání se nejistotě, tím větší averze k riziku, např. i Shleifer a Vishny, 1997), což vede k rozdílům ve využívání akciových trhů.

3.3 Proč právě individualismus a vzdálenost moci

Potenciální vliv míry individualismu a vzdálenosti moci na vztahy mezi prvky správy společností a výkonností můžeme teoreticky zdůvodnit pomocí prací Donaldsona a Davise (1991) a Davise a kol. (1997). V subkapitole Teorie správcovství jsme již zmínili dvě hypotézy formulované Davisem a kol. (1997): „*Lidé v kolektivistických kulturách si spíše vytvoří vztah principál-správce než lidé z individualistických kultur*“ a „*Lidé v kulturách s malou vzdáleností moci si spíše vytvoří vztah principál-správce než lidé z kultur s velkou vzdáleností moci*“. K postulování těchto hypotéz spěla teorie správcovství od svého počátku. Již v prvotním článku na téma teorie správcovství Donaldson a Davis (1991) komentují svá empirická zjištění takto: „*Je možné, že existují národní nebo kulturní faktory, které činí vztah mezi pozicí generálního ředitele [CEO governance] a finanční výkonností rozdílný v Austrálii od USA*. Jen krátce zopakujme východiska teorie správcovství: zatímco starší a častěji odkazovaná teorie zastupitelnosti vidí člověka jako *homo-economicus*, tedy někoho individualistického, oportunistického a sloužícího sobě samotnému, teorie správcovství vidí člověka jako kolektivistického, pro-organizačního a důvěryhodného (Davis a kol., 1997). Důsledky jsou potom, mimo jiné, rozdílná doporučení pro organizační strukturu. Davis a kol. (1997) se soustředí na doporučení posílit pravomoci generálního ředitele (= CEO duality), nicméně z jejich textu vyplývá, a sami autoři explicitně zmiňují, že lze-li předpokládat platnost teorie správcovství, je adekvátní uplatňovat jiné řídicí a kontrolní mechanismy (podpora angažovanosti, důvěra), než v případě předpokladu platnosti teorie zastupitelnosti (orientování se na kontrolu). V případě východisek vidíme jasnou spojitost s kulturní dimenzí individualismus-kolektivismus, v případě důsledků pro organizační strukturu vidíme souvislost s kulturní dimenzí vzdálenost moci.

Individualismus a vzdálenost moci jsou také v oblasti správy společností velmi častou operacionalizací kulturních odlišností. Smithová a Hume (2005) zkoumají vliv obou těchto proměnných na názorové systémy účetních a etiku jejich chování. Etika v účetnictví souvisí s rizikem a souvislost mezi prvky kultury a postojem k riziku zkoumali i Li a kol. (2013). V jejich případě kulturní odlišnosti operacionalizovali pomocí dimenzí individualismu, vyhýbání se nejistotě a harmonie²³ a našli významný vliv všech těchto tří dimenzí jednak přímo na rozhodování manažerů, jednak na formální instituce existující dané země, které následně rozhodování manažerů ovlivňují také. Zmiňovaní Licht a kol. (2005) se při zkoumání kulturních determinantů prvků správy společností opřeli o operacionalizaci do tří dimenzí dle Schwartze a čtyř původních dimenzí dle Hofstedeho (blížeji níže), mezi nimiž figurují jak individualismus, tak vzdálenost moci. Abe a Iwasaki (2010) použili dimenze individualismu a vzdálenosti moci pro vysvětlení slabšího vztahu mezi výměnou generálního ředitele a následnou výkonností podniku. Eun a kol. (2015) využívají míru individualismu k předpovědi míry korelace v pohybu cen akcií s předpokladem, že „*individualističtí investoři budou pravděpodobněji důvěřovat své schopnosti získat a analyzovat informace a budou se méně obávat v případě odlišných názorů jiných*“ (podobně Papanastasopoulos, 2014, viz výše). Truong a kol. (2013) využívají míru individualismu (a také vyhýbání se nejistotě) k predikci stádního chování (herding behavior, stock return synchronicity), rozptylu akciových výnosů a objemů obchodovaných na akciových trzích. V neposlední řadě pak Zhang a kol. (2013) při zkoumání kulturních determinantů míry vyvlastňování a manipulace s účetními výkazy opět operacionalizují kulturní odlišnosti dimenzí individualismu.

²³ Dimenze harmonie definována podle Schwartze (1994).

3.4 Operacionalizace kulturních odlišností

Donaldson a Davis (1991) a Davis a kol. (1997) ve svých pracích navazují na Hofstedeho kulturní dimenze individualismus-kolektivismus a vzdálenost moci. Protože právě s touto operacionalizací kulturních odlišností budeme dále pracovat, musíme tyto termíny definovat. Hofstedeho model kulturních dimenzí představuje první nebo jednu z prvních operacionalizací kulturních odlišností. První čtyři dimenze byly formulovány na základě extenzivního výzkumu provedeného na přelomu 60. a 70. let 20. století na cca 117 tis. zaměstnancích IBM z padesáti zemí. Hofstedeho model byl podroben akademické kritice, např. v McSweeney (2002a, 2002b), v Ailon (2008) nebo Gelfand a kol. (1996). Touto kritikou se nyní nebudeme zabývat a spokojíme se s tím, že jak jsme výše ukázali, výzkumy v oblasti správy společností se na tento model spoléhají přednostně. Výhody Hofstedeho modelu jsou (podobně jako později při výběru ukazatele výkonnosti podniku) i pragmatické: hodnoty jednotlivých dimenzí jsou zveřejňovány a aktualizovány, jsou tak dostupné i pro země, které se neúčastnily původního výzkumu (např. země tehdejšího východního bloku).²⁴ Dokonce je zdarma dostupný dotazník a manuál k odvození hodnot pro danou zemi.²⁵

3.4.1 Individualismus versus kolektivismus (IDV)

Dimenzi individualismus versus kolektivismus (Individualism versus collectivism, dále IDV) definuje Hofstede (1980) jako „*stupeň integrace členů společnosti do skupin*“. Volněji interpretováno to znamená, do jaké míry je upřednostňováno „*já*“ před „*my*“. V individualistických společnostech jsou typické spíše volné vztahy mezi jedinci, kdežto v kolektivistických jsou jedinci silně integrováni do skupin, jimiž jsou především rodiny. Oyserman a kol. (2002) dává jako příklad vyšší míry individualismu „*cenit si nezávislosti více než ostatní*“ a nižšího kolektivismu „*cítit závazek ke skupině v menší míře než ostatní*“. Davis a kol. (1997) dávají důraz na sledování cílů, kdy v kolektivistických společnostech jsou cíle kolektivu nadřazeny cílům jedince (s. 34). Triandis (1990) upozorňuje na fakt, že skutečné hodnoty dimenze IDV mohou být u jedinců v rámci jedné země velmi odlišné. V našem případě však tato skutečnost nehraje roli, náš výzkum se pohybuje na úrovni organizací nebo zemí.

3.4.2 Vzdálenost moci (PDI)

Dimenzi vzdálenost moci (Power distance, PDI) definuje Hofstede (1980) jako „*míru, do jaké méně mocní členové institucí a organizací dané země očekávají a akceptují, že moc je rozdělena nerovnoměrně*“. Opět volněji interpretováno, pokud je hodnota PDI vyšší, existují vyšší rozdíly v attributech spojených s hierarchií: rozdílná privilegia, příjmy či statusové symboly na základě postavení v hierarchii. Podle definice PDI pak platí, k vyšší hodnotě PDI může přispívat nejen existence těchto rozdílů, ale také jejich akceptace. Kultura s nízkou hodnotou PDI považuje za přirozenou rovnost, nízké rozdíly v příjmech a jiných attributech hierarchického postavení. V takové kultuře je běžné zpochybňovat (ve smyslu diskutovat) názor autority a je běžná snaha o distribuci moci. Podobně jako u IDV je třeba upozornit na to, že hodnoty PDI u konkrétního příslušníka společnosti mohou být velmi odlišné od hodnoty platné pro danou společnost (zemí). Nicméně stejně jako u IDV můžeme argumentovat tím, že náš výzkum se pohybuje na úrovni organizací nebo zemí, tzn. při definici kultury se opíráme o sdílené hodnoty (např. Lukášová 2010, Schein, 1992), tudíž se takovými potenciálními odlehlými hodnotami nemusíme zabývat.

²⁴ Zde ale musíme zmínit, že odvrácenou stránkou je ztráta kontroly nad kvalitou dat. Hodnoty pro některé země nemusí být založeny na reprezentativních vzorcích, např. respondenty byli vysokoškolští studenti apod.

²⁵ Dostupné online (31. 8. 2017) zde: <http://geerthofstede.com/research-and-vsm/vsm-2013/>.

3.5 Shrnutí

Role kulturních odlišností ve správě společností není doposud příliš prozkoumaná. Existující výzkumy se shodují v tom, že tato role je důležitá, neznamená to však, že její zkoumání je triviální. Stulz a Williamson (2003) upozorňují, že rozlišovat mezi vlivem zdroje práva a vlivem kulturních odlišností je obtížné, protože indexy operacionalizující oba tyto koncepty spolu často korelují. Upozorňují také na další úskalí využívání kulturních odlišností jako prediktoru při zkoumání aspektů správy společností. Jedním z nich je, že pokud byla zkoumaná země ještě relativně nedávno kolonií, může být determinantem existujících formálních institucí spíše kultura kolonizující země, na druhou stranu kultura kolonizované země může skrze neformální instituce měnit skutečný dopad formálních institucí nebo může v relativně krátké době převládnout vliv kultury kolonizované země na nastavení formálních institucí. Stulz a Williamson (2003) explicitně uvádějí příklad toho, že silná stránka zvykového práva (common law), soudcovská úvaha (judicial discretion) se může stát slabou stránkou v zemi bez takové tradice. Podobný stav může existovat v postkomunistických transformujících se nebo postransformačních ekonomikách, kdy jsou implementovány formální instituce (zákony), které nemusí být v souladu s neformálními (kulturně podmíněnými). V neposlední řadě se může stát, že některé z kulturních aspekty mohou být pouze zástupnými projevy nějakých jiných, neodhalených a nekvantifikovaných příčin.

Dalším poznáním, které plyne z této části, je, že kulturní aspekty nejsou v oblasti vlastnické struktury, natož ve vztahu k výkonnosti, prozkoumány. Například Topak (2011) zmiňuje, že v případě Turecka, charakterizovaného nízkým individualismem a silným vyhýbáním se nejistotě může být loajalita coby dominantní rys kolektivistických kultur jedním z důležitých vysvětlujících faktorů dominantní účasti rodinných členů²⁶ ve správních orgánech a na manažerských pozicích tureckých firem. Jedná se však o hypotetizování bez ověření v datech. Lyu a kol. (2017) již zkoumají vztah mezi individualismem a koncentrací vlastnictví empiricky, konkrétně ale vliv míry individualismu dané kultury na efekt opevnění (entrenchment effect), specifikovanou jako míru manipulace účetních výkazů (earnings quality). Opět se tedy nejedná o práci na stejné téma, jako je naše. Papanastasopoulos (2014) využívá jako své nezávisle proměnné jak koncentraci vlastnictví, tak míru individualismu a míru vyhýbání se nejistotě, ale nehledá vztah mezi nimi. Nakonec Li a Harrison (2008) využívají Hofstedeho kulturní dimenze (čtyři původní) a vlastnickou strukturu (koncentraci vlastnictví, bankovní a státní vlastnictví) k odhadu vlivu na velikost a způsob vedení správních orgánů. Ani oni tyto dva prvky nepropojují a stejně jako u ostatních zmíněných výzkumů chybí souvislost s výkonností.

²⁶ Jak vyplývá z jeho dalšího textu, tak tato účast je bez ohledu na skutečnou výkonnost, zkušenosti, vzdělání.

4 Vlastnická struktura jako mechanismus správy společností

Jak jsme výše představili, vlastnictví je velmi často uváděno jako jeden z mechanismů správy společností. Berle a Means (1932) by možná řekli, že se jedná o mechanismus nejdůležitější. Dále uvidíme, že zkoumání determinantů nebo důsledků vlastnické struktury se věnují a věnovali ne desítky, ale přinejmenším stovky autorů, ať již teoreticky nebo empiricky. Vlastnická struktura je také multidimenzionální pojem. Autoři zabývající se vlastnickou strukturou zaměřují svou pozornost buď na velikost vlastnických podílů, tedy koncentraci vlastnictví, na identitu vlastníka, případně na obojí. Níže tedy představíme nejdůležitější teoretické poznatky a empirické výsledky týkající se nejprve koncentrace vlastnictví a následně identity vlastníků, a to pro potřeby námi provedené meta-analýzy vztahu vlastnické struktury a výkonnosti podniků.

4.1 Koncentrace vlastnictví

Zájem o koncentraci vlastnictví lze vysledovat až k Berlemu a Meansovi (1932). Jejich rozdělení podniků na manažery kontrolované a ostatní se opíralo na prvním místě o hranici dvacetiprocentního podílu vlastněného jediným akcionářem. Původní pozornost se tak soustřeďovala především na podíl největšího vlastníka, s přihlédnutím k dalším okolnostem, například historii společnosti, zda hrál největší vlastník významnou roli při jejím zakládání, nebo k tomu, zda není největší vlastník přítomen i ve správních orgánech. Teprve později byly zaváděny další způsoby měření koncentrace vlastnictví. Tuto otázku ale ponecháme pro část Měření koncentrace vlastnictví. Otázka proč by koncentrace vlastnictví měla hrát při správě společností roli, byla již zodpovězena v předchozích rešeršních kapitolách. V následujícím textu proto zodpovíme na otázky, jakými způsoby může koncentrace vlastnictví ovlivnit finanční výkonnost a v návaznosti na to jakými způsoby koncentraci vlastnictví měřit.

4.1.1 Proč koncentrovat vlastnictví

První otázkou, kterou si zde položíme, bude *Proč koncentrovat vlastnictví?* Důvodů je celá řada. Na prvním místě je nutné uvést větší kontrolu firmy vlastníkem, terminologií teorie zastupitelnosti větší kontrolu pověřovaného pověřujícím. Nejen že větší podíl znamená větší motivaci (David a kol., 2007, Dalton a kol., 2003) pro pověřujícího podílet se na kontrole pověřovaných, ale také znamená větší možnosti, větší moc (Dalton a kol., 2003, s. 15). Příkladem uplatnění větší moci je jednodušší vytváření koalic na valné hromadě, jednodušší prosazení svého zástupce do správních orgánů společnosti. Pokusíme-li se „větší kontrolu“ dekomponovat, pak můžeme říci, že vyšší koncentrace vlastnictví vede ke snižování informační asymetrie (Bedö a Acs, 2007), snižování manažerského oportunismu a vyššímu sladění zájmů pověřujících a pověřovaných (Jensen a Meckling, 1976, Fama a Jensen, 1983). K informační asymetrii přidávají Heflin a Shaw (2000), že „existuje víra, že velcí vlastníci (blockholders) mají neveřejné hodnotné relevantní informace díky většímu monitorování“. Shome a Singh (1995) na datech dokládají, že přítomnost velkého, v tomto případě vnějšího, vlastníka (outside blockholder) vede k vyšší ceně firmy v případě možného budoucího převzetí. Trhy totiž větší monitorování velkým vlastníkem předpokládají. Na téma akvizic přidávají Bhaumik a Selanka (2012), že rozptýlené vlastnictví vede po akvizicích ke zhoršení zastupitelského problému, k čemuž je koncentrované vlastnictví lékem.

Dále koncentrace vlastnictví umožňuje rychlejší prosazení názoru na změnu strategie (David a kol. 2007), rozhodování je efektivnější (Heugens a kol., 2009). Tsionas a kol. (2012) dokonce tvrdí, že koncentrované vlastnictví přináší flexibilitu *nutnou* pro volatilní prostředí – právě kvůli schopnosti okamžitého rozhodování. Carney a Gedajlovic (2001) uvádějí, že v případě dobrého vztahu mezi vlastníky a manažery (tedy ve smyslu teorie správčovství) vede koncentrované vlastnictví k využití zdrojů a znalostí vlastníků ke zvýšení možností firmy. Friedman a kol. (2003) zmiňují, že koncentrovaní vlastníci pravděpodobněji pomohou v čase krize překlenout firmě období poklesu výkonnosti s vidinou budoucích zisků. Podle Chena a kol. (2014) jsou drobní vlastníci motivováni krátkodobými spekulacemi a nejsou schopni poskytovat klíčové zdroje. Ding a kol. (2007) zmiňují klesající sklon k takzvanému

„earnings management“, tedy k manipulaci účetních výkazů, ke kterému dochází v důsledku sladění zájmů vlastníků a manažerů při koncentrovaném vlastnictví. Obecně více autorů se zaměřuje, v souvislosti s možností vyšší kontroly velkými vlastníky, na nižší potřebu dalších peněžních a nepeněžních stimulů ke sladění zájmů vlastníků a manažerů (např. Belanes a Saihi, 2016, Schultz a kol., 2013). Sautner a Weber (2011) dokládají, že při poklesu koncentrace vlastnictví se stávají opční programy, coby součást odměny pro generálního ředitele, generálním ředitelům „vstřícnější“ (friendly), jinými slovy pro společnost a tedy i vlastníky nákladnější.

Autoři zabývající se efekty vlastnictví v mezinárodním měřítku nebo prostě mimo anglosaské prostředí si ještě všímají, že koncentrované vlastnictví může nahrazovat chybějící prvky právní ochrany vlastníků (např. Klapper a Love, 2004); Heugens a kol. (2009, s. 482) v této souvislosti píše dokonce o „institucionální prázdnotě“ (institutional void(s)). Mokhtar a kol. (2009) nenašel u podniků v Malajsii rozdíl ve výkonnosti mezi těmi s dobrou a špatnou správou společností. Svůj výsledek vysvětluje vysokou koncentrací vlastnictví v Malajsii, což lze interpretovat také tak, že koncentrace vlastnictví nahrazuje jiné mechanismy správy společností. V této souvislosti můžeme připomenout studii Agrawala a Knoebera (1996), kteří empiricky potvrdili dynamické vztahy mezi jednotlivými mechanismy správy společností.

Argumentů pro koncentraci vlastnictví je mnoho. Řadu z nich by bylo možno označit nálepkou „*monitorovací hypotéza*“ (např. Sánchez-Ballesta a García-Meca, 2007), protože mechanismus jejich působení je spojen s častějším nebo účinnějším monitorováním. Nicméně jak jsme ukázali výše, monitorovací hypotéza sama o sobě nevysvětlí všechny identifikované efekty koncentrovaného vlastnictví.

4.1.2 Proč vlastnictví nekoncentrovat

Pokud by byla otázka účinku koncentrace vlastnictví tak jednoduchá, jak vyplývá z předchozí části, těžko by bylo trendem snižování koncentrace vlastnictví tak, jak jej popsali Berle a Means (1932) a jejich následovníci a toto téma by nebylo předmětem tak intenzivního zkoumání tolika autorů. Historicky bylo rozptýlování vlastnictví spojeno se získáváním dalších finančních prostředků pro rozvoj firmy. Nebylo tedy cílem vlastnictví rozptýlit, ale získat další prostředky, čímž k rozptýlení vlastnictví došlo. I dnes ale platí, že při úpisu dalších akcií je vhodnější rozptýlená vlastnická struktura (Brennan a Franks, 1997, Mello a Parsons, 1998). Obvyklé vysvětlení je, že potenciální noví vlastníci se neobávají přílišného vlivu původních, dominantních vlastníků, jejichž „rukojmími“ by se mohli stát. Koncentrované vlastnictví tak má negativní vliv na likviditu obchodovaných akcií (Konijn a kol., 2011, Edmans, 2009). Shleifer a Vishny (1997) dokonce píše o nákladech koncentrace vlastnictví (přesněji „cost of large investors“). V souladu s Demsetzem a Lehnem (1985) zmiňují větší riziko, jež dominantní vlastníci nesou. Může tak přestat platit teze, že vlastníci zastávají rizikovější přístup než manažeři, protože zatímco manažeři sepjali svou kariéru a budoucí příjmy s osudem jediné firmy, vlastníci investují (relativně) malé částky do mnoha firem a neúspěch jedné jejich celkové jmění příliš neovlivní.

Mnohem častěji zmiňovaný je ale problém, který jsme označili za druhý problém řešený teorií zastupitelnosti, a to ochranu minoritních akcionářů před majoritními. Tam, kde dochází ke koncentraci vlastnictví, hrozí právě tento problém (Heugens a kol., 2009, Kirchmeier a Grant, 2005, Claessens a kol., 1999 a mnozí další). Negativní efekt existence majoritního vlastníka se může projevit přinejmenším třemi způsoby. Na prvním místě se může jednat o chování, pro něž se v českém jazyce²⁷ vžil pojem „tunelování“, můžeme je ale nazvat i vyvlastněním. Princip je celkem zřejmý, jedná se o transfer nebo redistribuci hodnot z firmy k vlastníkovi. Shleifer a Vishny (1997) odkazují na řadu studií odhalujících

²⁷ Ale i renomovaní zahraniční autoři používají pojem „tunneling“, např. Heugens a kol., 2009, s. 485, nebo i Kirchmaier a Grant, 2005, s. 232.

tyto praktiky, jejich typickou podobu a rozsah v různých zemích. Na druhém místě se může jednat o sledování vlastních cílů dominantního vlastníka, které nejsou orientované na dosahování zisku – zde můžeme vidět podobnost s budováním impérií silnými manažery a může se, v případě, že dominantní vlastník je účasten ve správních orgánech společnosti, jednat o takové formy zneužívání svého postavení, jaké identifikovali Jensen a Meckling (1976) v případě manažerského oportunistu: drahé vybavení kanceláře, zaměstnávání podřízených podle atraktivnosti a ne schopností, způsob charitativních aktivit na účet společnosti, a tak dále. K tomuto výčtu přidávají Holderness a Sheehan (2000) ještě půjčování od společnosti za úrokové sazby nižší než tržní. Shleifer a Vishny (1997) označují i tento druhý princip jako druh vyvlastnění a stejně tak i třetí princip, jež nazývají vyvlastněním od stakeholderů: velký a silný vlastník může být nepřiměřeně tvrdý na obchodní partnery, zaměstnance či věřitele, redistribuuje tak jejich majetek k sobě. Další detailní podoby vyvlastňování nabízí Heugens a kol. (2009, s. 485).

Heugens a kol. (2009) upřesňují, že vyvlastňování se může dít v podstatě kdykoli, nicméně je častější během ekonomických krizí a snazší v případě, že dominantní vlastník (či jeho zástupce) je zároveň generálním ředitelem tunelované firmy. Claessens a kol. (1999) říkají, že dominantní vlastníci tunelují zvláště pokud mají větší kontrolu. K tomu však dodávají, že pokud je vlastnická struktura dominantního vlastníka rozptýlená, pak má takový dominantní vlastník menší sklon k vyvlastňování. Jedná se samozřejmě o situaci pyramidového nebo kaskádového vlastnictví. Cronqvist a Nilsson (2003) pak upozorňují, že sklon k vyvlastňování je větší i v případě, kdy dominantní vlastník má větší práva kontroly a menší práva na zisk. Dominantní vlastník tak může mít relativně malý podíl na zisku, ale pomocí akcií se zvláštními právy společnost kontroluje a o to jsou větší jeho možnosti i motivace k vyvlastňování. Takový případ samozřejmě předpokládá existenci dvou typů akcií (dual-class shares).

Většina negativních efektů je tedy spojena s možností určitého druhu vyvlastnění dominantním vlastníkem, k výše uvedeným citacím můžeme přidat i Deliose a Wua (2005), Muellera (2006) nebo Barucciho a Faliniho (2005). Konijn a kol. (2011) či Aghion a Tirole (1997) ale uvádějí i odrazující účinek případného přílišného monitorování manažerů velkým vlastníkem. Švejnar a Kočenda (2003) zmiňují teorie, podle kterých dává rozptýlené vlastnictví autonomii manažerům, a ta následně ústí ve vyšší výkonnost společnosti. To je v souladu se závěry teorie správcovství, která argumentuje podobně: manažery je třeba zplnomocnit a nechat konat dle jejich uvážení (Donaldson a Davis, 1991, Davis a kol., 1997). Holderness a Sheehan (2000) pak přímo hovoří o možnosti špatného řízení ze strany dominantního vlastníka, ač dobře míněného, přesto nedomyšleného. Nguyen a kol. (2013) zjistili, že čím vyšší je velikost největšího vlastníka, tím klesá ochota společnosti zbavovat se neefektivních aktiv (divestiture activity). To může být jednak projev špatného managementu, ale i druh vyvlastnění – budování impéria lpěním i na neefektivních investicích.

Během argumentace pro koncentrované vlastnictví jsme použili termín „*monitorovací hypotéza*“. Zde, při argumentaci proti koncentrovanému vlastnictví, bychom mohli použít termín „*hypotéza vyvlastnění*“ (expropriation hypothesis).

4.1.3 Koncentrace vlastnictví a vztah k výkonnosti podniku: nelineární souvislost?

V předchozích dvou částech jsme shrnuli pozitivní a negativní důsledky koncentrace vlastnictví. Téměř ve všech případech se jednalo o důsledky pro výkonnost podniku; snad jedinou výjimkou byly náklady dominantního vlastnictví pro vlastníka samotného, zmíněné Shleiferem a Vishnym (1997). Tímto nákladem byla zvýšená míra rizika pro dominantního vlastníka plynoucí z menší diverzifikace portfolia.

Empirické výsledky však neposkytují jednoznačné důkazy o působení koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Jednou příčinou mohou být moderující a zprostředkující proměnné, kterým se budeme věnovat dále. Nicméně další příčinou může být i to, že samotný vztah mezi koncentrací

vlastnictví a výkonností není lineární a směr působení koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku se mění podle úrovně koncentrace.

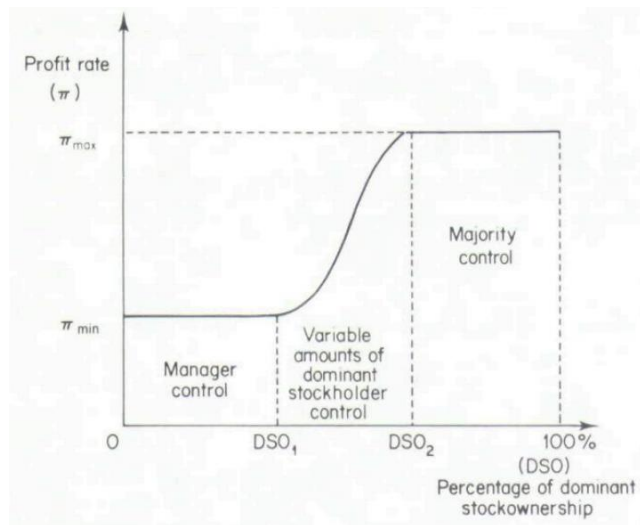
Shleifer a Vishny (1997) citují jako první, kdo přišli s touto myšlenkou, Morcka a kol. (1988). Podle výsledků jejich analýzy²⁸ roste ziskovost podniku spolu s růstem koncentrace, a to v intervalu 0 až 5 procent, v intervalu 5 až 25 procent je vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku negativní a slabší a pro interval 25 procent a vyšší uvádějí „pravděpodobně“ (s. 295) opět pozitivní efekt. Bohužel tato studie se zabývá manažerským, resp. vnitřním vlastnictvím. To bylo populární i v následujících letech a nelineární vztah mezi manažerským vlastnictvím a výkonností našli i Stulz (1988), McConnell a Servaes (1990) nebo Wrucková (1989). Tito autoři podíl manažerského vlastnictví zcela samozřejmě zaměňovali za koncentraci vlastnictví. Například Mudambi a Nicosia (1998) manažerské vlastnictví av koncentraci vlastnictví odlišovali, nicméně možnost nelineární souvislosti s výkonností ověřovali pouze pro manažerské vlastnictví.

Shleifer a Vishny (1997) však opomněli práci Neuna a Santerreho (1986), která nejenže předběhla jejich studii (Shleifer a Vishny byli spoluautory Morcka v r. 1988), ale která nezávisle proměnnou měřila skutečně jako koncentraci vlastnictví a manažerské vlastnictví bylo jen další proměnnou v modelu. Neun a Santerre (1986) svůj předpoklad o nelineární souvislosti potvrdili s tím, že nejlepších výsledků dosáhla kubická funkce²⁹. Podle průběhu křivky byl nejprve vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost nulový, to znamená, že ani zvětšující se podíl dominantního vlastníka (dále SLO – single largest owner) nebyl dostatečný k disciplinování manažerů. Tento stav trval zhruba až do 17 - 19 procentního podílu SLO. Následně v intervalu do 52 - 54 procentního podílu SLO se s jeho rostoucím podílem zvyšovala i výkonnost společnosti, aby po dosažení této hranice byl vliv pokračující koncentrace opět nulový. Neun a Santerre (1986) tento průběh ve tvaru S vysvětlují tak, že v prvním intervalu je vliv SLO na manažery příliš malý. Následně čím větší je podíl SLO, tím větší tlak SLO na manažery vytváří, aby dosahovali co největší ziskovosti, protože s každým dalším přírůstkem podílu SLO roste jeho dividenda. V posledním intervalu je dle Neuna a Santerreho (1986) síla SLO taková, že zvyšující se podíl již nevede ke zvyšujícímu se tlaku na management. Protože se zdá, že argumentace pro vysvětlení průběhu křivky ve druhém intervalu by měla platit i ve třetím intervalu, že i zde přírůstek podílu SLO povede k přírůstku jeho dividendy, je třeba zmínit jeden z výchozích předpokladů Neuna a Santerreho, patrný z obr. č. 1 na straně 208. Obrázek pro názornost přetiskujeme níže.

²⁸ Metodická poznámka: nezávisle proměnnou je suma vlastnických podílů manažerů, závisle proměnnou je Tobinovo Q, data pochází z roku 1980 z USA a použita byla piecewise OLS regrese.

²⁹ Metodická poznámka: data pochází z USA z let 1979-1981, pouze pro 81 společností (!), použita byla OLS regrese s kvadratickým a kubickým členem, přičemž výsledky byly lepší než z taktéž vyzkoušené logistické funkce, kvadratické funkce a piecewise regrese. Závisle proměnná byla měřena třemi způsoby: ROS, ROE, ROA.

Obr. č. 8: Efekt dominantního vlastnictví na ziskovost



Zdroj: Neun a Santerre, 1986, s. 208. Pozn.: $DSO_1 = 17 - 19 \%$, $DSO_2 = 52 - 54 \%$ v závislosti na způsobu měření ziskovosti.

Míra ziskovosti π_{\min} znamená nejnižší míru ziskovosti, se kterou jsou nevelcí vlastníci ochotni smířit se. Klesla-li by míra ziskovosti pod tuto úroveň, hrozilo by využití mechanismu exit se všemi jeho důsledky. Míra ziskovosti π_{\max} je naopak nejvyšší dosažitelnou mírou ziskovosti. Ani zvyšující se tlak SLO tak nemůže vést k větší ziskovosti. Argumentem pro vysvětlení tvaru křivky ve třetím intervalu je tak sice síla SLO, ale ve spojení s omezením představovaným π_{\max} .

Pomineme-li tedy jednak autory zabývající se manažerským vlastnictvím, jednak autory používající koncentraci vlastnictví k měření míry vlastnické a manažerské kontroly, což je z podstaty nelineárním přístupem, zůstali Neun a Santerre ve svém přístupu osamoceni do poloviny další dekády. V článku Santerre a Neun (1993) svůj přístup zopakovali, v tomto případě však použili data ze 30. let 20. století a tudíž jsou jejich závěry z dnešního pohledu spíše kuriozitou a příspěvkem k polemice s Berlem a Meansem (1932) o dopadech rozptýlení vlastnictví na počátku 20. století v USA. Motivováni snad byli svými předchozími závěry, které ukázaly, že koncentrované vlastnictví začíná hrát roli od hranice cca 20 %, což byla i hranice použita Berlem a Meansem (1932) k odlišení manažerské a vlastnické kontroly společnosti (povšimnutí explicitně zmíněno v Neun a Santerre, 1986, s. 209).

Dalšími autory volícími nelineární přístup byli až Gedajlovic a Shapiro (1998), kteří pro americké podniky našli pokles výkonnosti s růstem koncentrace vlastnictví až do úrovně 43 % podílu SLO. Nad touto úrovní byl vliv koncentrace na výkonnost pozitivní. Podobnou situaci našli i u německých podniků, ale v dalších třech zemích, Velké Británii, Francii a Kanadě ne. V našem datovém souboru (viz níže) jsou téměř čtyři desítky studií nelineární souvislosti koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniku. Nelze tak říci, že by se z tohoto přístupu stal hlavní proud, ale možnost, že má námi zkoumaná funkce nelineární průběh je velmi pravděpodobná.

4.1.4 Determinanty koncentrace vlastnictví

Při zkoumání souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku se musíme nutně zabývat i tím, co ovlivňuje naši nezávisle proměnnou. Pokud bychom toto opomněli, mohli bychom chybně interpretovat dosažené výsledky, možná zkeslené nezahrnutím kontrolní proměnné, která by mohla být takzvanou *confounding variable*, tedy proměnnou způsobující zdánlivou souvislost mezi proměnnými zkoumanými.

Demsetz a Lehn se touto problematikou detailně zabývali ve svém článku z roku 1985. Identifikovali několik mechanismů ovlivňujících koncentraci vlastnictví. Na prvním místě se jedná o velikost. Je zřejmé, že malé podniky nepotřebují rozptýlenou vlastnickou strukturu a ani by v jejich případě nebyla efektivní: transakční náklady a náklady monitorování by byly příliš vysoké v porovnání se ziskem, který malý podnik může generovat. Demsetz a Lehn (1985) používají termín „velikost maximalizující hodnotu“ (*value-maximizing size*). Čím je tato konkurenceschopná velikost větší, tím více kapitálu podnik potřebuje a tím je jeho vlastnictví rozptýlenější. Kromě již zmíněných důvodů přidávají Demsetz a Lehn ještě jeden: vliv averze k riziku. S růstem velikosti potřebného kapitálu je nutné hledat další dodatečné vlastníky buď kvůli tomu, že stávající vlastníci potřebným kapitálem nedisponují, nebo také kvůli tomu, že nejsou ochotni riskovat sice relativně stejně velký podíl, který má ale vyšší nominální hodnotu. Velké podniky pak mají v porovnání s malými relativně nižší celkové náklady spojené s rozptýlenou vlastnickou strukturou, volba rozptýlené vlastnické struktury je tak konzistentní s chováním maximalizujícím hodnotu pro vlastníky.

Demsetz a Lehn (1985) dále věří a empiricky dokládají, že koncentrace vlastnictví může být spojena s dynamičností prostředí, v němž podnik operuje. Vychází z předpokladů, že trh pro kontrolu společností (*market for corporate control* zmiňovaný dříve) ani trh s pracovní silou manažerů (*managerial labor market*) nefungují bez nákladů. Převzetí kontrolního podílu nad konkrétním podnikem evidentně generuje netriviální transakční náklady, trh s pracovní silou manažerů pak nepracuje s perfektními informacemi. Vyhodnocování těchto informací o tom, zda je výkonnost manažerů dostatečná, je tím těžší, čím nestálější jsou trhy, na nichž podnik operuje – například tržní podíl, ceny vstupů a výstupů. Obranou na těchto nestálých, dynamických trzích je, podle Demsetze a Lehna (1985, s. 1160) koncentrované vlastnictví, které, jak jsme vysvětlili již dříve, vede k rychlejšímu a efektivnějšímu rozhodování, který je v dynamickém prostředí třeba.

Třetím mechanismem identifikovaným Demsetzem a Lehnem (1985) je vnější regulace. Ta může nahradit koncentrované vlastnictví v tom smyslu, že dostává-li se podnik do problémů, může zasáhnout místo vlastníků regulátor. Typickým příkladem, kde takto regulace funguje, jsou banky. V regulovaném odvětví tak může být vlastnická struktura rozptýlenější, než za jinak stejných podmínek v neregulovaném odvětví. Dodejme, že empirické důkazy ve studii Demsetze a Lehna (1985) byly nejednoznačné.

Čtvrtým a posledním mechanismem je dle Demsetze a Lehna (1985) potenciál pro *on the job consumption*. Jedná se o oportunistické chování manažerů nebo dominantních vlastníků, kteří se při kontrole společnosti nechovají v souladu s maximalizací zisku. Podrobněji jsme tuto problematiku rozebrali v části Teorie zastupitelnosti. Existuje-li takový potenciál, budou mít vlastníci větší tendenci ke koncentraci vlastnictví právě za účelem větší kontroly a tím i větší konzumaci nadměrných benefitů. Demsetz a Lehn (1985) operacionalizovali možnost nadprůměrné *on the job consumption* jako příslušnost k určitým odvětvím (*sport a média*).

Omran a kol. (2008) rozdělili potenciální determinanty koncentrace vlastnictví na vnitřní (*firm level*) a vnější, národní (*country level*). K vnitřním zařadili velikost podniku s odkazem na Demsetze a Lehna

(1985), ale také odvětví, a to bez dalšího vysvětlení. Z jejich empirických výsledků³⁰ vyplývá, že ve finančním sektoru byla koncentrace vlastnictví nižší než průměrná. Ostatní sledované kategorie se od průměru neodlišovaly (zpracovatelské odvětví, služby, průmysl celkem). Silný efekt odvětví na koncentraci vlastnictví ale na vzorku podniků ze 12 zemí ověřili i Pedersen a Thomsen (1998). Za další vnitřní faktor můžeme v souladu s Leechem a Leahym (1991) považovat stáří organizace. Je logické očekávat, že vlastnictví společnosti se může dělit například manželstvím nebo tak, jak přechází na dědice.

Mezi vnější determinanty, důležité pouze při mezinárodním srovnávání výsledků, řadí Omran a kol. (2008) ekonomickou svobodu, vymahatelnost práva a vyspělost finančního sektoru. V zemích s vyšší ekonomickou svobodou Omran a kol. očekávali nižší koncentraci vlastnictví, protože svobodnější ekonomiky více vybízejí ke spoluúčasti na vlastnictví firem. Podobně tam, kde je lepší vymahatelnost práva, tedy efektivní právní rámec, očekávají nižší koncentraci vlastnictví. Jak jsme uvedli již výše při odpovídání na otázku *Proč koncentrovat vlastnictví?*, řada autorů vnímá koncentrované vlastnictví jako náhradu chybějících institucí (zde právních norem a jejich vymáhání) – více v části *Institucionální teorie a Proč koncentrovat vlastnictví* (Boyd a Solarino, 2016, Klapper a Love, 2004, ale i Pedersen a Thomsen, 2003). Vyspělostí finančního sektoru jsme již dříve vysvětlovali rozdíly mezi anglosaským a kontinentálním modelem správy společností a v souladu s touto myšlenkou Omran a kol. (2008) očekávají nižší koncentraci vlastnictví v zemích s vyspělejšími finančními sektory.

V tomto kontextu můžeme dodat, že někteří autoři (např. La Porta a kol., 2000, s. 9, tito autoři odkazují na řadu dalších) označují anglosaské země za země s vyšší ochranou vlastnictví, tudíž tendující k nižší koncentraci a země kontinentálního práva za země s nižší ochranou vlastníků, tudíž tendující k vyšší koncentraci vlastnictví, nahrazující institucionální prázdnotu (Heugens a kol., 2009). Měli bychom tak oddělit vymahatelnost práva (rule of law) od existence konkrétních právních ustanovení, podobně jako na to upozorňují La Porta a kol. (2000, s. 4).

Na druhou stranu Franks a kol. (2009) ve své longitudinální studii tvrdí, že ve Velké Británii nebyla míra koncentrace vlastnictví závislá na právní ochraně vlastníků, jako spíše na neformálních vztazích a důvěře. Právní ochrana vlastníků tuto důvěru nahradila až ve chvíli, kdy vztahy přestaly být lokální a tedy bylo těžší důvěru budovat a udržovat. Franks a kol. (2009) dále dochází k závěru, že vysoká míra rozptýlenosti vlastnictví se ve Velké Británii udržela díky častým akvizicím (hovoří doslova o „vlnách“ akvizic), čímž aktivitu na finančních trzích označují za další determinant koncentrace vlastnictví.

K vlivu právního rámce ještě dodejme, že Roe (1994) tvrdí, že rozptýlenost vlastnictví v USA není ani tak výsledkem ochrany vlastníků, jako spíše výsledkem omezení práv dominantních vlastníků, jež se odehrálo především ve 30. letech 20. století.

Pedersen a Thomsen (1998) se při zkoumání vlivu odvětví na koncentraci vlastnictví a volbu vlastnické struktury (typ vlastníka) zaměřili na další charakteristiky podniku, jež mohou ovlivňovat koncentraci vlastnictví. Na prvním místě se jednalo o velikost podniku, již jsme již analyzovali a kde se tak jako my odkazují především na Demsetze a Lehna (1985). V souladu s těmito autory se zaměřili také na nejistotu/dynamičnost prostředí. Jak uvidíme dále, mnoho studií při analýze souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku kontroluje vliv kapitálové intenzity a vliv výzkumu a vývoje³¹. Pedersen a Thomsen (1998) zkoumali i jejich vliv na samotnou vlastnickou strukturu. V obou případech předjímalí negativní souvislost s koncentrací vlastnictví, protože předpokládali, že vyšší potřeba výdajů na kapitál (aktiva) nebo na výzkum a vývoj povede k vyšší potřebě zapojování

³⁰ Zkoumány byly arabské země v letech 2000-2002.

³¹ Pro lepší představu, typickou operacionalizací jsou aktiva/tržby a výdaje na výzkum a vývoj/tržby.

dodatečných vlastníků. U výdajů na výzkum a vývoj odkazují také na Zeckhousera a Pounda (1990), podle nichž je efektivita monitorování vlastníky v odvětvích s vysokými výdaji na výzkum a vývoj nižší, tudíž koncentrace vlastnictví není vhodnou strategií.

Další charakteristikou zkoumanou Pedersenem a Thomsenem (1998) byl růst odvětví, jedná se tedy o vnější faktor, ne však na úrovni země. Pedersen a Thomsen předjímají, že v rychle rostoucích odvětvích může docházet k vyšší potřebě kapitálu, než jakou generuje samotné podnikání, což vede k rozptýlenému vlastnictví.

Leech a Leahy (1991, s. 1435) zmiňují důležitý problém: empirické doložení výše uvedených vlivů na vlastnickou strukturu výrazně závisí na tom, jak je vlastnická struktura definována. Už pouze koncentrace vlastnictví nabízí celou řadu způsobů operacionalizace tohoto konstruktů, čemuž se ale budeme věnovat v samostatné subkapitole dále.

4.1.5 Problém endogeneity

Ve výčtu determinantů koncentrace vlastnictví, potažmo vlastnické struktury, jsme záměrně opomněli jednu důležitou položku. Při zkoumání souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonem podniku byla od dob Berleho a Mease (1932) implicitně předpokládána kauzalita „vlastnická struktura ovlivňuje výkonnost podniku“. Teoretickou studií z roku 1983 Demsetz a empirickou analýzou z roku 1985 Demsetz a Lehn tento předpoklad zpochybnili. V oblasti našeho zkoumání se pro tento jev vžil pojmenování problém endogeneity (endogeneity issue).

Ve skutečnosti je termín endogeneity podstatně širší a ve svém obecném významu znamená vlastnost systému být ovlivněn sám sebou, tedy existenci vnitřních vazeb. Konkrétněji v ekonometrii pak endogeneity znamená korelaci chybové složky odhadovaného modelu s některou z nezávisle proměnných. Chybová složka obsahuje veškerou variabilitu závisle proměnné nevysvětlenou nezávisle proměnnými nezahrnutými v modelu. Čím hůře je model specifikovaný, tím je chybová složka větší a naopak.

Výskyt endogeneity je specifickým případem špatně specifikovaného modelu a může způsobit, že efekt nezávisle proměnných je odhadnut nepřesně, nebo je dokonce odhad falešný. Příčin endogeneity v jejím širším ekonometrickém pojetí může být více. My se budeme zabývat tím druhem endogeneity, který je způsoben opačnou kauzalitou. Je pro nás tedy důležité, že je-li možná existence opačné kauzality, je třeba model specifikovat s tímto vědomím a jeho parametry odhadovat pomocí příslušných metod. Ve zbytku textu pak budeme pod termínem endogeneity rozumět právě tento druh endogeneity, pokud neupozorníme na opak.

Pokud tedy existuje možnost, že kauzalita je obrácená nebo obousměrná, je třeba vzít ji v potaz. A právě Demsetz (1983) a Demsetz a Lehn (1985) odstartovali polovině 80. let 20. století debatu, zda je kauzalita ve vztahu mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku skutečně pouze ve směru předpokládaném již půl století. Demsetz (1983) se při svém vysvětlení opírá o teorii firmy a teorii zastupitelnosti v podobách, v jakých jsme je představili výše: volba vlastnické struktury je volbou úrovně monitorování, předpokládající sobecké chování jak manažerů, tak vlastníků³². Vlastníci preferující nízkou účast na monitorování volí rozptýlenou vlastnickou strukturu, vlastníci preferující vyšší úroveň monitorování volí koncentrované vlastnictví. Podobně manažeři preferující spotřebovávání benefitů v práci volí organizace s obtížným monitorováním on-the-job consumption, kdežto manažeři preferující spotřebovávání benefitů v domácnosti, tedy samotný plat, volí organizace s jednoduchým monitorováním on-the-job consumption. Zároveň jak trh produktů, tak trh s pracovní

³² Zde ve smyslu prvního problému teorie zastupitelnosti, kdy se nejen profesionální manažeři, ale i vlastníci, jsou-li manažeři, dopouští *on-the-job consumption*.

silou manažerů limitují chování všech zúčastněných tak, že dochází k dosahování bodu rovnováhy a maximalizaci zisku. Struktura vlastnictví³³ je tedy dle Demsetze (1983) spíše endogenní proměnnou daného systému, než exogenním členem funkce zisku. Řadu prvků tohoto systému, které strukturu vlastnictví ovlivňují, jsme identifikovali v předchozí kapitole a nyní k nim přidáváme i podnikovou výkonnost samotnou.

Demsetz a Lehn (1985) zpřesňují, proč i výkonnost ovlivňuje vlastnickou strukturu. Historická argumentace, že rozptýlenost vlastnictví vede k manažerské kontrole společnosti a tím k poklesu výkonnosti nezohledňuje fakt, že rozptýlení vlastnictví zároveň znamená levnější přístup ke kapitálu. Vlastníci tedy zohledňují přinejmenším tyto dvě proměnné tak, aby vlastnická struktura vedla k optimální výkonnosti. Demsetz a Lehn (1985) ve svých empirických analýzách nenachází vliv vlastnické struktury na výkonnost, pokud je zároveň kontrolován vliv výkonnosti na vlastnickou strukturu. Leech a Leahy (1991) na datech z Velké Británie potvrzují, že koncentrace vlastnictví je endogenní proměnnou. Clyde (1997) při kontrole endogeneity nenachází vliv koncentrace institucionálního vlastnictví na výkonnost, bohužel ale neporovnává výsledky s takovými, které by byly dosaženy bez kontroly endogeneity, tudíž z jeho práce neplyne metodické doporučení.

Claessens a Djankov (1999a, 1999b) jsou dalšími autory, kteří na možnost endogeneity nerezignují. Argumentují, že obecně vzato, firmy jsou heterogenní³⁴. Pokud odhadovaný model nevystihuje veškeré charakteristiky tuto heterogeneitu způsobující³⁵, mohou platit jiná vysvětlení vztahu mezi zkoumanými závisle a nezávisle proměnnými, než jaká byla předjímana v hypotézách. Jako příklad uvádějí, že ziskovost (tedy výkonnost podniku) může být důsledkem růstu příležitostí. Protože výkonnost managementu se hůře posuzuje v rychle rostoucích firmách, koncentrované vlastnictví může být spíše endogenním důsledkem, pokusem zvýšit dohled nad managementem, než faktorem lepší správy společností, vedoucí k vyšší výkonnosti.

Demsetz a Villalonga (2001) přidávají, že výkonnost může ovlivňovat vlastnickou strukturu také kvůli vnitřním informacím a odměnám spojeným s výkonností podniku. Vysvětlují, že management při očekávání vyšší budoucí výkonnosti může díky této neveřejné informaci zvětšovat svůj podíl na vlastnictví podniku a naopak. Toto zdůvodnění se vztahuje spíše na záležitost insider vlastnictví, kterým jsme se rozhodli nezabývat, ale při testech vlivu koncentrace vlastnictví jako takového na výkonnost přestala být koncentrace vlastnictví signifikantním prediktorem výkonnosti, přičemž bez této kontroly byl vliv koncentrace statisticky významný.

Thomsen a Pedersen (1996) sice nehovoří přímo o endogeneitě nebo nespécifikují mechanismy jejího působení, nicméně z jejich argumentace také vyplývá, že vlastnická struktura může být endogenní: „Vlastnická struktura obecně je efektivní v tom smyslu, že se přizpůsobuje transakčním nákladům a dalším ekonomickým podmínkám. Žádný způsob vlastnictví nebude obecně vzato efektivnější, než jiné“.

Claessens a Djankov (1999) zmínění výše ovšem používají data z České republiky z let 1993 – 1997 a při vysvětlení nutnosti kontroly endogeneity berou v potaz nízké transakční náklady změny vlastnické struktury. Jejich vzorkem jsou však firmy vzniklé kupónovou privatizací, pro které to v daném odvětví opravdu do značné míry platilo. Nicméně Thomsen a Pedersen (2000, s. 701) vidí vlastnické struktury v Evropě jako velmi stabilní a nepřizpůsobující se rychle měnícím se ekonomickým podmínkám, a to i v „turbulentních podmínkách“ let 1993-1995 (s. 697). Z toho důvodu považují vlastnickou strukturu za exogenní proměnnou.

³³ Ale zároveň i organizační struktura (poznámka na okraj).

³⁴ Aby bylo třeba kontrolovat endogeneitu, musí toto platit pro firmy ve zkoumaném vzorku.

³⁵ Poznámka na okraj: takový model je těžko představitelný, ale i pokud by byl, pak by specifikace modelu obsahovala tolik proměnných, že by bylo velmi obtížné získat z firem potřebná data.

K podobnému názoru dochází i Heugens a kol. (2009), a to, že na ilikvidních trzích je problém endogeneity nepravděpodobný. Transakční náklady změny vlastnické struktury jsou totiž vysoké, a to obzvláště v podmínkách vysoké koncentrace vlastnictví, které typicky na ilikvidních trzích panují. Heugens a kol. (2009) takové podmínky nachází v asijských zemích, nicméně Kirchmaier a Grant (2005)³⁶ potvrzují výše zmíněný nález Thomsena a Pedersena (2000); při důkladné analýze dat za „dlouhé časové období“ hodnotí vlastnické struktury v Evropě jako stabilní. Citují také další autory zaměřující se v tomto ohledu na jednotlivé země, vybrat bychom mohli práci Ehardhardta a Nowaka (2003, cit. Kirchmaier a Grant, 2005), v jejichž vzorku 105 firem uvedených na burzu se pouze u jedné z nich zásadně změnila vlastnická struktura, a to tak, že se po deseti letech dala považovat za rozptýlenou. Z Gedajlovicova a Shapirova (2002) předpokladu o chování různých měřítek finanční výkonnosti, tedy že se tržní výnosy (stock market returns) automaticky přizpůsobují jakýmkoli nesrovnalostem mezi vlastníky a manažery, vyplývá, že se problém obrácené kauzality může týkat právě pouze takových měřítek.

Ohledně existence problému endogeneity tedy není možné vyslovit jednoznačný závěr. Řada studií jej považuje za závažný a empiricky potvrzený, např. ve výsledcích Agrawala a Knoebera (1996) se vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku změnil z kladného na záporný právě po kontrole endogeneity. Dle Demsetze a Lehna (1985) vliv vlastnické struktury na výkonnost po kontrole endogeneity mizí, ke stejnému závěru došli Demsetz a Villalonga (2001). Cho (1998) dokonce tvrdí, že hodnota společnosti ovlivňuje vlastnickou strukturu a ne naopak. Ve všech těchto případech pocházela data z USA. Na druhou stranu s tím, jak se kontrola endogeneity stala častější, mnozí autoři pro ni nenašli důkazy: Fauzi a Locke (2012) na Novém Zélandu, Thomsen a kol. (2006) v Evropě, Wei a kol. (2005) v Číně, Lee (2008) v Jižní Korei, Hu a Izumida (2008) v Japonsku, Minguez-Vera (2007) ve Španělsku.

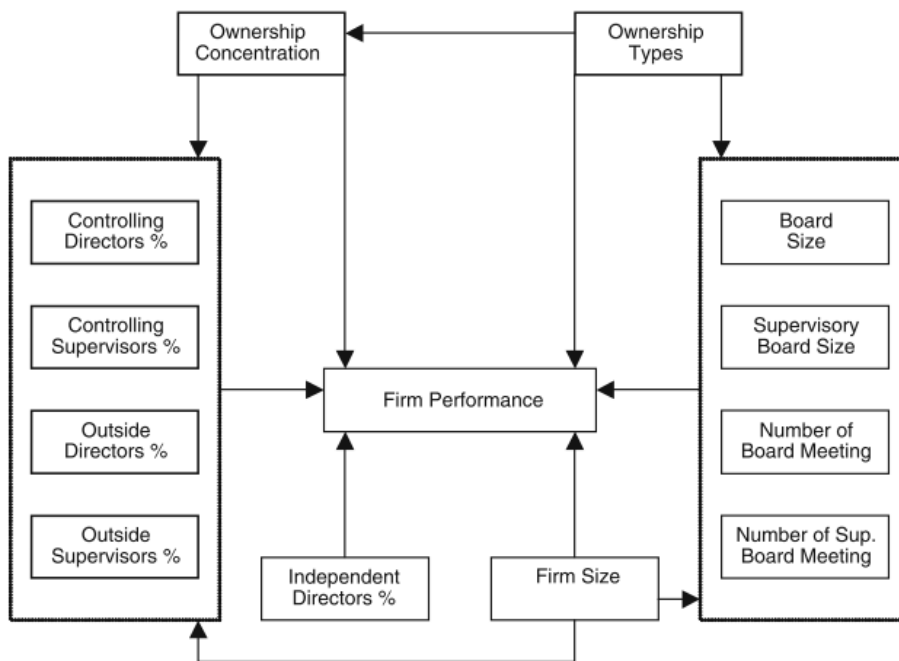
Zdá se tedy, že endogeneita může být problémem spíše v USA, snad díky velkému a aktivnímu trhu a je také možné, že se problém endogeneity omezuje na použití konkrétních ukazatelů výkonnosti, přičemž právě ve studiích založených na datech z USA se používají tržní ukazatele výkonnosti, kdežto ve většině ostatních zemí účetní ukazatele. Na závěr bychom ale měli konstatovat, že kontrola endogeneity je dnes součástí každé kvalitní empirické studie na dané téma.

4.2 Typ vlastníka

Identita vlastníka je druhou zásadní dimenzí vlastnické struktury. Thomsen a Pedersen (1996), kteří se zabývali vlastnictvím v Evropě, říkají, že identita (typ) vlastníka je důležitá zvláště u velkých vlastníků. Existuje řada názorů na to, jak ti či oni vlastníci vykonávají svá vlastnická práva různým způsobem a ovlivňují tak výkonnost podniku. Ve svém článku z roku 2000 (Thomsen a Pedersen, 2000) upřesňují, že zatímco koncentrace vlastnictví představuje sílu vlastníka prosadit své zájmy, tyto zájmy a způsob jejich prosazování se mohou lišit podle toho, kdo oním vlastníkem je. Z toho vyplývá, že typ vlastníka může mít nejen přímý vliv na výkonnost podniku, ale může také ovlivňovat tvar souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností. Jako možné rozlišné cíle uvádějí Thomsen a Pedersen (2000) ziskovost, výplatu dividend, růst, specifickou kapitálovou strukturu. Dodát můžeme, na základě teorie zastupitelnosti, i vyvlastňování. Van der Elst (2004) také na evropských datech ukazuje, že například koncentrace vlastnictví může záviset na identitě vlastníka. Hu a kol. (2010) uvádějí následující schéma, které shrnuje některé poznatky, které jsme již uvedli.

³⁶ Kirchmaier a Grant (2005) zkoumali v této studii vztah vlastnické struktury a výkonnosti z pozice portfoliového investora, což pro ně bylo dalším důvodem, proč považovat vlastnickou strukturu za exogenní proměnnou.

Obr. č. 9: Interní mechanismy správy společností a výkonnost podniku



Zdroj: Hu a kol., 2010, s. 730.

V literatuře na téma správy společností a vztahu k výkonnosti můžeme najít tyto typy vlastnictví:

1. Institucionální,
2. korporátní,
3. bankovní,
4. individuální,
5. rodinné,
6. zahraniční,
7. státní,
8. vnitřní-manažerské,
9. zaměstnanecké.

Frekvence zkoumání jednotlivých vlastnických kategorií u některých závisí na době, kdy byla studie zpracována, případně na zemi, již analyzuje. Málokdy studie, která se věnuje i typu vlastníka, zkoumá všechny typy vlastnictví; je pravděpodobné, že taková studie ani neexistuje. Například Holderness a Sheehan (1988) dělí vlastníky pouze na korporátní a individuální. Jiní autoři kladou větší důraz na vnitřní (insider, manažerské) vlastnictví a odlišují proto vlastnictví členů správních orgánů (directors) a managementu (officers) (viz Konijn a kol., 2011). Definice jednotlivých typů vlastnictví nejsou ve všech případech jednoznačné a také mohou záviset na době nebo místě zpracování studie. Jistě by bylo možno identifikovat další typy vlastníků, nebo spíše zvýšit míru rozlišení a přidat tak například ještě nadace nebo penzijní fondy. Vzhledem k tomu, že se jimi však literatura hlouběji nezabývá a že i pro naši vlastní práci představují zcela okrajové typy vlastnictví, nebudeme se jim samostatně věnovat. V následujícím textu se pokusíme definovat jednotlivé vyjmenované kategorie vlastnictví a vysvětlit, proč bychom měli předpokládat jejich vliv na výkonnost, případně jaký vliv bychom měli předpokládat.

4.2.1 Institucionální vlastnictví

Institucionální vlastnictví bylo prvním typem vlastnictví, jehož vliv na výkonnost podniku byl systematicky zkoumán. Tak, jako u koncentrace vlastnictví nebo manažerské versus vlastnické kontroly se tak stalo nejprve v USA (např. Graves 1988, Chaganti a Damanpour, 1991 a celá řada dalších). Z tohoto důvodu nejpoužívanější definice institucionálního vlastnictví reflektuje především americké podmínky a legislativu; konečkonců legislativní změny byly důležitým důvodem, který vedl ke zkoumání vlivu tohoto vlastnictví (zmínili jsme v části Shrnutí teoretických základů). Druhý důležitý důvod růstu zájmu o tento typ vlastnictví v USA pramení z rostoucího objemu institucionálního vlastnictví v USA³⁷.

Definovat institucionální vlastnictví můžeme nejlépe výčtem. Westphal (1999) vyjmenovává tyto vlastníky jako institucionální: penzijní fondy, banky, svěřenecké fondy (trust companies), kempeličky (saving and loans), vzájemné fondy (mutual funds) a odborové fondy (labor union funds). Nejpřesnější vymezení by však mělo být dle příslušného nařízení americké komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission) o čtvrtletním hlášení 13F. O ně se opírají například Dalton a kol. (2013, s. 20): banky, penzijní fondy, vzájemné fondy, pojišťovny, makléřské firmy, nadace. Položky vyjmenované Westphalem neobjevující se ve výčtu Daltona a kol. spadají do některé z kategorií Daltonem a kol. vyjmenovaných.

Někdy se v literatuře objevuje termín *financial institutions*. Jedná se však o stejný přístup a vyjmenované položky jsou stejné jako výše uvedené. Termín finanční instituce pouze upozorňuje na fakt, že v tomto původním, americkém a stále nejpoužívanějším pojetí se institucemi rozumí finanční instituce. Na druhou stranu je třeba upozornit, že ve studiích nepocházejících z USA může výraz institucionální vlastnictví již odkazovat třeba i na výrobní podniky a slučuje tak kategorie, které jsou v našem výčtu typů vlastnictví označeny jako institucionální a korporátní. Z amerických zdrojů je jediným takovým příkladem Clyde 1997 (s. 7, tab. č. 4), který při studiu specificky institucionálních vlastníků za ně považuje i výrobní (industrial) podniky.

Již ve Shrnutí teoretických základů jsme naznačili některé důvody, proč by mohl podíl institucionálních vlastníků na vlastnické struktuře mít vliv na výkonnost podniku. Připomeňme, že do 40. let 20. století byli institucionální vlastníci aktivně monitorujícími dění ve vlastněném podniku. V důsledku přijaté právní úpravy, viz výše, se stali velmi pasivními a v roce 1989 je Jensen označil za naprosto bezmocné. Navíc pokud jsme pochybovali o tom, zda pověření, tedy agenti, vždy konají v nejlepším zájmu pověřujících, tedy principálů, pak pro institucionální vlastnictví se vžil pojem „agents watching agents“, tzn. že pověření pověřují další pověřené. Pravděpodobnost výskytu zastupitelského problému je tak znásobena, ne-li umocněna. Z tohoto důvodu mohl být vliv institucionálního vlastnictví na výkonnost podniku, alespoň v některých letech a alespoň v USA, negativní.

Duggal a Millar (1994) přidávají další důvody toho, proč by mohl být vliv institucionálního vlastnictví negativní. Institucionální investoři mohou mít pravděpodobněji úzké vztahy s vlastněnou společností, myšleno především s jejími výkonnými řediteli. Nejsou pak dostatečně nezaujatými při monitorování společnosti.

Na druhou stranu existuje i řada důvodů, proč by institucionální vlastnictví mělo k výkonnosti přispívat. Podle Duggala a Millara (1994), ale i podle jiných autorů, je pro institucionální investory typické vkládat do vlastněných společností relativně velké částky, které institucionálního vlastníka motivují k tomu,

³⁷ Duggal a Millar (1994) odkazují na Reganovu (1989) statistiku: finanční aktiva institucionálních investorů vzrostla z 1,1 trilionu USD v roce 1977 na 4,3 trilionu v roce 1987, a na statistiku z Wall Street Journal (1992): Institucionální vlastnictví amerických společností mohlo být v roce 1992 až 46,5 %, oproti 15,9 % v roce 1965. Faccio a Lasfer (2000) uvádějí ve Velké Británii podíl 62,09 % finančních institucí na všech blockholderech. Více pro ilustraci tohoto faktu jsme uvedli ve Shrnutí teoretických základů.

aby pečlivě monitoroval vývoj společnosti. Podle Gravaese a Waddocka (1990) jsou institucionální investoři pod obrovským tlakem svých vkladatelů. Hodnocení jejich výkonnosti je čtvrtletní nebo přinejhorším roční, vyvíjející tlak na krátkodobé pozitivní výsledky. Proto je pravděpodobné, že institucionální vlastník bude vyvíjet tlak na management vlastněné společnosti, a to někdy i na úkor dlouhodobé výkonnosti. Na druhou stranu Han a Suk (1998) citují Aokiho (1984) a Lowensteina (1988), podle kterých jsou institucionální investoři do značné míry ve svých pozicích uzamčeni. Na rozdíl od individuálních vlastníků jsou jejich podíly velké a navíc institucionální vlastníci tendují ke stejnému chování, takže uplatnění principu exit je pro ně obtížné, případně realizovatelné pouze s citelnou ztrátou. To je může motivovat k tomu, aby vyžadovali po managementu dlouhodobé investice a starost o dlouhodobou výkonnost. Podle Sundaramurthy a kol. (1996) je institucionální vlastnictví nejsilnějším prediktorem množství opatření zabraňujících nepřátelské převzetí (např. poison pills, obecněji managerial entrenchment).

Thomsen a Pedersen (2000) označují za hlavní zájmy institucionálních vlastníků likviditu a hodnotu společnosti, v souladu s Duggalem a Millarem (1994) upozorňují na jejich potenciálně blízké vztahy s managementem společnosti. Institucionální vlastníky nazývají „relativně“ specializovanými vlastníky. Ona „relativita“ se pravděpodobně vztahuje k faktu, že například banku za specializovaného vlastníka považovat nemůžeme. Z portfoliového charakteru investic institucionálních vlastníků pak plyne jejich nízká averze k riziku. Thomsen a Pedersen (2000) také věří spíše v dlouhodobý investiční horizont investičních vlastníků a jejich sílu ovlivnit management podniku považují spíše za nízkou kvůli „obvykle nízkým vlastnickým podílům“. To je v kontrastu s většinovým názorem na sílu institucionálních vlastníků, který však pochází z anglosaského prostředí, kde podíl např. 5 % je označován za velký, kdežto v prostředí koncentrovaného vlastnictví, jež je realitou v Evropě, je relativně malý.

Bhattacharya a Graham (2009) upozorňují na to, že ač dosavadní literatura obvykle přistupovala k institucionálním vlastníkům jako k homogenní množině, existují jak teoretické tak empirické důkazy toho, že různí institucionální vlastníci sledují různé cíle. Vhodné je rozlišovat přinejmenším na institucionální investory odolávající tlaku (pressure resistant) manažerů vlastněné společnosti a citlivé (pressure sensitive) na tento tlak. Bhattacharya a Graham (2009) odkazují pro teoretické a empirické důkazy na řadu dalších autorů (s. 371). V zásadě se ale předpokládá, že tlaku odolávající (institucionální) vlastníci jsou lepšími v monitorování managementu a redukování zastupitelského problému prvního typu.

Tilba a McNulty (2013) zase rozlišují angažované institucionální vlastníky, aktivně participující na řízení společnosti nebo na její kontrole, tudíž redukující zastupitelský problém prvního typu, a na institucionální vlastníky fungující s výrazným odstupem od vlastněné společnosti, což znamená skrze řadu prostředníků, konzultantů a manažerů různých fondů. V druhém případě samozřejmě vstupují do hry další, dost možná divergentní, zájmy.

Cremers a Nair (2005) dokonce rozlišují institucionální vlastníky (v USA) ještě podrobněji a připisují jim různé motivace při monitorování vlastněné společnosti. Investiční fondy (hedge funds) se podle nich vyhýbají jakýmkoli přímým interakcím s managementem vlastněné společnosti, aby se vyhnuly podezření z obchodování na základě neveřejných informací (insider trading). Banky a penzijní fondy také nepovažují za silně aktivní ve prospěch akcionářů, protože se vyhýbají konfliktu zájmů díky tomu, že je s vlastněnými společnostmi pojí další obchodní transakce, ne jen čistě vlastnictví. Citují Pounda (1988, cit. z Cremers a Nair, 2005), že banky a investiční společnosti při rozhodování na valných hromadách často straní názoru managementu. Naopak penzijní fondy, konkrétněji veřejné (public pension funds), považují za agresivní obhájce zájmů vlastníků. Nicméně Romano (1993, cit. z Cremers a Nair, 2005) upozorňuje na to, že aktivita veřejných penzijních fondů někdy podléhá politickým vlivům a nemusí být tedy vždy nutně v zájmu ostatních vlastníků jimi vlastněné společnosti.

Brounen a kol. (2012) ukazují, že i vliv institucionálních vlastníků může být, podobně jako vliv koncentrace vlastnictví, nelineární. Ve svých datech nalézají vliv institucionálního vlastnictví až při více než 25% podílu institucionálních vlastníků³⁸. Podle Duggala a Millara (1994) si zase institucionální investoři pečlivě volí, do které společnosti vloží jimi spravované prostředky. Podle Demiralpa a kol. (2011) mají často institucionální vlastníci lepší informace a i díky tomu mohou investovat do lepších firem. Případně také prodávají ty, které měly horší výkonnost a kupují ty, které měly výkonnost lepší s menším důrazem na budoucnost, a to proto, aby jejich portfolio vypadalo dobře. Doslova to nazývá „window dressing“. To ovšem znamená opačnou kauzalitu, tedy ne že přítomnost institucionálního vlastníka nebo velikost jeho podílu ovlivňuje výkonnost, ale že výkonnost ovlivňuje přítomnost institucionálního vlastníka (nebo velikost jeho podílu). Je tedy třeba zohledňovat nejen možnou nelinearitu vztahu, ale také ošetřit problém endogeneity. Studie Bhattacharyayho a Grahama (2009) je takovým příkladem.

4.2.2 Korporátní vlastnictví

Holderness a Sheehan (1988) studovali vliv majoritních vlastníků na ceny akcií, přičemž kontrolovali i typ vlastníka. Vlastníky pak rozlišovali na individuální a korporátní. V jejich případě tak v kategorii korporátní vlastníci byly zahrnuti jak institucionální vlastníci ve výše uvedeném smyslu financial institutions, tak běžné podniky. Jako důvod odlišování korporátních vlastníků od individuálních uvádějí možnost, kdy management mateřské společnosti zakládá dceřinou společnost pro jednodušší vyvlastňování prostředků mateřské společnosti (s. 323-4).

Obvyklejší pak je definovat korporátní vlastníky jako právnické osoby vyjma finančních institucí, států a jejich samosprávních složek, institucí typu nadace a někdy³⁹ vyjma zahraničních vlastníků. Holderness a Sheehan (1988) jsou výjimkou potvrzující pravidlo, že zvláště v USA do kategorie korporátní vlastníci nespádají finanční instituce. Mimo USA, např. ve studiích z evropského prostředí nebo třeba Japonska, pak někdy finanční instituce nejsou zkoumány samostatně, případně místo široké kategorie finančních institucí jsou samostatně zkoumány banky.

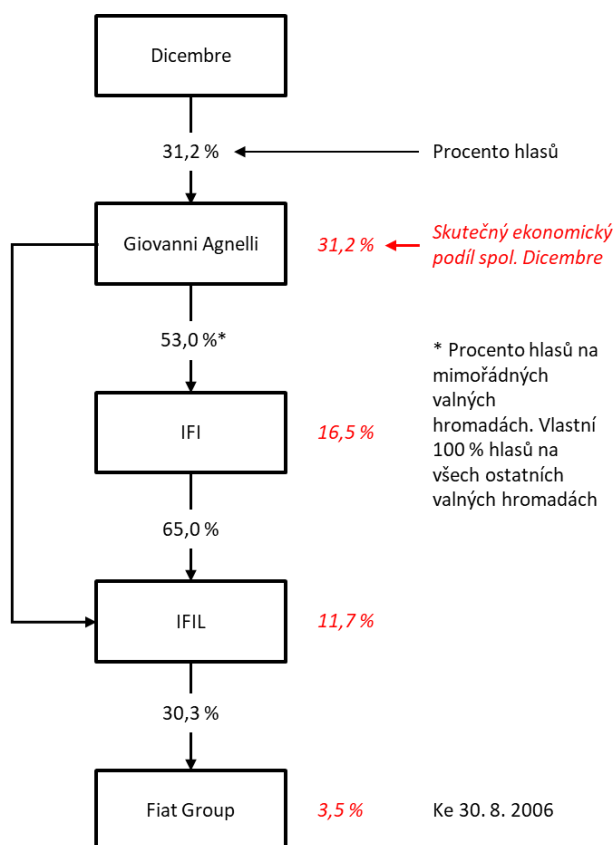
Thomsen a Pedersen (2000) si všimají, že nejen finanční instituce jsou „agenty dohlížejícími na agenty“, ale že je tak tomu i v případě korporací (a státního vlastnictví). Poznávají, že vlastnické propojení společností typu korporátního vlastnictví je inherentní vlastností japonských Keiretsu, stejně jako francouzských holdingových struktur s křížovým vlastnictvím nebo švédských podnikatelských skupin.

Dodejme, že tato křížová vlastnictví jsou poměrně typická tam, kde nacházíme kontinentální model správy společností a vyšší koncentraci vlastnictví. Nicméně nejedná se jen o křížové vazby, časté je také pyramidové vlastnictví, a to nacházíme i v USA. Už Berle a Means (1932) proto rozlišovali bezprostřední kontrolu vlastněné společnosti (immediate control) a skutečnou kontrolu (ultimate control). Tyto dva druhy kontroly mohou podávat zcela jiné výsledky. Zatímco v případě bezprostřední kontroly se může zdát, že zkoumaná společnost nemá dominantního vlastníka, opak může být pravdou. Skutečnou dominantní kontrolu nad společností může držet subjekt skrytý za řetězec jiných společností, vlastníci ve výsledku dominantní podíly ve společnostech, jež jsou na první pohled na sobě nezávislé a které vlastní jinak minoritní podíly ve zkoumané společnosti. Dalším aspektem pyramidového vlastnictví je, že s (relativně) minimálním původním vkladem může konečný vlastník (ultimate owner) ovládat majoritním podílem i poměrně velké společnosti. The Economist (2007) uvádí následující příklad.

³⁸ Dlužno dodat, že v jejich případě se jedná o specifickou závisle proměnnou.

³⁹ Zpravidla u studií vlivu zahraničního vlastnictví, jichž je obrovské množství. „Někdy“ je tedy relativní pojem.

Obr. č. 10: Příklad pyramidálního vlastnictví společnosti Fiat



Zdroj: The Economist, 2007.

Tato čísla z poloviny roku 2006 ukazují, že John Elkann, vnuk zakladatele společnosti a údajně vlastník ovládající společnost Dicembre, může s vkladem rovnajícím se 3,5 procentům hodnoty společnosti Fiat Group ovládat přes 30 % jejích akcií.

Kester (1992, cit. z Thomsen a Pedersen, 2000) nachází, že příslušnost k podobnému podnikatelskému uskupení (v podstatě k holdingu) přináší určité náklady. Jmenuje ztrátu flexibility a nedostatečné vzájemné monitorování – společnosti tak zůstávají jakoby bez vlastnické kontroly. Příslušníci Keiretsu pak podle Hundleyho a Jacobsona (1998, cit. z Thomsen a Pedersen, 2000) vykazují horší exportní výkonnost než srovnatelné společnosti. Na druhou stranu, řada autorů uvádí, že výkonnost podniků ve skupinách Keiretsu je sice nižší, nicméně nižší je také rizikovost (např. Gedajlovic, Shapiro, 2002). Právě Thomsen a Pedersen (2000) vysvětlují, že rozdíly ve vlastnických strukturách mohou vznikat kvůli různému postoji k riziku, kdy samozřejmě při vyšším podstupovaném riziku vyžadují vlastníci vyšší zisk. Podle nich je také obvyklé, že korporátní vlastníci jsou spíše zaměřeni na růst a přežití než na ziskovost. Ještě zpět ke Keiretsu a holdingovým strukturám: pro řadu těchto podnikatelských uskupení je typické, že pokud je jedna ze společností v nesnázích, ostatní jí pomáhají na úkor své výkonnosti. Ne vždy tak dochází k optimální alokaci kapitálu v krátkodobém horizontu, v dlouhodobém horizontu jsou však takové společnosti stabilnější.

4.2.3 Bankovní vlastnictví

Podobně jako níže definované individuální vlastnictví bývá často zkoumáno dohromady s rodinnými podniky, bankovní vlastnictví je většinou chápáno jako součást institucionálního vlastnictví a nebývá od něj při analýzách odlišováno. Nicméně najdou se i tací autoři, pro které jsou specifika bankovního vlastnictví dostatečně důležitá. Typické je to pro autory zabývajícími se evropskými zeměmi (Kočenda a Švejnar, 2003), japonskými keiretsu (Nguyen, 2011), nebo mezinárodním porovnáním. Výjimkami z anglosaského prostředí jsou Palmer a kol. (1993) nebo Leech a Leahy (1991). Jak uvádějí Thomsen a Pedersen (2000), bankovní vlastnictví bylo zakázáno v USA, zřídka uskutečňováno ve Velké Británii, zatímco bylo a je typické pro německý model správních orgánů. Upřesnit můžeme, že bankovní vlastnictví je typické pro kontinentální systém správy společností a že přísná regulace bank v USA již byla do značné míry změkčena – například takzvaný Zákon o modernizaci finančních služeb z roku 1999 (Financial Services Modernization Act of 1999, nebo také Gramm–Leach–Bliley Act) odvolal části zákona Glass-Steagall Act z roku 1933, mezi jinými i zákaz poskytování více druhů služeb jedné společnosti jednou a tou samou bankou. Určitá podobnost v regulaci bankovního vlastnictví panuje v Japonsku, kde v jeho poválečné historii v reakci na předválečný stav a v souladu s představami USA byly zavedeny omezení bankovního vlastnictví, např. na maximální velikost přímo vlastněného podílu ve vlastněné společnosti.

Podle Palmera a kol. (1993) banky jako vlastníci preferují strategie redukcí akumulaci likvidních aktiv ve vlastněné společnosti. Jedním z důsledků je potom menší síla manažerů, kteří nemají k dispozici prostředky, s nimiž by mohli nakládat dle svého uvážení. Dalším důsledkem jsou dopady na organizační strukturu, kdy decentralizace a divizionální struktury nejsou v zájmu bank-vlastníků. Podle Weinsteina a Yafeha (1998) mohou banky preferovat konzervativní investiční strategie, které omezují růst vlastněné společnosti.

Banky mohou mít velmi úzké vztahy s jimi vlastněnými společnostmi, tak, jako jsme uvedli již dříve u institucionálních vlastníků. Mohou také mít lepší přístup k informacím z vlastněné společnosti díky držení pozic ve správních orgánech (Edwards a Nibler, 2000 ukazují, že v Německu je to realitou) a díky poskytování dalších služeb vlastněné společnosti (úvěry, auditování, obstarání úpisu akcií nebo emise dluhopisů). Platí to však i naopak a vlastněná společnost může čerpat výhody z privilegovaného přístupu ke kapitálu, informacím a dalším službám (Thomsen, Pedersen, 2000). Morck a kol. (2000) uvádějí, že v Japonsku v dobách hospodářského poklesu firmy propojené s bankami rostly, což vysvětluje jako důkaz eliminace problému podinvestování.

Pokud je v anglosaském prostředí přílišná provázanost vlastníka s managementem vlastněné společnosti viděna spíše jako nevýhoda, že takový vlastník není dostatečně motivovaný k monitorování společnosti a případně k zásahům vůči managementu, jedná se o uvažování spíše ve smyslu teorie zastupitelnosti a v souladu spíše s kratším investičním horizontem. Přílišné personální propojení banky s vlastněnou společností by pak mělo znamenat spíše nižší výkonnost vlastněné společnosti. V kontinentálních systémech správy společností však můžeme pozorovat opak (Edwards a Nibler, 2000 pro Německo). Pro vysvětlení se můžeme opřít o závěry teorie správcovství a jednání v souladu s dlouhodobým investičním horizontem, kdy jsou si vlastněná společnost a banka spíše partnery a dost často tvoří část širšího podnikatelského uskupení (holdingy, keiretsu, chaeboly).

Shleifer a Vishny (1997) upřesňují, že obecně přijímaná představa o efektivní kontrole bankami (z důvodu významných vlastnických podílů, účasti ve správních orgánech apod.) nemusí být platná ve všech zemích s kontinentálním systémem správy společností. Na rozdíl od Německa a Japonska není v Itálii kontrola bankou tak účinná. Banky v Německu a v Japonsku podle nich také dokáží svou informační výhodu přetransformovat v efektivnější extrakci peněžních prostředků, někdy i na úkor ostatních vlastníků. Na druhou stranu přiznávají, že Gorton a Schmid (1996) nenalezají důkazy

takového jednání bank v Německu a že podle Harrise a Raviva (1990) jsou banky vlastně k managementu vlastněných společností velmi vlídnými, dokud je vlastněná společnost vzdálena bankrotu.

Vzhledem ke kumulaci rolí bankou se také může stát, že banka jako vlastník brání převzetí vlastněné společnosti z toho důvodu, že je tato společnost i jejím zákazníkem. Podobné chování může nastat také kvůli spřízněnosti banky s managementem vlastněné společnosti (Franks a Mayer, 1994).

V neposlední řadě si Shleifer a Vishny (1997) všímají, že německé banky vlastní a kontrolují samy sebe. Citují Charkhama (1994): „na valných hromadách v posledních letech Deutsche Bank držela hlasovací práva 47,2 procent svých akcií, Dresdner Bank 59,25 % a Commerzbank 30,29 %“. Německé banky tím, že vlastní významné podíly v řadě dalších společností, vlastně obchodují samy se sebou (což platí samozřejmě i pro další podnikatelské skupiny v jiných zemích, s podobnými charakteristikami: keiretsu, chaeboly...).

Pro Českou republiku během transformace pak Kočenda a Švejnar (2003) uváděli například to, že banky po masové privatizaci držely podíly ve stovkách firem, ale neměly kapacity na to, být přítomny v jejich správních orgánech. Po zvážení různých mechanismů pak Kočenda a Švejnar nejsou schopni predikovat, jaký vliv bude mít bankovní vlastnictví na výkonnost podniku. Podobně se vyjadřují Morck a kol. (2000) při zkoumání japonských společností a na základě empirických výsledků dochází k názoru, že daná souvislost je nelineární: při nízkém vlastnickém podílu banky výkonnost vlastněné společnosti s růstem bankovního podílu klesá, naopak při vysokých bankovních podílech roste⁴⁰.

4.2.4 Individuální vlastnictví

V literatuře se definice individuálního vlastnictví nevyskytuje, obvykle se implicitně předpokládá vlastnictví fyzickou osobou. Často se nerozlišuje individuální a rodinné vlastnictví (např. Holderness a Sheehan, 1988). Individuální vlastnictví obvykle předznamenává menší držené podíly, v případě podílů větších pak menší vlastněné podniky. Na druhou stranu ve vzorku amerických veřejně obchodovaných firem s majoritním vlastníkem Holderness a Sheehana byli jednotlivci majoritním vlastníkem ve 46 % (v 50 % byly majoritním vlastníkem korporace a ve zbývajících případech fondy rozličných druhů).

Zatímco teorie zastupitelnosti předpokládá, že vlastníci malých podílů nedbají na kontrolu managementu tak, jako vlastníci větších podílů, z čehož následně plyne, že u individuálních vlastníků je kontrola managementu nižší, dle Míngueze-Very a Martína-Ugeda (2007) jsou individuální vlastníci naopak při kontrole pečlivější, protože je pro ně těžší diverzifikovat portfolio a tedy podstupované riziko je pro ně relativně vysoké, respektive mají z tohoto důvodu averzi k riziku. Rozdílný pohled je pravděpodobně zapříčiněn postojem k individuálnímu vlastnictví. Zatímco teorie zastupitelnosti byla formována s přihlédnutím k anglosaským realitám, kde likvidní trhy a drobné individuální investice jsou běžné, Mínguez-Vera a Martín-Ugeda vypovídají o datech ze Španělska. Pravdivé tak mohou být oba pohledy.

Z výsledků Míngueze-Very a Martína-Ugedy (2007) vyplývá, že přítomnost individuálního investora (nebo rodiny) v pozici dominantního vlastníka má pozitivní vliv na výkonnost podniku. Renneboog (2000) nachází, že pokud je jednatel nebo rodina velkým vlastníkem, pak je pravděpodobnost personálních změn ve správních orgánech vyšší, což podle něj znamená efektivnější kontrolu. Řada autorů pak nerozlišuje rodinné a individuální vlastnictví, přičemž rodinné vlastnictví je v literatuře velmi často zkoumané téma. Aktuálním trendem je zkoumat individuální vlastnictví, na druhou stranu spíše v exotických zemích (Wahba, 2014 Egypt, Kalezić, 2015, Černá Hora, Zouari a Taktak, 2014, 15 islámských zemí), jak je vidět z našeho datasetu pro meta analýzu.

⁴⁰ Výkonnost zde reprezentuje Tobinovo q.

4.2.5 Rodinné vlastnictví a rodinné podnikání

Jak jsme výše naznačili, rodinné vlastnictví mnohdy nebývá odlišováno od individuálního, je-li zkoumáno individuální vlastnictví. Rodinné vlastnictví s individuálním spojuje to, že se jedná o vlastnictví fyzickou osobou (fyzickými osobami). Na druhou stranu, je-li primárním zájmem rodinné vlastnictví, jedná se často o zkoumání takzvaných rodinných podniků (family business). Zatímco rodinné vlastnictví obecně je obvykle operacionalizováno jako vlastnictví osobami se stejným příjmením (Eulaiwi, 2016) a dále je s ním zacházeno jako s vlastnictvím individuálním, rodinné podnikání je definováno úžeji. Odehnalová a Pirožek (2015) se opírají o Lukeše a Nového (2005) a Stena (2007), když rodinné podniky definují jako ty, kde přinejmenším dva členové jedné rodiny mají přímý vliv na chování podniku. Tímto vlivem může být vlastnictví nebo účast na rozhodování (ve správních orgánech či top managementu). Thomsen a Pedersen (2000) zmiňují další vlastnost, někdy požadovanou pro zařazení podniku mezi rodinné: dvojí roli příslušníků jedné rodiny v podniku, a to nejen roli vlastníků, ale i manažerů. Výše uvedený příklad vlastnictví Fiat Group by spadl do kategorie rodinné podnikání, pokud bychom zkoumali konečné (ultimate) vlastníky a ne bezprostřední (immediate) vlastníky.

Podle Odehnalové (2014) jsou rodinné podniky charakteristické specifickými postoji vlastníků, které jsou výrazně odlišné od postojů zaměstnanců. Rodinám provozujícím rodinné podnikání bývá připisován silný podnikatelský duch, což je odlišuje jak od specializovaných vlastníků (institucí), tak od ostatních individuálních vlastníků, kteří jen investují úspory, a dalších typů vlastníků, ale také od zaměstnanců nebo profesionálních manažerů. Na jednu stranu tak rodinné vlastnictví může mít pozitivní vliv na výkonnost podniku: Koirannen (2007, cit. z Odehnalové, Pirožek, 2015) spojuje rodinné podnikání se zodpovědným a iniciativním přístupem vlastníků, Randoy a Goel (2003) upozorňují na to, že v podnicích řízených rodinami, jež je založily, jsou nižší náklady zastupování. Isakov a Weisskopf (2014) tvrdí, že rodinné podniky jsou výkonnější než podniky s rozptýleným vlastnictvím případně podniky s ne-rodinným dominantním vlastníkem, podobně se vyjadřuje Maury (2006).

Na druhou stranu existuje i řada důvodů pro negativní vliv rodinného vlastnictví (a kontroly) na výkonnost podniku. Rodinní příslušníci svou angažovaností v rodinném podniku činí nemalé investice do svého lidského kapitálu, které jsou ale úzce spojeny s daným předmětem podnikání. Z tohoto důvodu pak obvykle nechtějí předávat kontrolu dále, zvláště mimo rodinu (Maug, 1996, cit. z Thomsen a Pedersen, 2000). Problematika následnictví je aktuální zvláště v postkomunistických zemích bývalého východního bloku, upozorňuje na ni například Odehnalová (2014). Mnozí autoři uvádějí, že v rodinných podnicích dochází k větší míře vyvlastňování (např. La Porta a kol., 1998, Yeh, 2005, Cronqvist a Nilsson, 2003) ať už celkově, nebo na úkor minoritních vlastníků. Razzaque a kol. (2016)⁴¹ nachází u rodinných podniků větší míru manipulace s účetními výsledky (earnings management).

Podle Thomsena a Pedersena (2000) zajímá rodinné podniky více růst a stabilita, než ziskovost, podobně jako korporátní vlastníky. Podle Edwardse a Niblera (2000, s. 255) jsou podniky s individuálním/rodinným vlastnictvím ziskovější než ostatní pouze v případě, že jednotlivci/rodiny vlastní pouze minoritní podíly. Důkazy a předpoklady ohledně působení rodinného vlastnictví jsou tedy opět nejednoznačné a směřují k tomu, že vliv i tohoto typu vlastnictví na výkonnost může být nelineární.

⁴¹ Výsledky této studie se zakládají na datech z Bangladéše.

4.2.6 Zahraniční vlastnictví, FDI

Vymezení zahraničního vlastnictví jako samostatné kategorie se může jevit redundantním, vždyť zahraniční vlastník nutně musí být zároveň buď vlastníkem individuálním, korporátním atd. Nicméně literatura na téma zahraničních investic je bohatá a i v rámci zkoumání správy společností se vliv zahraničních vlastníků neopomíjí. Děje se tak v zásadě ze dvou důvodů: 1) zahraniční investice mohou mít z mnoha příčin přímý vliv na výkonnost podniku, ale i na další charakteristiky vlastnické struktury, proto by ve studiích výkonnosti podniku měla být taková proměnná přítomna přinejmenším v roli kontrolní proměnné, 2) překročit hranice domácí země a investovat jinde může předznamenat jinou motivaci než u domácích vlastníků. Heugens a kol. (2009) ve své meta-analýze přiznává identitě vlastníka velkou důležitost, pro zjednodušení však rozlišuje pouze právě na zahraniční a domácí vlastníky a dále na stabilní versus „tržní“ versus vnitřní (insider) vlastníky.

Zahraniční vlastnictví bývá definováno jednoduše jako vlastnické podíly držené jakýmkoli typem zahraničního vlastníka. V literatuře věnující se specificky přímým zahraničním investicím (foreign direct investment, FDI), pak bývají stanoveny hranice, od kterých se vlastnický podíl za FDI počítá. Je tomu tak proto, že od určité výše podílu, typicky od 10 %, se předpokládá, že se jedná o strategickou investici s dlouhodobým horizontem, která má jednak odlišné motivace a jednak odlišné důsledky. Například strategický investor spíše přinese specifické know-how nebo kapitálové zdroje, zatímco u drobného investora spíše převládnu motivace a důsledky, které platí specificky pro vlastníky individuální, korporátní atd. jako by se investice odehrávala na domácím trhu. V následujícím textu se budeme věnovat specificky přímým zahraničním investicím a jejich dopadům.

Efekt FDI na výkonnost podniku bývá obvykle vysvětlován vkladem lepšího know-how (Djankov a Hoekman, 2000), manažerských schopností (Heugens a kol., 2009), rozšířením investičních možností díky většímu dodatečnému kapitálu (Weiss a Nikitin, 2004), strategickému restrukturování (Kočenda a Švejnar, 2003), ale někdy také naopak odčerpáváním kapitálu nebo umělým snižováním zisku (prostřednictvím transferových cen, Weiss a Nikitin, 2004). Bebchuk a kol. (2000, cit. z Heugens a kol., 2009) také uvádějí, že podobně jako u ostatních holdingových uspořádání a křížových vazeb mezi podniky může být jednodušší vyvlastňování (tunelování). Podle Doumy a kol. (2006) zahraniční vlastníci očekávají a vyžadují vyšší výkonnost než domácí vlastníci. Lepší know-how mohou přinášet mimo jiné proto, že mají zkušenosti ze svého domácího trhu, což může pomáhat i lepším praktikám správy společností (Douma a kol., 2006).

V 90. letech v České republice zahraniční investice zvyšovaly produktivitu českých společností (Djankov a Hoekman, 2000) i zvyšovaly rentabilitu aktiv (Kočenda a Švejnar, 2003). Zemplínerová (1998) uvádí statistiku, společnosti s FDI v roce 1995 v ČR vyprodukovaly 11,2 % HDP s 8,5 % pracovní síly. Blažek a Šafrová (2015) mají čerstvější zjištění (data z let 2009-2013): podniky pod zahraniční kontrolou mají o 30 % vyšší přidanou hodnotu na zaměstnance než podniky pod domácí kontrolou. Podle Jurajdy a Stančíka (2009) se omezuje kladný vliv FDI na neexportující podniky. Ty exportující podle nich disciplinuje zahraniční trh a není třeba, aby je disciplinoval zahraniční vlastník. Pokorná (2012) dokonce nachází v období 2005-2009 v ČR vyšší výkonnost podniků bez FDI, nicméně ve chvíli kdy kontroluje vliv odvětví, nachází v některých odvětvích pozitivní, zatímco v jiných negativní vliv FDI⁴². Podobně Cerovic a kol. (2015) reportují změnu směru efektu FDI na ziskovost v srbských společnostech v období

⁴² Odvětví s nejsilnějším statisticky významným vlivem FDI na ROA byla: Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení, Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, Činnosti vedení podniků, poradenství v oblasti řízení, Činnosti související se zaměstnáním. Naopak odvětví, kde byly výrazněji úspěšnější podniky bez FDI byla: Výroba oděvů, Výroba základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků, Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení, Výroba elektrických zařízení, Opravy a instalace strojů a zařízení, Právní a účetnické činnosti.

2007-2012 po kontrole velikosti společnosti. Z mírně pozitivního efektu se stal efekt výrazně negativní. Z předchozí analýzy autora (Částek, 2018) vyplývá, že v letech 2004-2010 v České republice moderovala vliv FDI na výkonnost generická strategie podniku, což bylo v souladu například s výsledkem Garcia-Fuentes a kol. (2013).

Djankov a Hoekman (2000) si všímají, že zahraniční investoři si leckdy volí společnosti, které jsou výkonnější. Douma (2006) popisuje, že zahraniční investoři mohou mít lepší přehled o praktikách dobré správy společností a mohou si pak volit takové společnosti, které jim lépe vyhovují. To by znamenalo, že i u FDI může být kauzalita opačná než námi hledaná a že se může vyskytovat problém endogeneity.

4.2.7 Státní vlastnictví

Obliba zkoumání dopadů státního vlastnictví velmi záleží na době a místě zpracování studie. Po pádu komunistických režimů v bývalém východním bloku a během transformace těchto ekonomik mělo státní vlastnictví výraznou úlohu, která se v čase rychle měnila. Pro bývalou ČSSR uváděly některé zdroje, že dokonce až 99 % výrobních prostředků bylo vlastněno státem (nebo družstvy, ovládanými státem). Po druhé vlně kuponové privatizace bylo v roce 1995 v ČR již cca 80 % výrobních prostředků privatizováno (více v Částek, Konečný, 2015), dnešní podíl státního vlastnictví v ČR lze odhadnout na cca 10 %. To je přibližně tolik, kolik odhadují Peng a kol. (2016) pro podíl státního vlastnictví na světovém HDP⁴³. Tranzitní ekonomiky tak byly z tohoto pohledu vděčným tématem výzkumníků. Aktuální je pak toto téma v Čínské lidové republice, v níž je vliv státního vlastnictví i nadále velmi silný, a proto je často zkoumán; Economist (2012) uvádí v roce 2012 v Číně osmdesátiprocentní podíl státu na tržní kapitalizaci).

Státní vlastnictví, míněno včetně vlastnictví samosprávných složek státu, má celou řadu výrazně odlišných charakteristik od doposud představených typů vlastnictví. Ne nadarmo bývá státní vlastnictví často vymezováno proti všem ostatním druhům vlastnictví (soukromému, private⁴⁴). Peng a kol. (2016) teoretickým rozbohem ukazují, jak předpoklady odvozené z teorie vlastnických práv, teorie transakčních nákladů, teorie zastupitelnosti a teorie zdrojové závislosti zdaleka nemusí pro společnost vlastněnou státem platit.

Peng a kol. (2016) také uvádějí, že vedle ekonomických cílů může být důvodem pro státní vlastnictví udržení zaměstnanosti, udržitelnost a sociální spravedlnost. Upozorňují ale také na to, že zatímco dříve bylo zkoumáno spíše zda je státní vlastnictví efektivnější než soukromé či naopak, dnes se autoři zaměřují spíše na zodpovězení otázky, za jakých okolností může být státní vlastnictví efektivnější (či naopak), případně podle jakých kritérií výkonnosti tak můžeme soudit. Dle Penga a kol. (2016) bude soukromé vlastnictví účinnější, pokud bude prostředí vyžadovat inovativní přístupy, důraz na nízké náklady a/nebo preferovat krátkodobou výkonnost. V opačných případech může být vhodnější státní vlastnictví, příklady budiž poštovní služby, komunální služby, dodávky vody a elektřiny apod. Státní vlastnictví může také najít vyššího uplatnění tam, kde jsou vysoké transakční náklady, a to specificky kvůli nefunkčním trhům. Na druhou stranu tak, jako hranici mezi firmou a trhem určuje porovnání nákladů na koordinaci pomocí trhu s náklady na koordinaci pomocí hierarchie, tak hranice státního podniku bude určovat porovnání nákladů na byrokracii s úsporou nákladů na koordinaci pomocí trhu. V souladu s teorií zastupitelnosti lze očekávat, že manažeři státních podniků jsou oportunisté, jež je třeba monitorovat, motivovat a disciplinovat. Stát je ale sám o sobě agentem, na rozdíl třeba od institucionálních vlastníků je však pod podstatně méně detailním dohledem (Caprio a kol., 2005).

⁴³ Pro země OECD odhadují podíl státem vlastněných podniků na HDP 5 %.

⁴⁴ V USA a v anglosaském prostředí je termín private při zkoumání správy společností spojen spíše než s jakýmkoli soukromým vlastnictvím s vlastnictvím pomocí korporace, jež není veřejně obchodována (někdy také private equity). Na druhou stranu pro „zbytek“ světa platí i při zkoumání správy korporací spíše význam private = jakékoli soukromé vlastnictví, ať již obchodované nebo neobchodované.

Z pohledu zdrojové základny mohou být výhodou státem vlastněného podniku specifické schopnosti založené na politických vazbách.

Thomsen a Pedersen (2000) souhlasí s Pengem a kol. (2016) ohledně specifických cílů státem vlastněných společností; mohou sledovat například nízké ceny produktů nebo služeb, zaměstnanost a podobně. Jedná se vlastně o politické cíle a vlastnictví společnosti státem tak nahrazuje regulaci takové společnosti, která by jinak pro dosažení kýženého cíle byla nutná. Příznačná strategie státem vlastněné společnosti je proto maximalizační, ale ne ve smyslu maximalizace zisku. Typické jsou státem vlastněné společnosti v sociálních státech (welfare state) (Arrow, 1969, cit. z Thomsen a Pedersen, 2000) a mají za úkol napravovat tržní selhání (Shepherd, 1989, cit. z Thomsen a Pedersen, 2000).

Z uvedených důvodů bývají státem vlastněné společnosti označovány za málo výkonné, jsou-li použita konvenční měřítka výkonnosti. Na druhou stranu takové společnosti nemívají problém s likviditou, náklady kapitálu a úvěry (Thomsen a Pedersen, 2000).

Přesto se najdou i další důvody, proč mohou mít státem vlastněné podniky výborné výsledky i například měřeno pomocí Tobinova Q apod. (empiricky např. Chen a kol., 2009 či Chang a Wong, 2004, pro čínské reálie). Ang a Ding (2006) uvádějí, že především pro rozvojové trhy může platit, že přítomnost státu jako vlastníka je disciplinující pro manažery i ostatní vlastníky. Doslova píše, že bez státu není správa, anglicky no government = no governance. Ke stejnému názoru dochází i Claessens a kol. (1999), přesněji že pokud je stát spoluvlastníkem, nedochází k vyvlastňování aktiv vlastněné společnosti (tunelování).

Gunasekarage a kol. (2007) nachází vliv státního vlastnictví na výkonnost pouze u vysokých podílů státu, podle Ng a kol. (2009) je souvislost mezi státním vlastnictvím a výkonností nelineární a má tvar obráceného U. Vzhledem k tomu, že čas od času se také stane, že některá původně zcela soukromá společnost se na základě své výkonnosti dočká státní pomoci, která může mít podobu vlastnického podílu, může mít někdy i souvislost mezi státním vlastnictvím a výkonností opačnou kauzalitu a může tedy vyvstávat i problém endogeneity.

4.2.8 Vnitřní-manažerské vlastnictví

Manažerské vlastnictví, někdy nazývané také vnitřním (insider ownership) je extrémně důležitou kategorií vlastnictví; patrně nejkoumanější. Pokud my definujeme oblast našeho zájmu jako vliv vlastnické struktury na výkonnost a argumentujeme, že se jedná o důležité a frekventované téma, pak manažerské vlastnictví bylo vedle koncentrace vlastnictví první dominantní charakteristikou vlastnické struktury, která byla historicky zkoumána.

Manažerské vlastnictví je definováno jako vlastnické podíly držené osobami, které mají nejvyšší řídicí pravomoci ve společnosti. Protože zájem o manažerské vlastnictví vznikl, v návaznosti na Berleho a Meanse (1932) a formulaci teorie zastupitelnosti v USA, použijeme na začátek anglické výrazy. Za osoby s nejvyššími pravomocemi jsou považováni executive directors, officers, top managers. V českých podmínkách bychom pak manažerské vlastnictví definovali jako vlastnické podíly statutárních zástupců, tedy členů představenstev či jednatelů, a nejvyššího managementu společnosti. Neexistuje jednotné pravidlo, které stupně řízení do této množiny zařadit a které ne. Vlastnické podíly členů dozorčí rady, případně nevýkonných ředitelů v anglosaských podmínkách, se do manažerského vlastnictví nezapočítávají.

Při analýze vztahu manažerského vlastnictví a výkonnosti podniku je typicky ověřována platnost následujících dvou hypotéz, založených na závěrech teorie zastupitelnosti: hypotéza sladění zájmů (alignment) a hypotéza opevnění (entrenchment). Hypotéza sladění zájmů předpokládá, že čím větší vlastnický podíl budou mít pověřeni, tím budou jejich zájmy více v souladu se zájmy pověřovaných (např. Murphy, 1985). Hypotéza opevnění naopak říká, že pověřovaní jsou zároveň částečnými vlastníky se tolik neobávají kontroly a uplatnění vlastnických práv, např. i formou exitu, ze strany pověřujících a maximalizují svůj užitek nejen coby vlastníci, ale také jako manažeři (např. Morck a kol.,

1988). Nadměrná spotřeba benefitů (on-the-job-consumption) tak není redukována, což jsme ale naznačili již v části věnující se teorii zastupitelnosti: pokud má některý z vlastníků kontrolu nad společností, je vystaven pokušení využívat její aktiva ke svému potěšení. Je to typické chování pro druhý hlavní problém teorie zastupitelnosti, vyvlastňování aktiv dominantním vlastníkem na úkor vlastníků minoritních, nicméně zde se do stejného postavení může dostat manažer i s relativně malým vlastnickým podílem – tento rozhodně nemusí být nadpoloviční.

Podobně jako u koncentrace vlastnictví je tak možné, že vliv manažerského vlastnictví na výkonnost je nelineární. Ostatně mnozí již tuto domněnku potvrdili (Morck a kol., 1988, McConnell a Servaes, 1990 a další). Typicky se tak převažuje, že u nízkých podílů manažerského vlastnictví převažuje efekt sladění zájmů, kdežto u vyšších podílů pak efekt opevnění. Souvislost mezi manažerským vlastnictvím a výkonností také nemusí mít jednoznačnou kauzalitu, tudíž se předpokládá i vznik problému endogeneity, který musí být kontrolován.

4.2.9 Zaměstnanecké vlastnictví

Zaměstnanecké vlastnictví se obvykle definuje jako vlastnické podíly držené zaměstnanci daného podniku, někdy včetně jejich rodin. V USA je motivace zaměstnanců pomocí benefitů obsahujících i akcie u veřejně obchodovaných akciových společností běžná. V takovém případě se nejčastěji hovoří o programech ESOP (Employee Stock Ownership Plans). Jsou případy, kdy je i většina společnosti vlastněna zaměstnanci, což připomíná družstevní vlastnictví. Na rozdíl od něj však nemusí být podíly rozděleny rovnoměrně a jejich vlastnictví nemusí být spojeno s aktivním vztahem ke společnosti (tedy s trvajícím zaměstnáním). I v případě existence ESOP však mohou zaměstnanci držet další akcie, volně nakoupené na trhu nebo získané jinak (opční programy). Zjistit velikost těchto podílů však bývá komplikovanější (např. Konijn a kol., 2011, s. 1332). Programy ESOP podléhají přísné regulaci, zejména z důvodu, že jsou spojeny s penzemi (více podrobností např. v Gamble, 2000 nebo Livingston a Henry, 1980). Rozsah zaměstnaneckého vlastnictví může záležet i na zemi a časovém období. Ve Velké Británii se rozšířilo zaměstnanecké vlastnictví na krátkou dobu v druhé polovině 80. let během privatizace některých státních společností. V Rusku je zaměstnanecké vlastnictví také relativně rozšířené. O'Boyle a kol. (2016) uvádějí zajímavá čísla: v USA je 8 % upsaného vlastního kapitálu kontrolováno zaměstnanci (28 milionů zapojených zaměstnanců), v Evropě má 85 % veřejně obchodovaných společností programy zaměstnaneckého vlastnictví (8 milionů zapojených zaměstnanců).

Park a Song (1995) diskutují důvody a důsledky zavádění ESOP v amerických společnostech. Neexistuje shoda na tom, zda je častějším důvodem zavádění ESOP větší motivovanost zaměstnanců, protože jsou tak zainteresováni na budoucí výkonnosti společnosti, nebo protože jsou managementem pokládáni za dostatečně loajální a tudíž jejich rostoucí podíl na vlastnictví znamená menší kontrolu managementu. V prvním případě se samozřejmě jedná o pozitivní vliv na výkonnost, kdežto v druhém případě negativní; prohlubuje se totiž zastupitelský problém prvního typu. Jak uvádějí Livingston a Henry (1980), zastánci zaměstnaneckých akcií tvrdí, že zvyšují produktivitu, snižují fluktuaci a náklady úpisu akcií, nicméně mnohé empirické výzkumy pozitivní vliv na výkonnost vyvrací a tudíž implikují spíše efekt „opevnění manažerů“.

Gamble (2000) předpokládá, že management společnosti může využívat zaměstnaneckých akcií k prosazování strategií vedoucích k redukcí nejistoty. Teorie zastupitelnosti věří, že management společnosti má podstatně nižší sklon k riziku, protože jeho osud je spjat s osudem společnosti mnohem více než osud akcionářů. Předpokladem je samozřejmě rozptýlenost vlastnictví, v kterýchžto podmínkách teorie zastupitelnosti vznikala. Proto se management staví k riziku a tudíž potenciálně výnosným projektům odmítavěji než vlastníci. Odpovídajícími strategiemi jsou diverzifikace a útlum výdajů na vědu a výzkum. Následné dopady na výkonnost jsou pak negativní, dle Gordona a Pounda (1990) klesá také citlivost managementu na další potřeby vnějších vlastníků: vlastníci-zaměstnanci podléhají managementu, mají tedy sklon souhlasit s jeho návrhy. Opět se tak dostáváme k efektu „opevnění“.

5 Metodika

5.1 Měření koncentrace vlastnictví

Způsob měření koncentrace vlastnictví může zásadně ovlivnit, jaké výsledky jsou při analýze dosaženy a jak mohou být tyto výsledky interpretovány. S představením jednotlivých přístupů začneme u Berleho a Meanse (1932), kteří zájem o problematiku koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniku odstartovali. Nicméně pro Berleho a Meanse a jejich následovníky bylo zásadní otázkou, zda se jednalo o vlastnickou nebo manažerskou kontrolu. Jejich měření tak odpovídá na trošku jinou otázku, než na jakou chceme odpovědět my. Dělení společností navrhli Berle a Means (1932, s. 108) takto:

Kategorie	Definice
vlastnická kontrola	80 % a více společností vlastněno „kompaktní skupinou“
majoritní vlastnická kontrola	20-50 % vlastněno „veřejností“, tedy alespoň 50 % vlastněno „kompaktní skupinou“
minoritní vlastnická kontrola	20-50 % vlastněno „kompaktní skupinou“
kontrola právním nástrojem (legal device)	pyramidové vlastnictví
manažerská kontrola	žádný podíl nepřesahuje 20 %

S výjimkou kategorie pyramidového vlastnictví lze považovat uvedenou kategorizaci za ordinální, což znamená, že v podstatě umožňuje vystižení i nelineární souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností. Základní hranice k odlišení manažerské a vlastnické kontroly, stanovená na 20 %, byla dle Leech (1987, s. 537) zavedena na základě jediné případové studie, nicméně o půl století později byla Neunem a Santerrem (1986) potvrzena jako stále platná, konkrétněji jako bod, od kterého se dá očekávat vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost (více v subkapitole Linearita). Pro přesnost doplníme, že Berle a Means při zařazování jednotlivých společností do kategorií individuálně posuzovali „kompaktnost“ ovládajících skupin, tedy například příslušnost k jedné rodině a podobně. Odlišovali také bezprostřední kontrolu, kdy nejsou zohledněny pyramidové vztahy, a skutečnou (ultimate) kontrolu, kdy jsou zkoumána vlákna kontroly v pyramidových strukturách až ke svým kořenům. Můžeme uvést ukázkou prvního:

Tab. č. 2: Bezprostřední kontrola 200 největších amerických zalistovaných společností podle kategorií Berleho a Meanse na začátku 30. let 20. století

TABLE XIV: Summary According to Type of Immediate Control of 200 Largest Corporations

Type of control	Railroads		Public utilities		Industrials		Total		Distribution	
	No. companies	Assets in million dollars	No. companies	Assets in million dollars	No. companies	Assets in million dollars	No. companies	Assets in million dollars	According to companies	According to assets
I Private Ownership	2	276	2	221	8	2,870	12	3,367	6%	4%
II Majority Ownership	1	283	3	480	6	779	10	1,542	5%	2%
III Minority Control										
(a) Known to be controlled	13	4,309	17	9,271	14	6,929	44	20,509	22%	26%
(b) Thought to be so controlled			5	834	24	4,250	29	5,084	14%	6%
IV Legal Device	1	1,600	10	5,372	10	2,260	21	9,232	10%	12%
V Management Control										
(a) Known to be controlled	14	15,026	5	6,598	2	2,802	21	24,426	10%	30%
(b) Thought to be so controlled			5	1,442	39	9,934	44	11,376	22%	14%
Joint Control	9	3,191	4	1,441	3	532	16	5,164	8%	6%
Special Situations	2	266	1	108			3	374	1½%	
Total	42	24,951	52	25,767	106	30,356	200	81,074	100%	100%

Zdroj: Berle a Means, 1932, s. 107.

Podobný přístup zůstal dominantní zhruba až do roku 1985, kdy Demsetz a Lehn jako jedni z prvních použili definici koncentrace vlastnictví pomocí intervalové proměnné. Téměř vyčerpávající přehled studií z období 1968-1991 podává Shortová (1994, tab. č. 1 od s. 208), podobný za kratší období nabízí i Cubin a Leech (1983, tab. č. 1 s. 352). Pro naše potřeby jsme přehled doplnili a přikládáme jej v Příl. č. 1. Z tabulky je vidět, že základní otázkou je stále vliv vlastnické a manažerské kontroly, přičemž operacionalizace, tedy určení hranice mezi vlastnickou a manažerskou kontrolou se mírně mění. Řada autorů přistoupila k rozdělení do pouze dvou skupin (např. Kamerschen, 1968 nebo Lerner, 1970), někteří zvažovali, podobně jako Berle a Means (1932) i další souvislosti, například Monsen a kol. (1968) za důkaz vlastnické kontroly považovali buď vlastnický podíl alespoň 20 %, nebo stačilo pouze 10 %, ale s důkazem aktivního monitorování. Právě přístup Monsenova kolektivu byl jedním z těch vlivnějších, replikovaný dalšími studii (Elliott, 1972, Boudereaux, 1973). Dalším takovým se stal Palmerův přístup (1973) používající tři kategorie: silná vlastnická kontrola (podíl vlastníka nad 30 %), slabá vlastnická kontrola (10-29 %) a manažerská kontrola (<10%).

Hranice pro určení, kdy jde ve společnosti o vlastnickou a kdy o manažerskou kontrolu, v USA časem klesala, a to jak z důvodu pokračujícího rozptylování vlastnictví, tak i díky dalším příkladům vlastnické kontroly i s velmi malými vlastnickými podíly – například pomocí účasti vlastníka ve správních orgánech společnosti, díky velkému neformálnímu vlivu, typicky u členů zakládající rodiny, nebo také kvůli ovládnutí pomocí pyramidových struktur. Trend pokračujícího rozptylování vlastnictví byl v souladu s predikcí Berleho a Meanse (1932) nebo i Gomeze-Mejii a kol. (1987), který cituje např. studii americké Komise pro cenné papíry a burzu (Securities and Exchange Commission, SEC), jež v roce 1937 tvrdila, že už 10% vlastnický podíl je dostatečný k „významnému“ (substantial) vlivu na firmu. S tím, jak se začaly objevovat studie z jiných zemí, přizpůsobovaly se hranice jejich podmínkám: Thonet a Poengsen (1979) v době, kdy bylo prahem v amerických studiích Palmerových 10 %, určili práh adekvátní pro Německo na 25 %.

Pro určení kontroly nad společnostmi zavedli v roce 1983 Cubbin a Leech takzvaný pravděpodobnostní volební model. Vyšli z předpokladu, že pokud nemá některý z vlastníků majoritu, nemá nikdy jistotu,

zda na valné hromadě nalezne pro svůj návrh dostatečnou podporu. Kritizují tedy předchozí přístupy určující více či méně vyhraněný práh pro označení vlastnická versus manažerská kontrola, přičemž tento práh býval stanoven více či méně intuitivně (Cubbin a Leech, 1983, s. 356). Pro toto měřítko se vžil název Cubbin-Leech index (CLI). Kromě toho, že tento model zahrnuje prvek pravděpodobnosti, oproti předchozím přístupům vyžaduje mnohem více dat – i podíly malých vlastníků mohou hrát roli. K výpočtu kontrolního podílu je pak používán Herfindahlův index, který se stal později jedním ze základních měřítek.

Prvním zavedeným intervalovým měřítkem koncentrace vlastnictví byl součet podílů takzvaných blockholderů, tedy vlastníků s podílem vyšším než byla stanovená hranice. Glassman a Rhoades (1980) určili tuto hranici na 5 %, což je u tohoto měřítka do dnešní doby nejpoužívanější. U pětiprocentních a větších vlastníků se již předpokládá, že náklady na tvorbu volebních koalic jsou relativně nižší, navíc v porovnání s potenciálním přínosem monitorování jsou zanedbatelné. Nicméně 5 % hranice je spíše pragmatickým rozhodnutím z toho důvodu, že v USA musí takto velcí vlastníci zveřejňovat svou identitu. Například pro Velkou Británii, kde je vlastnictví ještě rozptýlenější než v USA proto použili Brennan a Franks (1997) nebo i Faccio a Lasfer (2000) hranici 3 %, na druhou stranu pro Kanadu použili Chourou a kol. (2008) hranici 10 %. Součty vlastnických bloků o určené velikosti jsou dnes jednou z velkých „rodin“ měřítek koncentrace vlastnictví. Toto měřítko bývá často kódováno jako PFIVE (případně pthree, pten...).

V roce 1985 však Demsetz a Lehn použili hned několik nových intervalových měřítek ze dvou dalších „rodin“. První z nich je kumulovaný podíl určitého počtu největších vlastníků. V literatuře se můžeme setkat s označením T_x^{45} , kde x znamená počet vlastníků, jejichž podíly jsou sčítány. T_1 znamená velikost podílu největšího vlastníka a do jisté míry bylo toto měřítko používáno od Berleho a Meanse až do 80. let 20. století s tou výhradou, že intervalová proměnná byla převáděna na ordinální. Demsetz a Lehn (1985) použili součet pěti a dvaceti největších vlastníků, tedy T_5 a T_{20} . Jak bude později vidět z dat pro naši meta-analýzu, jsou tato měřítka velmi oblíbená s tím, že se vyskytují nejčastěji tato $x = 1, 3, 5, 10, 2, 4, 20$, přičemž pořadí uvedení zhruba odpovídá četnosti výskytu. Toto měřítko nemusí nutně vyžadovat tak detailní informace o vlastnické struktuře jako součet vlastnických bloků.

Jak součet vlastnických bloků, tak součet podílů x největších vlastníků bývají kritizovány za to, že nerozlišují relativní velikost podílů. Je-li PFIVE = 80 % nebo $T_5 = 80$ %, není zřejmé, zda se jedná v případě PFIVE o jediného vlastníka s 80 % na jedné hranici, nebo o 16 různých vlastníků na druhé hranici. U $T_5 = 80$ % se také může jednat o šestnáct vlastníků s pětiprocentními podíly, nebo o jednoho se 79 % a čtyři vlastníky s 0,25% podílem a podobně. Už Demsetz a Lehn si byli tohoto problému vědomi a využili tak postup známý z jiných oblastí, Herfindahlův index. Herfindahlův index je v tomto případě součtem druhých mocnin vlastnických podílů. Obvyklé je omezit množinu sčítaných vlastnických podílů buď způsobem známým ze součtu vlastnických bloků, tedy sčítají se například mocniny právě jen podílů větších 5 %. U Demsetze a Lehna (1985) se jednalo díky kvalitnější datové základně dokonce o součet mocnin všech podílů větších než 0,2 %. Nebo lze také sčítat mocniny x největších podílů. Pokud bychom použili Herfindahlův index na podíly pěti největších vlastníků, pak můžeme ilustrovat rozdíly v hodnotách výše uvedených příkladů takto: a) 16 vlastníků s 5% podíly = 400, b) jeden vlastník se 79 % podílem a čtyři s 0,25% podíly = 6241,25.

Další vývoj přišel opět díky zkoumání vztahu vlastnické struktury a výkonnosti mimo USA. Tak, jak byl zkoumán stav v zemích s koncentrovaným vlastnictvím a začínal být tedy řešen druhý problém teorie zastupitelnosti, nedostačoval ani Herfindahlův index. Při pokusu o odpověď na otázku, zda dominantní

⁴⁵ T pravděpodobně od Top, Demsetz a Lehn nicméně kódují kumulované podíly největších pěti vlastníků jako A5, obdobně pak A20.

vlastník vyvlastňuje jmění společnosti, bylo třeba vědět, zda neexistuje jiný vlastník dostatečně velký na to, aby mohl dominantního vlastníka umravňovat. A to buď sám, nebo tvorbou koalic s dalšími „velkými“ vlastníky, pro něž bude poměr nákladů monitorování a přínosů z monitorování výhodný. Konijn a kol. (2011) citují řadu zdrojů zabývajících se otázkami, kdy jsou minoritní vlastníci dostatečně velcí a silní, případně jaký z toho plyne efekt. V roce 2005 tak Maury a Pajuste využívají nejen Herfindahlova indexu tří největších vlastníků, ale také sumy mocniny rozdílu podílů největšího a druhého největšího vlastníka a mocniny rozdílu podílů druhého a třetího největšího vlastníka. Tento druhý postup bychom mohli nazvat rozdílovým Herfindahlovým indexem. Použijeme-li výše zavedenou notaci, pak bychom mohli formulovat tyto vzorce:

$$\text{Běžný Herfindahlův index} \quad HI_3 = T_1^2 + T_2^2 + T_3^2 \quad (1)$$

$$\text{Rozdílový Herfindahlův index} \quad HI_{3D} = (T_1 - T_2)^2 + (T_2 - T_3)^2 \quad (2)$$

Maury a Pajuste použili také tzv. Shapleyho hodnotu (Shapley value). Jedná se o aplikaci z oblasti teorie her, formulovanou matematikem Shapleyem v 50. letech 20. století. Podrobnosti k výpočtu jsou například v Milnor a Shapley (1978, cit. z Maury a Pajuste, 2005). Ve zkratce Shapleyho hodnota je pravděpodobnost, že daný vlastník je rozhodujícím při formování koalice držící majoritu. Jedná se tedy o situaci, kdy majoritu nemá jeden jediný vlastník – v tom případě je Shapleyho hodnota 1. Menší hodnota tak znamená menší koncentraci.

Tato nově zavedená měřítka, rozdílový Herfindahlův index a Shapleyho hodnota, se staly standardem při zkoumání důsledku fenoménu takzvaných vícenásobných velkých vlastníků (MLS, multiple large shareholders). V určitém smyslu navazují na Cubbin-Leech index představený výše. Jak jsme výše naznačili, využití tato měřítka nachází v podmínkách koncentrovaného vlastnictví. Maury a Pajuste (2005) zkoumali finské podniky. Ben-Nasr a kol. (2015) používají HI_{4D} při zkoumání francouzských podniků a kromě toho, že využívají i dichotomní proměnnou značící (ne)existenci MLS, přebírají také od Attiga a kol. (2008 a 2009) měřítka relativní síly minoritních vlastníků. Lze je vypočítat jako sumu druhého, třetího až x tého největšího vlastníka dělenou vlastnickým podílem největšího vlastníka:

$$\text{Relativní síla tří minoritních vlastníků} = (T_2 + T_3 + T_4) / T_1 \quad (3)$$

Attig a kol. (2008 a 2009) toto měřítka použili na země východní Asie a západní Evropy – tedy země s vysokou koncentrací vlastnictví. Guitérrez a Pombo (2009) použili nejen běžný, ale i rozdílový Herfindahlův index a Shapleyho hodnotu na Kolumbijské realie, dokazují přitom vysokou koncentrovanost vlastnictví v této zemi.

Před uzavřením této kapitoly ještě představme jednoduchá měřítka, a to počet vlastníků a počet vlastníků s větším než určeným podílem. Je zřejmé, že pokud jsme nebyli spokojeni s informační hodnotou měřitek T_x a $PFIVE$, tato měřítka poskytují ještě méně informací. Byla také používána spíše dříve a zřídka, případně jako doplněk k dalším měřítkům: Daily a Dalton (1994), Carlson a Bathala (1997), Gorton a Schmid (1999), Bhagat a Black (1999 a 2002), Alexander a kol. (2007), Konijn a kol. (2011).

Leech a Leahy v roce 1991 (s. 1435) konstatovali, že použili šest různých klasifikací kontroly nad společností (a pět vyjádření koncentrace vlastnictví, pozn. autora) aby testovali citlivost výsledků na různou definici nezávisle proměnných, a přesto nejsou schopni dát jakékoli doporučení ohledně jejich vhodnosti. Toto prohlášení charakterizuje oblast měření koncentrace vlastnictví dodnes. Z našeho obsáhlého přehledu (viz dále) však vyplývá, že přes zavádění dalších a sofistikovanějších měřitek jsou i dnes nejpoužívanější HI_x a T_x .

5.2 Měření typu vlastníka

Tak, jako při měření koncentrace vlastnictví, ani k měření typu vlastníka není jediný přístup. Vliv typu vlastníka na výkonnost se často předpokládá býti významným v případě, že vlastník daného typu kontroluje společnost. Tím se vracíme zpět k měření koncentrace vlastnictví s doplněním, že je třeba sledovat ne celkovou koncentraci vlastnictví, ale jak je koncentrováno vlastnictví v rukou daného typu vlastníků. Charakteristické je sledovat podíl konkrétního typu vlastníka až od určité hranice, která by měla zajišťovat dostatečný vliv na dění ve společnosti (například Chen a kol., 2014, nebo Thomsen a Pedersen, 1996). Stanovení konkrétní hranice pak nemusí navazovat jen na dobu⁴⁶, která je zkoumána nebo na to, která země⁴⁷ je zkoumána, ale na rozdíl od prostého měření koncentrace vlastnictví také na to, o jaký typ vlastníka se jedná. Například u zaměstnaneckého vlastnictví mohou hrát roli i malé podíly, protože se předpokládá jednání v souladu se zájmy managementu podniku. Pro institucionální vlastníky zase platí, že coby specializovaní vlastníci, ale zároveň sami agenti jednající v zájmu svých vlastníků, by měli být schopni a motivováni (Graves a Waddock, 1990: podílníci v podílových fondech silně preferují ziskovost) monitorovat vlastněnou společnost velmi pečlivě a kvalitně⁴⁸. I zde tedy menší vlastnické podíly mají relativně velkou váhu, zvláště pro ostatní vlastníky, kteří tak mohou mít větší důvěru v minimalizaci zastupitelského problému prvního typu, aniž by byli sami aktivními monitory.

Samostatnou kapitolou jsou zahraniční investice. Jak jsme uvedli, definice přímých zahraničních investic používá hranici 10% vlastnictví zahraničním subjektem. Od této úrovně se předpokládá, že jednak zájem vlastníka je strategický, což je předpokladem řady hypotéz⁴⁹ o vlivu zahraničního vlastnictví na výkonnost, jednak že již má určitý vliv. Opět ale musíme argumentovat časovým a geografickým rámcem studie. Zatímco v USA může být 10% vlastnictví zcela dominantní, v ČR zajišťuje pouze práva blokační minority a typické zde je, že zahraniční vlastníci mají majoritní podíl (Částek, Konečný, 2015, s. 59). Někteří autoři pak uvádějí, že skutečnou kontrolu společnosti zahraničním vlastníkům v Rusku zajišťuje až podíl 75% a více, a to zvláště z důvodu nižší vymahatelnosti práva.

Claessens (1997) tak při zkoumání českých podniků v roce 1993 předpokládá vliv domácího, státního a zahraničního vlastnictví až od 50% hranice, jiní autoři však pro stejné typy sledují i chování v různých dalších intervalech vlastnických podílů: Dean a Andreyeva⁵⁰ (2001) předpokládají jiný vliv státního podílu v intervalech 0-25% a 25-50%, Pedersena a Thomsena⁵¹ (2003) zajímá podíl státu pouze je-li největším vlastníkem, Kočenda a Švejnar⁵² (2003) formulují v návaznosti na české právo intervaly 10-33%, 33-50% a 50 a více% pro zahraniční, státní a domácí vlastníky a takto bychom mohli pokračovat velmi dlouho.

Shrneme-li výše uvedené, někteří autoři preferují měřit podíl daného typu vlastníka mezi x největšími vlastníky (Tx nebo Hlx definované výše s přihlédnutím k typu vlastníka), zatímco jiní v souvislosti

⁴⁶ Rozptýlenost vlastnictví v USA v čase nejprve rostla, takže pokud byl ve 30. letech 20. století považován za významný práh 20% nebo 10% vlastnictví, později se autoři přiklíněli k 10% a dále až k 5% hranici. Nyní v USA roste koncentrace vlastnictví. Česká republika prošla v tomto ohledu od roku 1989 ještě podstatně dramatičtější vývojem.

⁴⁷ Když bylo v USA považováno za adekvátní hranici 10%, bylo z důvodu vyšší koncentrace vlastnictví pro Německo používáno 25%.

⁴⁸ I zde záleží na období, které je studováno. Institucionální vlastníci byli dlouho považováni za pasivní a mající přílišný sklon souhlasit s managementem, místo aby management disciplinovali.

⁴⁹ Například o přenosu (spill over effect) know how, a to nejen provozního, ale také v oblasti správy společností.

⁵⁰ Data o ukrajinských podnicích z roku 1998.

⁵¹ Data ze 12 evropských zemí z let 1993-1995.

⁵² Data o českých podnicích z let 1996-1999.

s možným nelineárním tvarem souvislosti daného typu vlastníka s výkonností buď formulují určité intervaly pro piecewise regresi a podobné přístupy nebo pro zahrnutí takového vyjádření kombinace typu a koncentrace vlastnictví pomocí dummy proměnné.

5.3 Měření výkonnosti

Hult a kol. (2008) prozkoumali 96 článků publikovaných v prestižních časopisech, které použily nějaké vyjádření výkonnosti podniku. Na základě podobností jednotlivých měřítek je rozdělili do tří hlavních kategorií: ukazatele finanční (financial) výkonnosti, ukazatele provozní (operating) výkonnosti a ukazatele celkové efektivnosti (overall effectiveness). Ukazatele finanční výkonnosti byly v souboru Hulta a kol. (2008) nejčastěji používané – 69 studií z 96 se na ně spolehlo. Tyto ukazatele se typicky opírají o účetní data a zahrnují tak různé druhy ziskovosti, jako jsou rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu nebo rentabilita tržeb, ale i další ukazatele, které představíme později. Ukazatele finanční výkonnosti dominují i výzkumu v naší oblasti, proto jim budeme věnovat speciální pozornost.

K provozním ukazatelům výkonnosti řadí Hult a kol. (2008) tržní podíl, různé ukazatele produktivity a kvality. Může se také jednat o vyjádření variability procesů, čas potřebný pro jejich vykonání, cash-to-cash dobu. Jedná se tedy o měřítka, která nemusí být nutně finanční. Na této kategorii je zajímavé a přitažlivé to, že mohou mít, na rozdíl od finančních měřítek, velmi úzký vztah k oblasti, jež je zkoumána. Pokud je tak zkoumán například vliv vnímané spravedlnosti na pracovišti na výkonnost podniku, pak při využití rentability aktiv vstupuje do kauzálního řetězce vnímaná spravedlnost => rentabilita aktiv nejen motivace a výkonnost jednotlivých zaměstnanců, ale také organizační charakteristiky (velikost, odvětví, atp.) a dále i tržní vlivy; rentabilitu aktiv lze koneckonců měřit až po uplatnění produkce na trhu. Jsou-li ale využita měřítka blíže ke kořeni kauzálního řetězce, například počet vyřízených objednávek daným zaměstnancem, pak je eliminována celá řada článků řetězce a tím celá řada zdrojů možných zkreslení. Zatímco nevýhodám finančních měřítek se budeme věnovat později, můžeme přes výše vyjmenovaná pozitiva identifikovat nevýhody i u provozních ukazatelů: vyžadují větší vhléd do zkoumaného podniku i odvětví, výsledky nemusí být porovnatelné napříč odvětvími a zeměmi a v neposlední řadě potřebné údaje mohou být pro podniky příliš citlivé a mnohdy i obtížně získatelné pro kvantitativní výzkum.

Celková efektivnost podniku je nejširším pojetím výkonnosti podniku. Tato měřítka jsou typická při zkoumání vlivu strategie, kde by procesně pojaté ukazatele (čas vykonání procesu, variabilita procesu) neměly opodstatnění. Neely a kol. (2005) označuje efektivnost v tomto smyslu za rozsah, ve kterém jsou naplněny požadavky zákazníků. Konkrétními měřítky mohou být reputace, subjektivně vnímaná výkonnost, přežití podniku nebo míra naplnění stanovených cílů. Podobně jako u provozních ukazatelů je třeba dobré znalosti podniku a odvětví, srovnatelnost napříč podniky, odvětvími a zeměmi může být obtížná, stejně jako získání potřebných dat ve větším měřítku. Na rozdíl od ukazatelů provozní výkonnosti se však spíše vztahují k podniku jako celku a ne k jeho konkrétním charakteristikám (jako ve výše uvedeném příkladu vnímané spravedlnosti). Je zřejmé, že volba finančních ukazatelů výkonnosti je spíše pragmatická. Omluvme ji s argumentem, že je přesto nejčastější (Hult a kol., 2008, Richard a kol., 2009).

5.3.1 Ukazatele finanční výkonnosti

Richard a kol. (2009) provedli podobnou přehledovou studii jako Hult a kol. (2008) – o používaných ukazatelích výkonnosti podniků. V 722 článcích z let 2005-2007 publikovaných v nejprestižnějších časopisech oboru management⁵³ byly nejčastěji používané ukazatele založené na účetních datech (53 %), které můžeme označit za první skupinu ukazatelů finanční výkonnosti. Účetní ukazatele výkonnosti jsou založeny na datech z účetních výkazů a z účetní analýzy. Typicky jsou to data, která jsou ověřována externími subjekty (auditory) a tudíž by měla zvyšovat reliabilitu výzkumu, což je jejich první výhodou. Richard a kol. (2009) uvádějí i další výhody, například že zveřejňování těchto údajů je v mnoha případech povinné, což je činí dostupnějšími pro kvantitativní výzkum. Jsou také porovnatelné přinejmenším v rámci dané země, ale obvykle i v mezinárodním měřítku. V zásadě se jedná o jednoduché údaje, což spolu s rozšířeností jejich používání přispívá k jejich snazšímu porozumění.

Na druhou stranu účetní ukazatele výkonnosti mají i svá negativa. Na prvním místě bývá zmiňováno, že se zaměřují na historickou výkonnost a řízení podle účetních ukazatelů, které lze vypočítat až po skončení období, ke kterému se vztahují, se někdy přirovnává k řízení auta pohledem do zpětného zrcátka. Jak uvádí Pokorná (v Pokorná a Částek, 2013) účetní ukazatele, ač se zpožděním, hodnotí spíše krátkodobou výkonnost a ne dlouhodobé zvyšování hodnoty. Kimbal (1998 cit. z Pokorná a Částek, 2013) na nich kritizuje fakt, že nezohledňují náklady obětované příležitosti vlastníky vloženého vlastního kapitálu. Ač v souladu s Richardem a kol. (2009) můžeme poukazovat na externí ověřování těchto údajů, neznamená to, že jsou vždy zcela spolehlivé. Historie ukázala (Enron, WorldCom) a řada autorů studuje zkreslování účetních údajů (earnings management), jev, který může úzce souviset i s vlastnickou strukturou. Například teorie zastupitelnosti předpokládá, že ke zkreslování účetních údajů může docházet v důsledku asymetrie informací a zastupitelského problému prvního typu, kdy management chce nebo potřebuje pro vlastníky vykazovat výkonnost jinou, než jaká je skutečná. Sklon ke zkreslování účetních údajů však může souviset i s koncentrací vlastnictví (Gonzalez Mendez, 2009 a řada dalších) nebo s identitou vlastníka (Razzaque a kol., 2016 a řada dalších). Co se týče koncentrace vlastnictví, větší sklon ke zkreslování může být způsobem vyvlastňováním majoritním vlastníkem na úkor vlastníků minoritních. Někteří autoři pak ukazují, že určité typy vlastníků mají v pozici majoritního vlastníka ke zkreslování údajů za účelem vyvlastňování větší sklon (příkladem je rodinné vlastnictví ve studii Razzaque a kol., 2016).

Účetní ukazatele finanční výkonnosti můžeme v souladu se Suchánkem (2007, cit. z Částek a Pokorná, 2013) rozdělit především do čtyř skupin: ukazatele rentability (rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb), ukazatele aktivity (obrat aktiv, obrat zásob), ukazatele zadluženosti (míra celkové zadluženosti) a ukazatele platební schopnosti (různá vyjádření likvidity). Rentabilita aktiv (ROA) bývá používána nejčastěji⁵⁴, nicméně z pohledu vlastníků může být zajímavější zhodnocení jimi vložených prostředků, tedy rentabilita vlastního kapitálu (ROE). K porovnání podniků s různými strukturami zdrojů je však lepší ROA (Částek a Pokorná, 2013). Richard a kol. (2009) uvádějí na str. 729-730 v tab. 2 dvacet různých účetních ukazatelů finanční výkonnosti včetně jejich definic. Výše definované čtyři skupiny tak nemusí postačovat, nezahrnují například ukazatele: tržby, růst tržeb, variabilita ziskovosti atp.

Další kategorií ukazatelů finanční výkonnosti jsou tržní ukazatele (financial market measures). Richard a kol. (2009) označují za nejpoužívanější tržní ukazatel finanční výkonnosti výnos pro akcionáře ((total)

⁵³ Jmenovitě Academy of Management Journal, Administrative Science Quarterly, Journal of International Business Studies, Journal of Management, Strategic Management Journal.

⁵⁴ Například ve vzorku Hulta a kol. (2008) při zkoumání výkonnosti na úrovni celého podniku 44% četnost ukazatelů založených na tržbách, ty ale shrnují 4 ukazatele, kdežto samotná ROA má 40% četnost (tab. č. 5 a k ní poznámka a)).

shareholder return, TSR). V České republice a ve studiích ze zemí s méně likvidními kapitálovými trhy se jedná o méně využitelný ukazatel z toho důvodu, že pro jeho lepší vypovídací schopnost je vhodné ocenit hodnotu akcie/podniku trhem. Z důvodu menší četnosti využívání v našich podmínkách si zde i dovolíme definovat celkový výnos pro akcionáře jako $TSR = \text{prodejní cena akcie} - \text{nákupní cena akcie} + \text{veškeré dividendy inkasované za dobu držení akcie}$. Fisher a McGowan (1983, cit. z Richard a kol., 2009) uvádějí jako výhodu těchto ukazatelů, že odráží budoucí vývoj podniku (tedy že se neobrací do minulosti jako účetní ukazatele). Je to proto, že trh odhaduje diskontovanou současnou hodnotu podniku. Nicméně tento odhad je ovlivněn informační efektivností trhu (Richard a kol., 2009), jakož i psychologickými a dalšími vlivy (Kahneman a Riepe, 1998 nebo Malkiel, 2003, obojí cit. z Richard a kol., 2009). Richard a kol. (2009, s. 730-1) shrnují empirické výsledky mnoha dalších výzkumů, podle kterých systematické ekonomické efekty vysvětlují pohyby ceny akcií jen z malé části. Větší váhu má volatilita trhu, setrvačnost a stádní chování. Dalším omezením využití těchto ukazatelů je, že se vztahují k celému podniku, ostatně tak jako finanční ukazatele výkonnosti celkově. Seznam tržních ukazatelů a jejich definice uvádějí Richard a kol. (2009) na str. 731 v tab. 3.

V rámci ukazatelů finanční výkonnosti můžeme definovat i takzvané hybridní ukazatele, které kombinují účetní a tržní data. Podle Richarda a kol. (2009) může být jejich výhodou, že dokáží zohlednit riziko, které není nijak vyjádřeno v účetních ukazatelích i provozní výkonnost, která nemusí být vystihnuta v tržních ukazatelích. Richard a kol. (2009) označují za nejpobulárnější ukazatel této kategorie Tobinovo q , což je i ukazatel velmi často využívaný ve studiích vlivu vlastnické struktury, potažmo správy společností na výkonnost podniku. Zjednodušeně řečeno, Tobinovo q je poměr tržní hodnoty aktiv podniku k nákladům na jejich nahrazení. Tento ukazatel zavedl a teoreticky zdůvodnil Tobin (1969). V praktickém využití je pak Tobinovo q typicky operacionalizováno jako $q = \text{tržní hodnota firmy} / \text{účetní hodnota celkových aktiv}$. Využitím účetní hodnoty celkových aktiv se však jednak obrací pohled zpět do historie, místo aby byla využita aktuální hodnota nákladů nahrazení aktiv, jednak opět vstupuje do hry možnost zkreslování účetních údajů. V praxi je však dle Perfecta a Wilese (1994, cit. z Richard a kol., 2009) korelace mezi aktuálními náklady nahrazení aktiv a jejich účetní hodnotou vyšší než 0,9. Účetní hodnota je využívána zvláště pro jednoduchost získání (což je silná stránka účetních ukazatelů finanční výkonnosti). Někteří autoři pak kritizují, že nejsou zohledněny náklady nahrazení nehmotného kapitálu, především intelektuálního kapitálu uloženém v softwaru, patentech a zaměstnancích (např. Edvinsson a Malone, 1997, cit. z Richard a kol., 2009).

Dalším z hybridních ukazatelů je Altmanovo z-skóre, samo o sobě agregátor pěti dalších poměrových ukazatelů s různě stanovenými vahami (tzv. diskriminačními koeficienty) a vycházejícími především z účetních a tržních údajů. Richard a kol. (2009) vidí Altmanovo z-skóre jako odpověď na výše uvedené nedostatky Tobinova q . Za nevýhodu z-skóre bývá označováno, že stanovení predikčních pásem (podnik ohrožen bankrotem, šedá zóna, podnik není ohrožen bankrotem) a ověření validity proběhlo na vzorku amerických zpracovatelských podniků v letech 1945-1965. Na druhou stranu Altman (2000) dokazuje predikční schopnost i na datech novějších a pro naše účely by nebyla důležitá ani tak predikční pásma, tedy ordinální proměnná, jako spíše hodnota samotného skóre, tedy kardinální proměnná. Pro účely této práce je důležitější, že Altmanovo z-skóre vyžaduje na vstupu více údajů než doposud představené ukazatele, přičemž některé nemusí být jednoduché získat při kvantitativním výzkumu (nerozdělený zisk, rezervní fondy). Dále například tržní hodnota firmy není v zemi s nerozvinutým kapitálovým trhem dostatečně vypovídající, což sice reflektují některé varianty výpočtu Altmanova z-skóre, ale ve výsledku to znamená použít pro různé části vzorku (podniky z různých zemí, podniky různých právních forem) různé výpočty a tudíž zhoršenou porovnatelnost napříč vzorkem.

Ukazatel ekonomická přidaná hodnota (economic value added, EVA) taktéž kombinuje výhody účetních a tržních ukazatelů, ale pokud jsme se vyslovili proti Altmanovu z-skóre kvůli nárokům na

rozsah dat, EVA je v tomto ohledu ještě nepříznivější, navíc řadu údajů získatelných z účetních výkazů je třeba specificky upravit (více Pokorná v Částek a Pokorná, 2013, s. 26 a Pokorná v Pokorná a Částek, 2013, s. 452-3). Pro naše účely tedy není příliš vhodná, na druhou stranu dokáže hodnotit výkonnost podniku nejen z pozice vlastníků a Richard a kol. (2009, s. 732) ji označují za nejpopulárnější hybridní ukazatel.

5.3.2 Longitudinální přístup

Využití účetních ukazatelů finanční výkonnosti, jakkoli oblíbené, má svá rizika. Manipulace s oceňovacími metodami nebo daňové optimalizace mohou krátkodobě výrazně zkreslit některé údaje důležité pro výpočty těchto ukazatelů. Další zkreslení mohou přinášet náhodné vlivy. Účinným opatřením je využití longitudinálních dat, kdy se sledovaná veličina měří ne v jednom období, ale ve více obdobích. Pokud bychom takto měřili i nezávisle proměnné, dostaneme se k panelovým datům a možnostem kontrolovat i reverzní kauzalitu (jeden ze zdrojů výše zmíněné endogeneity). Jednodušším výzkumným designem adresujícím tento problém je měření alespoň výkonnosti ve více obdobích. Vystává tedy otázka, jak dlouhé období je vhodné. Křištof (2005) jako minimum uvádí 3-4 roky, ale lépe 5 a více let. Ještě delší časovou řadu, okolo deseti let, požaduje Kirby (2005), který vychází z prostředí Severní Ameriky, kde desetiletí pokrývá v průměru dvě funkční období výkonných ředitelů podniku. Nicméně je třeba přistoupit k této volbě i pragmaticky. Chceme-li výkonnost měřit jako následek nějaké příčiny, znamená to měřit příčinu v roce 0 a poté měřit výkonnost, dle doporučení Kirbyho (2005) v letech 1 až 10, přičemž je nutné počítat se zpožděním ve zveřejňování finančních výkazů podniku (v českých realitách i dva roky pro minimalizaci chybějících hodnot). Takto dlouhá doba výzkumu však může být v nynějších turbulentních časech poněkud nevhodná ke zjištění faktorů ovlivňujících výkonnost, neboť ty samotné se mezitím mohou měnit. To je pravděpodobně příčina toho, proč neexistuje mnoho studií sledujících delší časové období než pět let (např. Artiach a kol., 2010 – pětileté období, Abor a Biepké, 2007 – šestileté období, Hansen a Wernerfelt, 1989 – pětileté období). Na druhou stranu mnoho studií sleduje výkonnost pouze na základě výsledků jediného roku, např. Andrews a Boyne (2010), Bottazzi (2008), Kessler (2007) a řada dalších. Dodejme ještě, že delší časové rozpětí nutně znamená více chybějících dat, ovšem chybějící data mohou být akceptovatelná, protože je možné použít unbalanced panel data, nebo z toho důvodu, že jsou průměrována, a potom naopak akceptování jedné a více hodnot je přijatelnější při delších řadách.

5.3.3 Použití a kombinace více ukazatelů

Je zřejmé, že neexistuje jeden správný přístup k měření výkonnosti podniku. I pokud bychom se omezili na finanční výkonnost, pak Neun a Santerre (1986, s. 208) píšou, že ohledně určení „správného“ měřítka míry ziskovosti panuje značná kontroverze. To je pravděpodobně důvodem, proč řada autorů využívá ukazatelů více. Ve vzorku Richarda a kol. (2009) tak učinili autoři více než poloviny studií. Devinney a Johnson (2010) uvádějí tři možné způsoby: 1. provést analýzy pro každé vyjádření výkonnosti zvlášť, 2. pokusit se ukazatele zkombinovat do jednoho, 3. využít data envelopment analysis (DEA). Druhá a třetí možnost očividně supluje úlohu, kterou plní třeba Altmanovo z-skóre nebo EVA, nicméně s tou výhodou, že je na výzkumníkovi ponecháno, jaké ukazatele chce jak kombinovat. Je tak možné se vyhnout jak přílišným nárokům na data, tak ukazatelům nepříliš vhodným pro zkoumané prostředí (příklad tržních ukazatelů v ČR). Určité možnosti kombinace ukazatelů představuje Šiška (2008); Šiška a Lízalová (2011) pak doporučují pro hodnocení finanční výkonnosti českých podniků kombinaci rentability tržeb a růstu tržeb, a to v návaznosti na dvě základní strategie definované Kaplanem a Nortonem (2004): strategie ziskovosti (produktivity) a strategie růstu.

5.4 Kontrolní proměnné

Kontrolní proměnné jsou takové proměnné, které mohou mít vliv na zkoumaný jev, a proto je vhodné držet jejich hodnotu při zkoumání předmětného jevu konstantní. Při vysvětlování výkonnosti podniku pomocí zvolených potenciálních determinantů by tak kontrolními proměnnými měly být takové jevy, které mohou část výkonosti vysvětlit také. Protože teoreticky zdůvodněných a empiricky potvrzených determinantů výkonosti podniku je nepřeberné množství, a protože naším cílem není vysvětlit výkonnost podniku jako takovou, můžeme se omezit na jevy, které mohou potenciálně přejmout část vysvětlovací schopnosti vlastnické struktury, a to především z toho důvodu, že s ní nějakým způsobem úzce souvisí, a na jevy, jež mohou ovlivňovat způsob působení vlastnické struktury (mohou ho moderovat), či ho mohou zprostředkovávat (mediátory).

Mnoho dalších proměnných, jejichž vliv by měl být kontrolován, jsme již identifikovali: velikost podniku, dynamičnost prostředí (Demsetzem a Lehnem, 1985, operacionalizována jako směrodatná odchylka zisku), odvětví jako takové a míra jeho regulace, stáří organizace, existující právní instituce a jejich vymahatelnost, vyspělost finančního sektoru, ekonomická svoboda, kapitálová intenzita, podíl výdajů na výzkum a vývoj, růst odvětví. Přestože tento výčet čítá třináct položek, není zdaleka konečný. Následující položky však probereme s ohledem na rozsah pouze stručně.

Velké pozornosti se při zkoumání mechanismů corporate governance dostává složení správních orgánů, typicky představenstva (board of directors), které má exekutivní funkce. Zde někteří autoři tvrdí, že pro vyšší výkonnost je nutná značná nezávislost těchto orgánů, vyplývá to např. z práce Jensena a Mecklinga (1976) a na ně navazujících. Nezávislost lze vyjádřit podílem nezávislých členů (outside directors) (např. Agrawal a Knoeber, 1996), ale také oddělením rolí generálního ředitele (CEO) a předsedy představenstva (board chair). Existuje však řada autorů, kteří věří v opak, tedy že nezávislost správních orgánů má na výkonnost negativní vliv (Bhagat a Black, 2002), případně doporučují takzvanou CEO duality, tedy sloučení rolí generálního ředitele a předsedy představenstva (Davis a kol., 1997). Dalšími charakteristikami správních orgánů s očekávaným vlivem na výkonnost podniku jsou rasové (Robinson a Dechant, 1997), věkové a genderové složení (např. Janošová a Mikuš, 2018), přičemž řada autorů věří v pozitivní efekt diverzity (např. Campbell a Mínguez-Vera, 2008), kdy častým důvodem je lepší porozumění komplikovanému světu nebo lepší porozumění rozmanitým zákazníkům, ale někteří autoři předpokládají efekt negativní, a to například z důvodu častějších problémů v komunikaci či častějších emočních konfliktů v případě méně homogenních skupin (Williams a O'Reilly, 1998). Snad již posledními zkoumanými aspekty správních orgánů jsou jejich struktura, což je však spíše problém institucionálního nastavení, a velikost. Lze předjímat, že početnější orgány budou lépe rozumět zmíněnému komplikovanému prostředí, nicméně empirické nálezy potvrzují spíše domněnku, že s velikostí správního orgánu klesá jeho akceschopnost – rostou komunikační a koordinační problémy (např. Yermack, 1996).

Diverzifikace aktivit společnosti je dalším jevem, který souvisí jak s výkonností podniku, tak s vlastnickou strukturou. Literatura správy společností obvykle předpokládá, že vyšší diverzifikace je důsledkem zájmů manažerů, kteří se tak zabezpečují proti rizikům: pokles výkonosti v jednom odvětví může být mírněn stabilitou nebo vyvážen růstem v odvětví jiném. Připomeňme pak, že v anglosaském pojetí vztahu manažer-vlastník (např. Jensen a Mecklin, 1976) je manažer tím, kdo riskuje více, protože spojil svou kariéru právě s daným podnikem. Kdežto chce-li diverzifikovat své riziko vlastník, může část svých prostředků investovat do jiné společnosti. Můžeme citovat i Monsena a Downse (1965, s. 232-3): „Firmy s rozptýleným vlastnictvím budou vykazovat silnou zálibu v diverzifikaci produktů, zvláště skrze fúze, jako způsob redukce rizika podstupovaného u jakéhokoli jednoho produktu nebo produktové řady. Protože diverzifikace prostřednictvím fúze snižuje míru návratnosti kapitálu, vlastníci-manažeři budou méně pravděpodobně přijímat podobná opatření.“ Je však zřejmé, že tento

přístup vychází z teorie zastupitelnosti a anglosaských realit. Můžeme argumentovat, že v prostředí vysoké koncentrace vlastnictví je to naopak vlastník, kdo podstupuje vysoké riziko. Dále v jiných kulturních prostředích mohou platit spíše předpoklady teorie správcovství. Fox a Hamilton (1994, s. 69) tak explicitně označují předpoklad o vyšší diverzifikaci jako důsledku nedostatečné kontroly manažerů za stanovisko teorie zastupitelnosti, přičemž z jejich vlastního výzkumu vyplynulo, že důvody vyšší diverzifikace tkví spíše ve snaze zvýšit výkonnost společnosti, což podporuje předpoklady a závěry teorie správcovství. Zatímco tradičně je tedy diverzifikace chápána jako strategie na úkor ziskovosti, dle Foxe a Hamiltona (1994) tomu tak nemusí být a diverzifikace může vést ke zvýšení výkonnosti snížením závislosti na stagnujícím nebo upadajícím trhu (s. 69). Dle Zhanga a kol. (2014, 2016) je diverzifikace zprostředkující proměnnou mezi koncentrací vlastnictví a výkonností, přičemž má dle La Roccy a Stagliana (2011) na různých trzích různý směr. Ve Velké Británii má podle těchto autorů diverzifikace negativní vliv na výkonnost, kdežto v Německu pozitivní, vliv diverzifikace tedy může být i moderující, jak ostatně říká i Maquieira a kol. (2011).

Přítomnost rizika a jeho zvažování je vlastní i dalším vhodným kontrolním proměnným. Jednou takovou jsou výdaje na výzkum a vývoj, přesněji jejich intenzita (měřena např. v poměru k tržbám či aktivům). Výdaje na výzkum a vývoj jsou v podstatě rizikovou investicí. Přináší však potenciál růstu a ziskovosti (Yeh, 2005, s. 320) a zároveň mohou úzce souviset s koncentrací vlastnictví. Dle Hilla a Snella (1988) nebo Gambleho (2000) je intenzita výdajů na výzkum a vývoj vyšší tam, kde je větší koncentrace vlastnictví, případně kde je silný vnější vlastník. Jedná se o práce z anglosaského prostředí, tedy stavící na premisách manažerské averze k riziku a existence zastupitelského problému. Dle Yeha (2005) má podobný vliv i intenzita výdajů na reklamu, zvyšuje budoucí potenciál růstu a ziskovosti, ale s určitou mírou rizika.

V neposlední řadě pak s rizikovostí souvisí zapojení cizího kapitálu. V části Teorie kapitálové struktury jsme vysvětlili, že volba vlastnické struktury je v podstatě záležitostí volby kapitálové struktury podniku. Dodatečné zapojování cizího kapitálu je cestou ke zvyšování výkonnosti, ale přitom se zvyšuje i riziko nesené vlastníky. Dle Jensena (1989) a Thomsena a Pedersena (2000) má vyšší zapojení dluhového financování potenciál zmírňovat zastupitelské problémy a zvyšovat tržní hodnotu. Zmírnění zastupitelského problému přichází v úvahu z toho důvodu, že čím větší pozici v podniku mají věřitelé, tím větší mají nejen možnosti kontroly managementu, ale také motivaci k takové kontrole. Obvykle přijímanými operacionalizacemi tohoto druhu rizika bývají poměr cizího a vlastního kapitálu nebo cizího a celkového kapitálu.

Jak identifikují níže Boyd a Solarino (2016), další důležitou kontrolní proměnnou je časové období, které je zkoumáno. V čase se jednak mění typická výkonnost podniků, a to dle vývoje jednotlivých odvětví, ale také ekonomik. Dále se mění vlastnické struktury, např. Holderness a kol. (2000) uvádějí růst insider vlastnictví ze 13 % v roce 1935 na 21 % v roce 1995 apod. V neposlední řadě na vztah mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku působí institucionální nastavení a již jsme zmiňovali vývoj postoje k institucionálním vlastníkům nebo bankovnímu vlastnictví v USA. Přitom vývoj v jiných zemích je podstatně intenzivnější, což platí především pro země procházející transformací (více např. Částek a Konečný, 2015 nebo Částek a kol., 2018). Ačkoli některé z těchto charakteristik budou vyjádřeny v jiných zkoumaných moderátorech, např. HDP na obyvatele, nelze vliv zkoumaného období vyloučit a priori a měl by být testován.

5.4.1 Moderační a mediační efekty, dělení kontrolních proměnných

Motivací pro naši práci je, že přes velké množství výzkumu na téma vlastnictví podniku, neexistuje jednotný výklad jeho účinku. Běžné jsou rozporné předpoklady i výsledky. Boyd a Solarino (2016) provedli se stejnou motivací rešerši 145 článků s 523 různými výsledky. Pro jejich lepší uchopení se pokusili formulovat rámec následovně kategorizující jednotlivé kontrolní proměnné. Čísla v závorkách znamenají četnost, s níž se daná proměnná vyskytla ve vzorku jejich studií (Boyd a Solarino, 2016, s. 1292):

1. Externí moderátory
 - a. Institucionální prostředí (3)
 - b. Intenzita konkurenčního boje (3)
 - c. Odvětví (či jeho růst) (2)
 - d. Růst / investiční příležitosti (4)
 - e. Čas (6)
 - f. Země (7)
2. Interní moderátory
 - a. Dostupnost zdrojů (2)
 - b. Diverzifikace (1)
 - c. Předchozí výkonnost (3)
 - d. Politické konexe (2)
 - e. Velikost podniku (2)
3. Moderátory týkající se správy společností
 - a. Nezávislost správních orgánů (6)
 - b. Organizační struktura (6)
 - c. Zda je více než jeden z typů vlastníka (12)
 - d. Dualita akcií (s přednostním právem na hlasování nebo na peněžní toky) (2)
 - e. Koncentrace vlastnictví (5)
 - f. Afilace k holdingové struktuře (2)
 - g. Sklon managementu k riziku (1)
 - h. Kontrola zdrojů (1)
 - i. Zda je podnik kótován na burze (3)
4. Mediátory
 - a. Výdaje na výzkum a vývoj (2)
 - b. Organizační struktura (její změna) (1)
 - c. Nezávislost správních orgánů (2)
 - d. Diverzifikace (2)
 - e. Provozní výdaje (1)
 - f. Dluh (restrukturování) (2)
 - g. Spřízněnost (1)
 - h. Velikost (1)

Podobně jako Boyd a Solarino můžeme shrnout a rozdělit proměnné, které jsme doposud jako důležité identifikovali my. V souladu s přístupy strategické analýzy rozdělme tyto proměnné na charakterizující vnitřní prostředí, mikroprostředí a makroprostředí:

1. Vnitřní prostředí
 - a. Velikost podniku
 - b. Stáří podniku
 - c. Kapitálová intenzita
 - d. Intenzita výdajů na výzkum a vývoj
 - e. Intenzita výdajů na reklamu
 - f. Podíl nezávislých členů správních orgánů
 - g. Dualita rolí generálního ředitele a předsedy představenstva
 - h. Diverzita (rasová, věková, genderová) členů představenstva
 - i. Velikost správních orgánů
 - j. Struktura správních orgánů (jedno- či dvojúrovňová)
 - k. Diverzifikace
 - l. Kapitálová
2. Mikroprostředí (odvětví)
 - a. Dynamika vývoje odvětví
 - b. Míra regulace odvětví
 - c. Růst odvětví
3. Makroprostředí
 - a. Existující právní instituce
 - b. Vymahatelnost právních institucí
 - c. Vyspělost kapitálového trhu
 - d. Ekonomická svoboda
 - e. Čas

V subkapitole Upřesnění modelu navážeme s tím, že zde uvedený výčet je návodem pro analýzu moderátorů a tedy i návodem pro kódování dat pro meta-analýzu, nicméně pro samotné statistické analýzy bude třeba tyto možné moderátory operacionalizovat. Protože se nejedná o práci s primárními daty, musíme respektovat, jakým způsobem nám umožní data získaná z primárních studií výše identifikované jevy vyjádřit.

5.5 Meta-analýza

Meta-analýza je druhem sumarizujícího výzkumu – opírá se o výsledky jiných autorů. Využívá se obzvláště v situacích, kdy předchozí, z tohoto pohledu dílčí, výsledky nekonvergují k jednotnému vysvětlení zkoumaného fenoménu. V předchozích řádcích jsme již naznačili, že takovým případem je i vliv vlastnické struktury na výkonnost podniku. Existuje množství protichůdných hypotéz, které ale ani v řadě empirických výzkumů nejsou jasně podpořeny či zamítnuty. Dále je možné formulovat nemalou množinu moderujících proměnných; připomeňme z předchozí subkapitoly vliv diverzifikace podniku, měnící vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku z negativního v případě Velké Británie na pozitivní v případě Německa (La Rocca a Stagliano, 2013). Využijeme tedy možnosti meta-analýzy jako nadstavby strukturované rešerše pro poskytnutí hlubšího a uspořádanějšího vhledu do dané problematiky.

Meta-analýza je takovým druhem sumarizujícího výzkumu, který umožňuje využití statistických analýz. Opakem je narativní literární rešerše, která sice nabízí výhody, ale i nevýhody kvalitativního přístupu. Výhodou meta-analýzy coby kvantitativního přístupu je přesnější odhad velikosti zkoumaného efektu,

a to nejen díky zohlednění moderujících proměnných, ale také díky zohlednění velikosti vzorků dílčích studií nebo období, kdy byly provedeny (Hunter a Schmidt, 1990). Sumarizující výzkumy na námi zkoumané téma se v literatuře vyskytují již delší dobu. Příkladem může být studie Cubbina a Leech z roku 1983, jejich cílem však nebyl odhad vlivu vlastnické struktury na výkonnost podniku, ale za sjednocení přístupu k měření některých aspektů vlastnické struktury. Vztah k výkonnosti pak sumarizujícím, ale narativním, způsobem zkoumala Shortová (1994).

Meta-analýze jako metodě sumarizujícího výzkumu se dostává větší pozornosti od druhé poloviny 20. století, přičemž v naší oblasti spíše od sklonku 20. století. Z roku 1990 je například meta-analýza determinantů finanční výkonnosti (Capon a kol., 1990), ve které se objevila i řada proměnných námi identifikovaných jako důležité kontrolní proměnné (předchozí růst, velikost podniku, odvětví, diverzifikace, kapitálová struktura, stabilita), a také proměnná měřící, zda je podnik pod kontrolou manažerů nebo vlastníků. Tento aspekt v jejich vzorku zkoumalo 10 studií s 65 pozitivními a 56 negativními aspekty. Meta-analýzy specificky zaměřené na problematiku vlastnické struktury se vztahem k výkonnosti se pak objevují spíše až po roce 2000 (Dalton a kol., 2003, Sundaramurthy a kol., 2005, Sánchez-Ballesta a García-Meca, 2007, Heugens a kol., 2009, Wang a Shailer, 2015).

Hlavním předpokladem meta-analýzy je, že v rámci zkoumané problematiky existuje skutečný, pravdivý vztah⁵⁵, ležící v pozadí jednotlivých výzkumů. Tento však může být v uskutečněných, z tohoto pohledu dílčích, studiích zastřen nebo rozostřen řadou vlivů. Moderující proměnné mohou měnit směr vztahu, velikost vzorku může ovlivnit zobecnitelnost výsledků. Použité statistiky mohou více či méně přesně odhadovat velikost účinku a odhalovat případnou reverzní kauzalitu. V neposlední řadě hraje roli i operacionalizace zkoumaných konstruktů, přičemž možnosti týkající se námi zkoumané oblasti jsme představili v subkapitolách měření koncentrace vlastnictví, typ vlastníka a měření výkonnosti. Integrace dostupných stávajících studií v jedné statistické analýze pak umožňuje odhadnout jak tvar, směr a kauzalitu vztahu „ležícího v pozadí“ (underlying population effects), tak odhalit jeho moderátory. Může také napomoci při analýze, které operacionalizace konstruktů přispívají k lepšímu odhadu tohoto vztahu.

5.5.1 Předchozí meta-analýzy na téma vlastnická struktura a výkonnost podniku

Dalton a kol. (2003) založili svou studii na 229 empirických studiích s 1880 bivariačními efekty. Na první pohled vysoké číslo počtu bivariačních efektů vůči počtu zpracovaných empirických studií plyne jednak z důvodu, že ve studiích na téma správy společností je obvyklé využít vícera závisle proměnných a někdy i vícera možností operacionalizace nezávisle proměnné, jednak také z důvodu, že mnohé studie využívají několika různých metod zkoumání dané souvislosti za účelem robustnějšího odhadu efektu. Hlavním předmětem zájmu Daltona a kol. byl vliv insider vlastnictví, institucionálního vlastnictví a koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Využitým měřítkem souvislosti byla „jednoduchá korelace“ (simple correlation), můžeme tedy předpokládat převádění jednotlivých reportovaných efektů na Personovo r nebo jeho aproximaci. Samotná meta-analýza byla provedena Hunter-Schmidt metodou (k ní podrobněji dále). Dalton a kol. nenalezli důkazy, že by se zkoumaný problém lišil v čase (intervaly do 1980, 1981-1990, 1991 a dále). Dalšími moderátory, které zkoumali, byly různé operacionalizace nezávisle proměnných a různé operacionalizace závisle proměnné, výkonnosti. Rozlišovali 14 různých vyjádření výkonnosti, kde nejsilnějším závěrem bylo konstatování, že vztah jimi vybraných charakteristik vlastnické struktury bývá nejsilnější k měřítku čistý zisk na akcii (earnings per share), které přitom velmi málo vypovídá o skutečné výkonnosti podniku (Meyer a Gupta, 1994, Collingwood, 2001, cit. z Dalton a kol., 2003, s. 20). Celkově došli Dalton a kol. k závěru, že předpoklady

⁵⁵ Vztah, střední hodnota, podíl atd. Vzhledem k tomu, že naším cílem je zkoumat vztah, od ostatních možností abstrahujeme.

teorie zastupitelnosti spíše neplatí a při zkoumání vztahu vlastnictví a výkonnosti je vhodné se opřít i o další teorie, a to teorii správcovství a teorii vlastnických vztahů (více také v Hučka, 2007, s. 36). Předpokládají také, že různé mechanismy správy společností se mohou navzájem substituovat, jak ostatně tvrdí např. Agrawal a Knoeber (1996). Dodejme, že např. Aoki (2001, cit. z Heugens a kol., 2009) vnímá naopak některé mechanismy jako komplementy.

Sundaramurthy a kol. (2005) se ve své studii také soustředili na insider a institucionální vlastnictví a jeho dopad na výkonnost podniku. Jejich vzorek tvořily 43 studie s 97 využitelnými efekty pro meta-analýzu insider vlastnictví a 28 studií se 48 efekty pro meta-analýzu institucionálního vlastnictví. Jako měřítko souvislosti si autoři zvolili opět korelaci a opět využili Hunter-Schmidt metodu. Pro insider vlastnictví předpokládali nelineární efekt na výkonnost. Zkoumanými moderátory byly zkoumané časové období (do 1990, od 1990), různé operacionalizace nezávisle a závisle proměnných a koncentrace vlastnictví (konkrétně přítomnost blockholdera). Autoři této studie nepotvrdili žádnou z formulovaných hypotéze, a to ani při zkoumání dílčích vzorků podle hodnot jednotlivých moderátorů. Svou studii uzavírají vzhledem k vysoké heterogenitě pozorovaných výsledků předpokladem, že souvislost mezi insider a institucionálním vlastnictvím na straně jedné a výkonností na straně druhé ovlivňují další moderátory, jimi neidentifikované a nekontrolované.

Mohli jsme si všimnout, že mnohé z námi již identifikovaných důležitých charakteristiky předchozí dvě studie ignorovaly. Sánchez-Ballesta a García-Meca (2007) se při své meta-analýze vlivu insider vlastnictví a koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku rozhodli kontrolovat nejen způsob operacionalizace nezávisle a závisle proměnné, ale také charakteristiky systému správy společností, zda zkoumaná studie kontrolovala problém endogeneity a zda byl vztah danou empirickou studií aproximován jako lineární nebo nelineární. Jejich vzorek tvořilo 33 studií reportujících přibližně 50 efektů. Meta-analytickou metodou byla Stoufferova metoda odhadu kombinované p-hodnoty, kdy se p-hodnoty z primárních studií kombinují do jedné, pomocí níž je buď zamítnuta nebo podržena nulová hypotéza. Sánchez-Ballesta a García-Meca zamítli existenci jednotného účinku koncentrace vlastnictví na výkonnost, nicméně systém správy společností se ukázal býti významným moderátorem a v zemích s kontinentálním systémem správy společností se ukázal lineární účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost ($p < 0,01$) býti silným, zatímco v anglosaských zemích spíše slabým ($p < 0,1$). Tito autoři také dále shledávají vliv na účetní ukazatele výkonnosti býti lineárním pozitivním, kdežto na tržní ukazatele nelineárním. Dále pro podmnožinu primárních studií zkoumajících nelineární souvislost a anglo-saské a „kontinentální“ země odděleně vyšel jako statisticky významný pouze kvadratický člen rovnice. I kontrolování problému endogeneity má silný moderační účinek, účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost nalézají Sánchez-Ballesta a García-Meca pouze u studií nekontrolujících problém endogeneity. Ve studiích, které tento problém adresovaly, lineární souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností mizí a přetrvává pouze nelineární.

Heugens a kol. (2009) se soustředili na vliv koncentrace vlastnictví a identity silného vlastníka na výkonnost podniků v asijských ekonomikách (9 zemí, seznam na s. 500). Vzorkem jim bylo 65 primárních studií reportujících 290 efektů. Zvolenou mírou souvislosti se stalo Pearsonovo r a meta-analytickými metoda procedury HOMA a MARA. Heugens a kol. kontrolovali vliv řady potenciálních moderátorů vlivu koncentrace vlastnictví a identity vlastníka. Kromě toho, zda byl použit účetní nebo tržní ukazatel výkonnosti, roku, kdy byla studie publikována, typu publikace (recenzovaný vs. nerecenzovaný zdroj) a zda byla primární studie panelová nebo průřezová (cross-sectional), sledovali i vymahatelnost práva, ochranu minoritních vlastníků, míru vyvlastňování dominantními vlastníky, hrubý domácí produkt na obyvatele, tržní kapitalizaci. Druhá množina proměnných byla měřena na úrovni země Heugensem a kol. (2009), tyto údaje tedy nepocházely přímo z primárních studií a jejich vliv byl odhadován procedurou MARA. Konkrétnější operacionalizace jsou ve zdroji na stranách 495-6.

Výsledky Heugense a kol. (2009) ukazují na pozitivní vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost (ve vybraných asijských zemích), přičemž nehraje roli, zda je výkonnost měřena účetními nebo tržními ukazateli. S ohledem na identitu vlastníka pak platí následující: vliv domácích vlastníků je pozitivní, ale velmi slabý a omezený na výkonnost měřenou účetními ukazateli. Vliv zahraničního vlastnictví (FDI) je relativně velmi silný a vždy pozitivní. Vliv spekulativních (market) vlastníků je relativně silný, kdežto vliv strategických (stable) není statisticky významný. Vnitřní vlastnictví ovlivňuje výkonnost slabě, ale v případě účetních ukazatelů alespoň statisticky významně. Ukazuje se, že souvislost mezi koncentrací a výkonností nemusí být lineární a nejspíše (v daných zemích) platí jen při nízkých úrovních koncentrace (do 25 %). Ukazuje se však také, že velký vliv má země. Podrobnější výsledky v tomto ohledu jsou v Heugens a kol. (2009) na s. 500. Celkově lze hodnotit, že zkoumané charakteristiky vlastnické struktury obvykle vykazují silnější vliv na účetní ukazatele výkonnosti, než na ukazatele tržní. Z dalších potenciálních moderátorů se ukazuje pozitivní vliv vymahatelnosti práva, tzn. čím větší vymahatelnost práva, tím větší vliv koncentrace na výkonnost a tudíž komplementární, ne substituční vztah mezi těmito dvěma mechanismy správy společnosti. Naopak ochrana minoritních vlastníků se ukázala jako negativní moderátor, tedy čím vyšší ochrana minoritních vlastníků, tím nižší vliv koncentrace na výkonnost. Tyto dva mechanismy jsou tudíž v substitučním vztahu. Stejným způsobem působí skutečná míra vyvlastňování dominantními vlastníky (měřena vedle ochrany minoritních vlastníků jako samostatná proměnná). Nepotvrdil se moderující vliv časového intervalu, a to ani rok publikování, ani perioda, ke které se vztahovaly primární výsledky (před 1996 a 1996, 1997 a 1998⁵⁶, 1999 a dále). Výsledky neovlivňovalo ani to, zda byla studie průřezová nebo longitudinální. Efekt koncentrace na výkonnost pak byl silnější v rozvojových ekonomikách a tam, kde byly kapitálové trhy větší a likvidnější.

Právě na rozvojové trhy se v roce 2015 zaměřili Wang a Shailer. Hlavním zájmem bylo zjistit vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniků a jejich meta-analytický model byl opět propracovanější než u předchozích představených analýz. Kontrolovali vliv makroekonomického prostředí dané země, a to jako sumu tří indexů: ekonomické svobody, ekonomického rozvoje a ochrany práv věřitelů, rozdělenou do tří úrovní – nízké, střední a vysoké; a dále jako sumu dvou různých indexů měřících ochranu minoritních akcionářů. Dále kontrolovali strukturu vzorků primárních studií: zda byly či nebyly zahrnuty finanční firmy, vliv různých měřítek výkonnosti a koncentrace, vliv různých specifikací měřené souvislosti (lineární/nelineární), vliv specifikace modelu primární studie (velikost, stáří, kapitálová struktura, likvidita, kapitálová intenzita, intenzita výdajů, růst, podíl hmotného majetku, charakteristiky správních orgánů, typ vlastníků, příslušnost k holdingové struktuře (business group), kontrola výkonnosti měřené účetně byl-li závisle proměnnou tržní ukazatel, výkonnost měřena tržně, byl-li závisle proměnnou účetní ukazatel, odvětví, riziko a rok). Wang a Shailer kontrolovali také, jaká byla metoda odhadu modelu v primární studii (OLS, fixní efekty, 2SLS, GMM, 3SLS, náhodné efekty a odhad nejmenší absolutní odchylky (Huberovo M)). Vzorkem bylo 42 studií reportujících 419 efektů z 18 rozvojových zemí celého světa. Více než třetina vzorku, 17 studií, zkoumalo data z Číny. Vzhledem k rozsahu meta-analytického modelu a celé řadě využitých meta-analytických postupů není účelné zde reprodukovat všechna zjištění Wang a Shailera. Omezme se tedy na konstatování, že ve zkoumaných rozvojových zemích nacházejí spíše negativní vliv koncentrace na výkonnost, přičemž kvalita makroprostředí hraje silnou roli a nejsou-li ve studiích z více zemí kontrolovány institucionální faktory, jsou výsledky takových studií zavádějící. Zahrnutí finančních firem do vzorku snižuje efekt koncentrace na výkonnost, což může být důsledkem vyšší regulace finančního odvětví. Velký vliv má i rozhodnutí, zda kontrolovat problém endogeneity a jaké další kontrolní proměnné primární studie zahrnula. V neposlední řadě využití metody ordinary least squares (OLS) podhodnocuje velikost efektu koncentrace na výkonnost.

⁵⁶ 1997-1998 prošly zkoumané ekonomiky krizí.

Boyd a Solarino provedli v roce 2016 rešerši 145 článků reportujících 523 efektů vlastnické struktury na výkonnost podniku. Jejich práci jsme již zmiňovali při rozdělení kontrolních proměnných na vnitřní nebo vnější mediátory nebo moderátory. Ze zatím představených studií tato meta-analýza poněkud vybočuje. Boyd a Solarino se více soustředili na obsahovou analýzu, tedy kvalitativní přístup. Nicméně stručně uvedli i meta-analytické výsledky. Z nich nevyplývá statisticky významný účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost. Ten se potvrzuje pouze u institucionálního a vnitřního vlastnictví. Podobně jako u Heugense a kol. (2009) je tento účinek větší na účetní ukazatele výkonnosti, než na tržní ukazatele.

5.5.2 Omezení meta-analýzy

Doposud jsme představili meta-analýzu jako nadstavbu primárního výzkumu, která léčí všechny jeho neduhy a která odhaluje „skutečnou pravdu“. Nicméně je třeba přiznat, že i meta-analýza má řadu omezení a kritiků. Kvalita meta-analýzy je velmi citlivá na kvalitu primárních studií a na kvalitu jejich souboru. Tyto dva požadavky jsou do jisté míry konkurenčními cíli. Aby byly závěry meta-analýzy zobecnitelné, musí být soubor primárních studií dostatečně rozsáhlý a reprezentativní. Nejen Hendl (2009) však upozorňuje na to, že tento požadavek je téměř nesplnitelný. Vyjmenovává tyto důvody: 1. Publikační zkreslení (tzv. šuplíkový efekt), které nastává proto, že studie mají větší šanci být publikovány v případě, že nalézají statisticky významné efekty, 2. Identifikační chyba, tedy soustředění se na jednu jazykovou oblast nebo databázi vědeckých prací, 3. Selekční opomenutí, kdy některé primární studie nereportují údaje důležité pro meta-analýzu a nemohou tak být zahrnuty. K těmto jednotlivým bodům se vyjadřujeme níže na příslušných místech, k publikačnímu zkreslení však uvedeme několik metod.

Publikační zkreslení

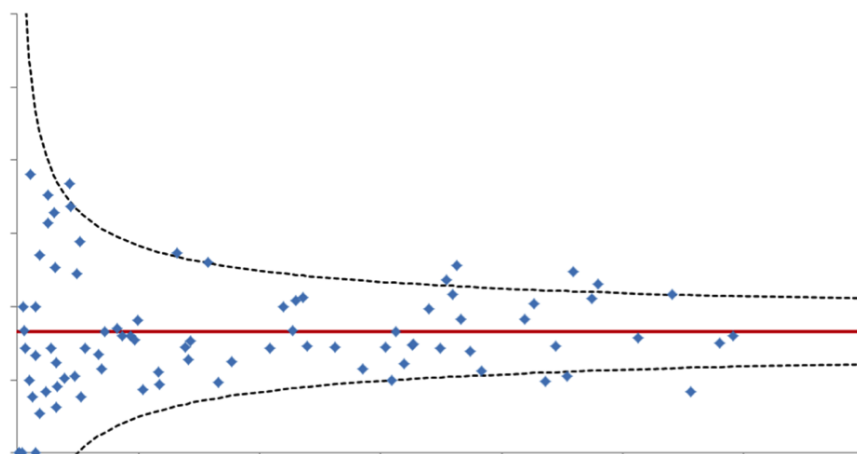
Existuje řada testů, které mají za úkol toto možné publikační zkreslení kvantifikovat. Jednou ze základních a obvykle v meta-analýze používaných metod je výpočet, kolik nepublikovaných statisticky nevýznamných výsledků by v daném případě, tedy pro vzorek efektů dané meta-analytické studie, zvrátilo závěry této meta-analýzy, tedy změnilo výrok o statisticky významném výsledku meta-analýzy na statisticky nevýznamný výsledek (tzv. fail-safe N). A v případě, že by meta-analytik měl tyto nepublikované studie k dispozici, zamítl by svou hypotézu. Čím vyšší je číslo, tím menší je pravděpodobnost, že studie podléhá publikačnímu zkreslení. Jeden z možných vzorců nabízí Hendl (2009) na s. 516, my využijeme Rosenthalovo fail-safe N dle Fielda a Gilletta (2010):

$$N_{is} = \frac{(\sum_{i=1}^k z_i)^2}{2,706} - k \quad (4)$$

Field a Gillet (2009) zmiňují kritiku Rosenthalova fail-safe N, přílišné spoléhání se na hladinu statistické významnosti (Orwin, 1983, cit. z Field a Gillet, 2010), přičemž dodávají, že není až tak zajímavé znát toto číslo, jako spíš umět kvantifikovat zkreslení a dokázat ho korigovat. Pro tuto kvantifikaci lze použít tzv. Beggovu a Mazumdarovu pořadovou korelaci, což je korelace koeficientem Kendallovo tau b mezi standardizovaným efektem a s ním spojeným rozptylem (Begg a Mazumdar, 1994, s. 1089).

Další obvykle používaná metoda je grafická a jedná se o tzv. trychtýřový graf (funnel plot). Trychtýřový graf zobrazuje závislost buď mezi velikostí efektu a velikostí výběru (Hendl, 2009) nebo velikostí výběru a střední chybou odhadu (Field a Gillett, 2010). Pokud je vzorek efektů dané meta-analytické studie skutečně ovlivněn systematickým zkreslením, je zobrazený graf nesymetrický. Hendl (2009) na s. 520 ukazuje typický příklad publikačního zkreslení z důvodu nepublikování studií s určitým (zde záporným) efektem. Bez publikačního zkreslení by měl být graf symetrický okolo průměrného efektu. Následující obrázek ukazuje stejný efekt jako Hendl, 2009, na s. 520.

Obr. č. 11: Trychtýřový graf



Zdroj: Haelo, 2016.

Dalšími problémy jsou obsahová srovnatelnost primárních studií, kdy mnohé primární studie využívají proměnných, které jsou středem zájmu meta-analytika, ale za účelem zodpovězení jiných výzkumných otázek, nebo metodická kvalita primární studie, která se může výrazně lišit a je pak na subjektivním posouzení meta-analytika, jakou hranici nastavit. V neposlední řadě se musí meta-analytik vypořádat se závislostí pozorování, protože je typické, že z jedné primární studie lze vytěžit více efektů, čímž je však porušen požadavek nezávislosti pozorování.

Borenstein a kol. (2009) věnují kritice a úzkým místům meta-analýzy celou jednu kapitolu (s. 377-387) včetně odkazů na další zdroje.

5.6 Vzorek

Pro meta-analýzu je potřebné provést strukturovanou rešerši relevantních studií. Používaným způsobem při rešerši je metoda sněhové koule, kdy se začíná s nevelkou množinou publikovaných studií a další relevantní studie se hledají buď dopředně, nebo zpětně. Dopředný způsob znamená vyhledání studií, jež citují studie výchozí, zpětný způsob znamená vyhledání studií, které jsou ve výchozích studiích citovány. Kvalita získaného vzorku přístupem sněhové koule je ve velké míře ovlivněna kvalitou množiny na startu vyhledávání. My využijeme rigoróznější přístup, strukturované vyhledávání v dostupných databázích. Kvalita výsledku je v tomto případě ovlivněna kvalitou využitých databází a kvalitou vyhledávacího dotazu. Nicméně je doporučeno i tento postup doplnit dopředným a zpětným vyhledáváním, což jsme učinili.

Databáze

Vyhledávání proběhlo prostřednictvím služby EBSCO Host, což je rozhraní zpřístupňující databáze, k nimž má uživatel přístup. V našem případě se jednalo o databáze *Academic Search Complete*, *Academic Search Ultimate*, *Business Source Complete*, *EconLit with Full Text*, *SocINDEX with Full Text*, *eBook Collection (EBSCOhost)*, *Central & Eastern European Academic Source*, *eBook Academic Collection (EBSCOhost)*. Tyto databáze sdružují obsah desítek tisíc časopisů a jiných akademických zdrojů, tzv. Identifikační chyba (více výše) by tedy měla být minimalizována. Podrobný seznam jednotlivých titulů zahrnutých v době hledání v těchto databázích je k dispozici na vyžádání u autora textu.

Vyhledávací dotaz

Vyhledávací dotaz byl zkonstruován tak, aby na jedné straně obsahoval pojmy reprezentující podnikovou výkonnost a na druhé straně reprezentoval vlastnickou strukturu. V rámci vlastnické struktury byl kladen důraz na koncentraci vlastnictví s předpokladem, že teprve pokud víme, že podíl daného typu vlastnictví je nezanedbatelný, můžeme předpokládat, že se projeví jeho specifická motivace ke kontrole nebo způsob vykonávání kontroly. Tato úvaha je v souladu např. s Chen a kol. (2014), Thomsen a kol. (2006) a dalších. Jazyk vyhledávacího dotazu i výsledku byl striktně omezen na angličtinu. Přestože bylo zahrnuto i vyhledávání v elektronických knihách, nebyl tento typ výsledku zobrazen vůbec nebo jen v zanedbatelné míře. Ostatními typy tak byly články a konference s možnými zdroji časopis a konferenční sborník. Zdroje a typy studií hrají velkou roli v takzvaném šuplíkovém efektu (drawer effect). Šuplíkový efekt popisuje fakt, že studie nacházející statisticky významné účinky mají násobně vyšší šanci být publikovány (Hendl, 2009, s. 491). Tímto je pak výrazně ovlivněn odhad skutečného účinku pomocí meta-analýzy, protože pracuje se zkresleným vzorkem. Podle Greenwalda (1975, cit. z Field a Gillett, 2010) jsou studie zamítající nulovou hypotézu předkládány vydavatelům osmkrát častěji a podle Coursola a Wagnera (1986, cit. z Field a Gillett, 2010) mají sedminásobně vyšší pravděpodobnost být publikovány. Např. v oblasti psychologie nachází Sterling (1959) 97 % z publikovaných studií se statisticky významnými výsledky. Zahrnutím dalších typů výsledků, nejen časopiseckých článků z prestižních databází (Web of Science, Scopus) je možné toto zkreslení pokud ne eliminovat, pak snížit. Je to i cesta, kterou jsme zvolili zde a další omezení nebyla kladena, nicméně u jednotlivých nalezených studií bylo zaznamenáno i zda jsou indexovány ve Web of Science či Scopusu, jaký byl impakt faktor, resp. SNIP v roce 2015 takového zdroje a jaká byla citovanost v příslušné databázi v době provedení vyhledávání (2016). Vyhledávací dotaz pak obsahoval tyto výrazy:

Pro vyjádření koncentrace vlastnictví a širěji struktury vlastnictví: *ownership concentration, ownership structure, concentrated ownership, concentration control, controlling shareholder, blockholder, block share, equity ownership, large shareholder, shareholder concentration, owner control, owner controlled, managerially controlled, managerial control, management controlled, stock ownership.*

Pro vyjádření výkonnosti: *corporate financial performance, firm performance, firm financial performance, firm value, firm performance, corporate performance, corporate value, market valuation, business financial performance, business performance, business value.*

Nebylo omezeno, v jakých polích (název, abstrakt, samotný text) se mají dané výrazy nacházet – mnohdy totiž byla některá z námi hledaných nezávisle proměnných v dané studii pouze jako kontrolní, nicméně byl uveden její vliv na závisle proměnnou. Vyhledávání proběhlo v červenci 2016 a časově do něj spadají všechny studie, které byly v té době elektronicky k dispozici. Vzhledem k tomu, že byl tento vzorek doplněn ještě dopředným a zpětným vyhledáváním (ne však vyčerpávajícím), nemá smysl uvádět počet výsledků vrácených vyhledávacím dotazem. Je ale důležité uvést, že bylo méně než 5 % studií, které měly být dle zadaných kritérií zpracovány, ale nebylo možné získat jejich plný text. K získání plných textů, jež nebyly dostupné ve výše uvedených databázích s přístupem Masarykovy univerzity, jiných databázích na internetu (Google Scholar, ResearchGate) či volně, bylo využito přímého kontaktování autorů e-mail, případně přes profesní síť (ResearchGate).

Kódování

Kódování bylo zvoleno jako otevřené s tím, že ve druhé fázi, po zakódování všech výsledků vyhledávání, byly dle četnosti výskytu vybrány nejčastěji se vyskytující kontrolní proměnné a nejčastěji se vyskytující operacionalizace nezávisle a závisle proměnných a kódování bylo převedeno na uzavřené, tedy pouze některé proměnné postoupily do dalšího kvantitativního zpracování. Uzavřené kódování je vhodné při apriorní představě o možných moderátorech a vhodných kontrolních proměnných. Vzhledem k tomu, že v předmětné oblasti neexistuje jednotný rámec, přijetí uzavřeného kódování by znamenalo

nebezpečí opomenutí některého z důležitých moderátorů a tím následně zkreslení výsledku meta-analýzy. Takový rámec nyní nabízí Boyd a Solarino, tento článek však vyšel v červenci 2016, právě po započetí této práce. My zde tedy předkládáme alternativní pohled, dokonce založený na větším množství prací – Boyd a Solarino zpracovali 145 článků (nicméně provedli i jejich obsahovou analýzu). Zakódování vyhledaných výsledků, stejně jako všechny ostatní kroky analýzy, provedl autor tohoto textu, nebylo tedy třeba opatření pro sjednocení přístupu ke kódování tak, jak tomu bývá zvykem, když kóduje tým lidí. V takových případech se pro sjednocení postupu používá zakódování jedné studie více členy týmu, výsledky se porovnávají a u nesrovnalostí se volí nejlepší možný postup.

5.7 Metoda

Postupů a metod nabízejících se pro meta-analýzu je celá řada. Zvykem je řadit je od jednodušších ke složitějším, což jsou ty, které již nabízí posouzení vlivu moderátorů. Hendl (2009) rozlišuje čtyři možné postupy: a) tzv. počítání hlasů, tedy kladných a negativních výsledků a jejich analýzu, b) kombinování *p*-hodnot efektů z primárních studií, c) bodové a intervalové odhadování velikosti efektu a d) analýzu homogenity a moderujících proměnných. Počítání hlasů (vote count) hodnotí, kolik studií našlo statisticky významný kladný efekt, kolik statisticky významný záporný efekt a kolik statisticky nevýznamný efekt. Hendl (2009, s. 502) rozebírá nevýhody tohoto jednoduchého postupu, kde není zohledněna ani skutečná *p*-hodnota a odkazuje na 16 metod popsanych Rosenthalem (1984, cit. z Hendl, 2009), které jsou o krok přesnější a kromě směru efektu berou v potaz právě i faktické *p*-hodnoty, jedná se tedy o kategorii postupů ad b). Prostá agregace velikosti efektů, ad c), není v našem případě vhodná, protože nalezené efekty jsou velmi heterogenní. Budeme naopak muset jejich variabilitu/homogenitu zkoumat, a to ve vztahu k potenciálním moderátorům – jak konečkonců vyplývá z dále formulovaných hypotéz, tedy postupovat ad d).

Míra efektu

Na prvním místě je nutné zvolit adekvátní koeficient účinku. Protože zcela nejtypičtější research design primárních studií v našem vzorku používá jako míru účinku korelace nebo vícenásobné korelace, je pro nás jasnou volbou Pearsonovo *r*. Další typicky používané standardizované efekty, Cohenovo *d* používané pro rozdíly v průměrech nebo poměry šancí se v našem vzorku nevyskytují (ačkoli starší studie měřily vlastnickou strukturu jako managementem řízené podniky a vlastníky řízené podniky).

Pro mnohé studie je potřeba účinek předmětné proměnné dopočítat, takzvaně imputovat. Za prvé ne všechny studie dodržují standard reportování účinků nultého řádu (typicky matice vzájemných korelací všech zkoumaných proměnných), za druhé, i pokud je tento standard dodržen, musíme předpokládat, že přesnější účinek vlastnické struktury na výkonnost podá vícerozměrná statistika, kde je vliv vlastnické struktury očištěn o kontrolní proměnné, případně je ošetřen problém endogeneity. Pro tento účel je možné využít následujících postupů.

Aloe (2015) doporučuje u vícerozměrných metod využít parciálních korelací, které nejpřesněji identifikují izolovaný efekt předmětné proměnné. K výpočtu je potřeba znát *t* statistiku a počet stupňů volnosti (*df*), což jsou údaje často reportované, nebo co se týče stupňů volnosti dopočitatelné. Další metody, např. semiparciální korelace jsou jednak dle Aloeho méně přesné, jednak vyžadují více údajů, které často reportovány nejsou (vzájemné korelace mezi nezávisle proměnnými). Doporučený vzorec pro parciální korelace je (Aloe, 2015, s. 23):

$$ES_r = \frac{t}{\sqrt{t^2 + df}} \quad (5)$$

V případě, že tyto údaje dostupné nejsou, nabízí Peterson a Brown (2005) využití standardizovaných beta koeficientů, tedy jejich převod na míru účinku. Bowman (2012) však nabízí ještě jednodušší

postup, s odvoláním právě na Petersona a Browna (2005) a jejich nález, že standardizované beta koeficienty korelují s r velmi silně ($r = 0,84$). Doporučuje tak využít postupu (Bowman, 2012, s. 376):

$$\beta = r \quad (6)$$

Řada studií bohužel reportuje nestandardizované b koeficienty. Naštěstí je možné tyto standardizovat na beta koeficienty a využít výše uvedeného postupu, nicméně v takové primární studii musí být dohledatelné směrodatné odchylky závisle proměnné i dané nezávisle proměnné. Bowman (2012, s. 377), ale i další autoři, k tomuto nabízí vzorec:

$$\beta = \frac{b \cdot SD_X}{SD_Y} \quad (7)$$

Některé studie v našem vzorku přeci jen použily analýzu průměrů nebo rozptylů. V takovém případě lze vypočítat efekt pomocí podílu variability vysvětlené kategoriemi k celkové variabilitě. Typicky se takto získaný koeficient označuje jako η^2 a stejně jako r^2 udává, kolik variability závisle proměnné je vysvětleno faktorem (Hendl, 2009). Pro porovnání s r je třeba tuto hodnotu ještě odmocnit:

$$\eta = \sqrt{\frac{SS_A}{SS_T}} \quad (8)$$

Další využitelné transformace jsou převody p -hodnoty na t -statistiku, a to pro výše uvedené potřeby dopočítávání r , a opačně převod t -statistiky na p -hodnotu pro potřeby práce se statisticky významnými výsledky. Většina studií totiž reportuje pouze jednu z těchto hodnot a statistická významnost je často uvedena pouze na hladinách α , namísto přesné p -hodnoty. Pro převod z t a df na p lze použít v Excelu funkci $\text{tdist}(t;df;a)$, kde a znamená, zda se jedná o jednostranný nebo dvoustranný test, pro převod z p a df na t lze použít funkci $\text{t.inv.2T}(p;df)$, která je pro dvoustranný test. Pro zachování větší obezřetnosti jsme vždy volili varianty vzorců vztahující se k dvoustrannému testu.

Jak uvádějí Peterson a Brown (2005), využití výše uvedených imputačních metod vede k menším výběrovým chybám díky většímu počtu využitých efektů z primárních studií. Snižuje se tedy tzv. selekční opomenutí, které jsme definovali výše. Na druhou stranu Aloe (2015) upozorňuje na fakt, že pokud dopočítáváme ekvivalent bivariačního r z vícerozměrné statistiky, fakticky tak stavíme na roveň studie, které efekt předmětné proměnné očistily o efekty kontrolních proměnných a studie, které tak neučinily. Odpověď na otázku, zda je tento postup ospravedlnitelný stojí mimo možnosti statistiky. Ze statistického hlediska však může vnést dopočítávání ekvivalentů bivariačního r další heterogenitu do zkoumaného stavu. Aloe (2015) dále apeluje, že pokud je hlavním zájmem meta-analytika odhadnout pravdivý efekt v populaci, neměl by imputačních metod využívat. Můžeme se tedy pokusit odhadnout velikost takto způsobené heterogenity buď zavedením další kontrolní proměnné identifikující způsob měření předmětné souvislosti v primární studii, nebo testy robustnosti, kdy budeme odděleně pracovat jen s efekty reportovanými jako bivariační a dosažené výsledky porovnáme s testem pracujícím i s imputovanými efekty.

Model pevných či náhodných efektů

Další velmi důležitou volbou je, zda při odhadu „pravdivého“, nazvěme jej populačním (underlying population effect), efektu použít model pevných (fixních) efektů nebo model náhodných (random) efektů. Hendl (2009) vysvětluje, že model fixních efektů předpokládá u jednotlivých primárních studií sice různé rozptyly, ale stejný efekt. Model náhodných efektů tento striktní předpoklad opouští a předpokládá, že efekty v primárních studiích jsou normálně rozloženy okolo populačního efektu. Model náhodných efektů tak pracuje se dvěma chybovými složkami modelu. Pro model pevných efektů platí předpoklad, že primární studie pochází z populace, v níž je „pravdivý efekt“ neměnný, resp. odhadnutelný několika málo prediktory (Hunter a Schmidt, 2000). Důsledkem je, že efekty nalézané

primárními studii jsou homogenní (Field a Gillett, 2010). Opakem je předpoklad, že „pravdivý efekt“ není jeden jediný, ale liší se od populace k populaci, které jsou výběrovými soubory učiněnými ze „superpopulace“ (Hedges, 1992, cit. z Field a Gillett, 2010). Důsledkem je, že efekty nalézané primárními studii budou heterogenní (Field a Gillett, 2010). Hill a kol. (2011) doporučují test pomocí Langrangeova multiplikátoru k určení, zda je možné použít model fixních efektů, nebo je třeba použít model náhodných efektů. V meta-analýze se používá Cochranovo Q, které má rozložení chí-kvadrát s počtem stupňů volnosti rovným počtu studií – 1 (Field a Gillett, 2010):

$$Q = \sum_{i=1}^k w_i (z_{r_i} - \bar{z}_r)^2 \quad (9)$$

kde w_i je váhou studie podle Field a Gillett (2010):

$$w_i = n_i - 3 \quad (10)$$

a z_r je Fisherova transformace r na z , zajišťující homogenitu rozptylu pro všechny hodnoty původního r . Fisherova transformace r na z se v meta-analýze používá zcela běžně. Vzorec opět nabízí Field a Gillett (2010):

$$z_{r_i} = \frac{1}{2} \log_e \left(\frac{1+r_i}{1-r_i} \right) \quad (11)$$

Protože statistika Q není příliš silnou, pokud je počet primárních studií malý (Gavaghan a kol., 2000), a zároveň spíše „přecitlivělou“, pokud je počet studií vysoký (Higgins a kol., 2003), což je náš případ, využijeme i další statistiku, I^2 . Tu nabízí Higgins a kol. (2003) a udává podíl variability mezi primárními efekty, který je dílem heterogenity namísto náhody. Tato statistika není ovlivněna počtem primárních studií (StatsDirect, cit. 2017):

$$I^2 = 100 * \frac{Q-df}{Q} (\%) \quad (12)$$

Field a Gillett (2010, s. 674) naproti tomu varují před post hoc rozhodováním na základě již získaných dat a preferují rozhodnutí a priori na základě cíle a charakteru studie. Citují Oswalda a McCloye (2003, cit. z Field a Gillett, 2010), podle kterého jsou modely pevných efektů vhodné pouze v případě, že není cílem zobecňovat závěry za hranice výběrového souboru, kdežto modely náhodných efektů to umožňují (unconditional inference). Dále odkazují na řadu studií, např. Field (2003, cit. z Field a Gillett, 2010 jako Field 2003b) nebo Huntera a Schmidta (2000) dokazujících, že pokud je chybně použit model fixních efektů tam, kde je adekvátní model náhodných efektů, pak je odhadovaná p-hodnota modelu neadekvátně nízká a intervaly spolehlivosti výrazně užší než ve skutečnosti. Pokud je však chybně použit model náhodných efektů tam, kde by byl adekvátní model fixních efektů, odhadované výsledky se v zásadě nemění. Volba by tedy měla jasně směřovat k modelu náhodných efektů (random effect model, REM). I Ades a Higgins (2005) považují model náhodných efektů za „přirozenou“ volbu.

Výpočetní algoritmus

Při praktické implementaci odhadu populačního efektu je třeba učinit ještě jednu volbu, a to, kterou konkrétní metodu (zde již ve významu výpočetní algoritmus) použít. Field a Gillett (2010) navrhuje volit mezi metodou Huntera a Schmidta (Hunter-Schmidt method) a metodou Hedgese a kol. (Hedges et al. method). Na s. 674 a 675 poskytují jejich porovnání, na stranách následujících i způsoby výpočtu populačního efektu a dále odkazují na hlubší porovnání ve Fieldovi (2005, cit. z Field a Gillett, 2010, jako Field 2005b). Pro nás je důležité, že výhoda Hedgese a kol. spočívající v nabídnutí jak možnosti modelu fixních, tak náhodných efektů je pro nás irelevantní. Naopak metoda Huntera a Schmidta se zdá být přísnější k posuzování populačního efektu (ale zdá se, že jej může až podcenit), na druhou stranu může konstruovat intervaly spolehlivosti užší, než by bylo adekvátní. Hlubší porovnání není naším cílem, učíme proto pragmatické rozhodnutí a přikloňme se k metodě Huntera a Schmidta

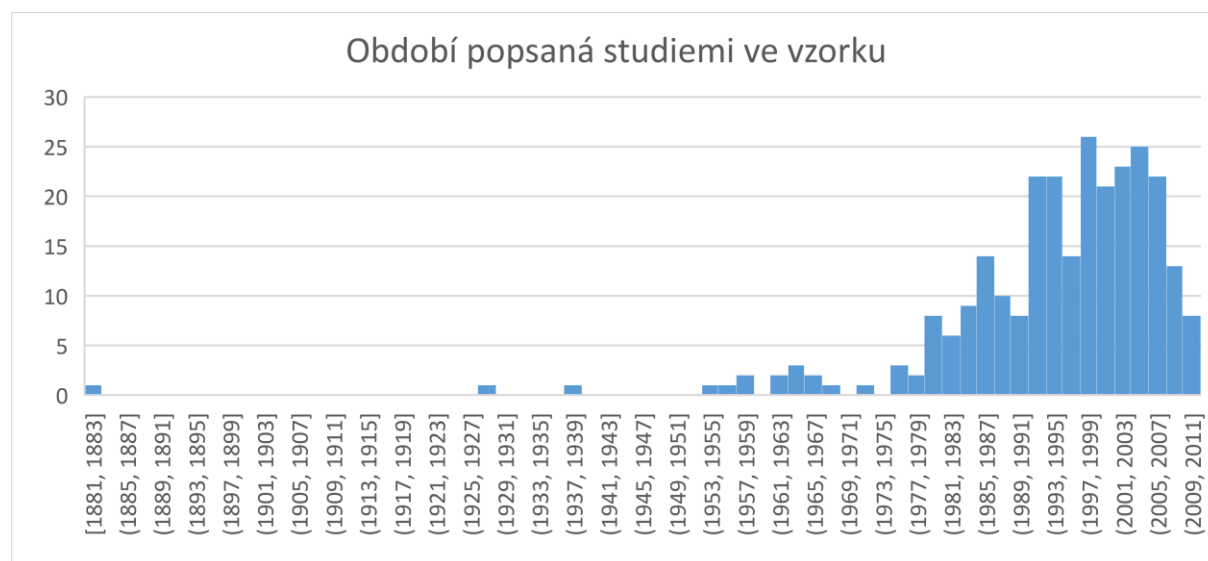
zvláště proto, že dvě z novějších meta-analýz v našem přehledu, které jsou zároveň statisticky nejpokročilejší, se na ni spolehly také. Jedná se o Wanga a Shailera (2015) a Heugense a kol. (2009), ale také Daltona a kol. (2003). Boyd a Solarino (2016) použitý algoritmus neuvádějí, v jejich případě však byla důležitější obsahová analýza a statistické výsledky se objevily pouze v příloze.

5.8 Data

Námi využitá data čerpají ze 157 studií obsahujících 514 efektů týkajících se souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Cca třetina studií (59) reportovala jeden efekt⁵⁷, a zatímco nejtypičtější počet byl 1 – 3 efekty, Gadhoum, a kol. (2005) zvládli vyprodukovat dokonce 40 relevantních efektů. Bijmont a Pieters (2001, cit. z Heugens a kol., 2009, s. 494) ukázali, že je vhodnější zahrnout jednotlivé efekty reportované v primárních studiích, namísto reprezentování jedné studie jedním kompozitním/souhrnným efektem.

Studie z našeho vzorku byly publikovány mezi lety 1968 – 2016, popisují časové období od roku 1862 po rok 2014, přičemž data z doby před rokem 1950 jsou raritní. Po lépe popsanych 50. a 60. letech 20. století přišla hůře zpracovaná 70. léta s následným velkým, víceméně kontinuálním růstem až do dnešní doby. Níže uvedený graf trpí tím nedostatkem, že pro účely statistického zpracování reprezentuje studii zkoumající delší časové období bod představující střed tohoto období. Rok 1881 tak ve skutečnosti znamená období 1862-1900. V ostatních případech není zkreslení tak výrazné, typická délka, zkoumala-li studie delší časové období, byla do 5 let, výjimečně pak 10 nebo 12 let. Četnosti na svislé ose představují jednotlivé efekty.

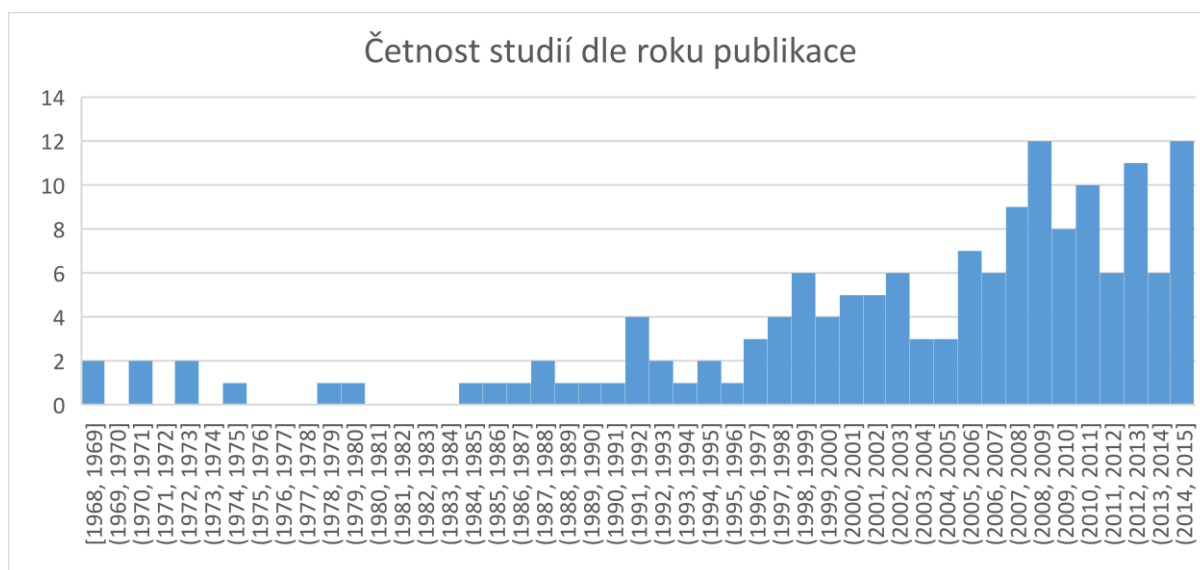
Obr. č. 12: Období popsaná studii ve vzorku



S kvalitou popisu daného období samozřejmě úzce souvisí vývoj počtu publikací na dané téma v čase. Po prvotním zájmu na sklonku 60. let a mírném zájmu v letech následujících se tématu dostalo rostoucí pozornosti zvláště od 90. let 20. století. Četnosti na svislé ose představují publikace.

⁵⁷ Měli bychom zde mít na paměti, že se vyjadřujeme k efektům vlastnické struktury na výkonnost podniku. V našem vzorku jsou však i studie, které se primárně zaměřovaly na jiný výzkumný problém, koncentrace vlastnictví nebo identita vlastníka pro ně byly pouze kontrolní proměnnou, jejíž vztah k výkonnosti, která mohla být také pouze kontrolní proměnnou, byl například reportován v obvyklé matici korelace všech proměnných se všemi. Tento postup je u meta-analýz obvyklý, např. Dalton a kol. (2003) se k tomuto vyjadřují na s. 16.

Obr. č. 13: Četnost studií dle roku publikace



Studie ve vzorku popisují celkem 47 zemí nebo jejich kombinací. Některé studie se věnují více zemím, v takových případech pak rozlišujeme, zda se reportovaný efekt vztahuje k jedné konkrétní zemi nebo k více zemím. Protože zároveň země rozdělujeme do tzv. právních okruhů podle jejich právních systémů, hraje v případě dat popisujících více zemí roli, zda je možno všechny země přiřadit jednomu právnímu okruhu. V opačném případě jsou z tohoto pohledu tyto efekty považovány za „MIX“. Ostatní hodnoty, jichž může proměnná právní systém nabývat, jsou: asijsko-germánský, kontinentální evropský, angloamerický, francouzský, germánský a skandinávský. V případě Ghany a Palestiny se nepodařilo s určitostí zjistit hlavní pramen práva, proto nebyly efekty vztahující se k těmto zemím brány v potaz ($N = 9$), nevstoupily do naší meta-analýzy. Zdroje práva sharija a socialistické právo byly v tomto ohledu ignorovány; typicky se vyskytovaly v kombinaci s jiným pramenem práva. Také nemáme informace indikující, že by právo sharija ovlivňovalo instituty správy společností a vírou autora je, že relevantní ustanovení socialistického práva byla ve všech zemích vyskytujících se ve vzorku nahrazena během transformací dotčených ekonomik na tržní. Příkladem je, vedle zemí střední a východní Evropy, i Mongolsko (více v Částek a kol., 2018). Právní systémy jsme ještě dále kategorizovali na anglo-saský, kontinentální a MIX.

Na úrovni popisu zkoumaných zemí bude vhodnější uvádět četnosti vztahující se k efektům a ne studiím. Připomeňme, že není výjimkou, aby jedna studie zkoumala více zemí a reportovala výsledky za jednotlivé země odděleně. Nejčastěji zkoumanou zemí tak byly USA (92 efekty), následovány Čínou (55). K anglosaským zemím se vztahovalo 227 efektů, ke kontinentálním pak 238. 49 efektů se vztahovalo k z pohledu zdroje práva nehomogenním vzorkům (klasifikovány jako MIX). Podrobnější informace jsou v Příl. č. 2.

K imputaci jsme využili následujících postupů. V první řadě bylo r dopočítáno tam, kde byly k dispozici statistiky t a df . Pro stále chybějící hodnoty byly přidány beta koeficienty, v souladu s Bowmanem (2012) jen zkopírovány. Pokusili jsme se také převést nestandardizované b koeficienty na beta koeficienty pro studie, které reportovaly směrodatné odchylky závisle a nezávisle proměnných. Zde jsme ale selhali, v mnohých případech byly dosažené hodnoty mimo interval $<-1;1>$, což je pro standardizovaný koeficient neakceptovatelné. Je možné, že směrodatné odchylky závisle a nezávisle proměnných reportované před samotnými analýzami byly odlišné od směrodatných odchylek těchto proměnných v analýzách kvůli odlišnému počtu zpracovaných případů. Na začátcích studií se směrodatné odchylky uvádí obvykle za všechny dostupné případy, zatímco ve vícerozměrných

analýzách mohou být využity pouze případy, které nemají chybějící hodnoty⁵⁸ ani v jiných (kontrolních) proměnných. Rezignováním na převod nestandardizovaných koeficientů na standardizované jsme přišli celkem o 32 možných dalších reportovaných efektů. Dále jsme nebyli schopni dopočítat efekty u analýz rozptylu, žádná ze studií využívajících tento research design nereportovala součty čtverců odchylek mezi skupinami a celkové součty čtverců odchylek a byly reportovány pouze statistiky F a df . Tímto jsme přišli o 27 možných dalších reportovaných efektů. Bivariační r jsme získali přímo v 171 případech, pomocí imputačních metod jsme byli schopni vyčíslit efekt u 343 případů. Selekční opomenutí způsobené neschopností vyčíslit efekt je tak 59 efektů z 573 (59 + 514), tj. cca 10 %.

5.9 Hypotézy a model

Podle Fielda a Gilletta (2010) má meta-analýza tři hlavní důvody použití: 1. odhad „pravdivého vztahu“ (underlying population effect) a jeho variability, 2. posouzení variability tohoto vztahu napříč primárními studii, 3. analýza moderátorů. My se budeme soustředit na první a především třetí bod, přičemž i Field a Gillett (s. 666) víceméně vysvětlují druhý bod jako opodstatnění potřeby třetího bodu (v dané meta-studii). Za tímto účelem musíme konkretizovat hypotézy a následně i ověřovaný model.

Z naší dosavadní rešerše vyplynulo, že můžeme očekávat souvislost mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku. Vlastnickou strukturu vnímáme vzhledem k naší rešerši jako koncentraci vlastnictví a jednotlivé vlastnické identity, přičemž koncentrace vlastnictví je pro nás primární. První hypotéza se bude týkat odhadnutí „pravdivého vztahu“ mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. S ohledem na fakt, že z rešerše vyplynula řada důvodů jak pro pozitivní, tak negativní směr, je tato hypotéza nesměrovaná:

H1: Existuje souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku.

Z rešerše vyplynulo, že identita vlastníka je další velmi důležitou charakteristikou struktury vlastnictví. Proto předpokládáme, že kontrola identity vlastníka ovlivňuje efekt reportovaný primárními studii. Při očištění od vlivu identity vlastníka by pak reportované efekty měly být silnější: např. pokud státní vlastnictví ubližuje výkonnosti podniku a individuální vlastnictví naopak výkonnost zvyšuje, bude bez kontroly identity vlastníka průměrná výše reportovaných efektů konvergovat k nule. Čtenář si může povšimnout, že H2 a následující jsou již analýzami moderátorů.

H2: Kontrola identity vlastníka má pozitivní vliv na sílu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

V našem souboru se objevilo cca 80 různých způsobů operacionalizace koncentrace vlastnictví. V tomto počtu jsou však jako unikátní zahrnuty i nelineární členy, tedy například $T1 * T1$ nebo $T1$ v intervalu 0-30 % a podobně. Dalším zdrojem variability měření koncentrace vlastnictví byly při využití sčítání podílů významných vlastníků (blockholderů) různé prahy pro určení, zda je vlastník významný (typicky 5 %). V mnoha případech se také jednalo o logaritmické transformace nebo transformace v souladu s Demsetzem a Lehnem (1985, s. 1163), kdy se proměnná ze své podstaty ohraničená do intervalu $<0;100>$ převádí na neohraničenou. V podstatě je však možné použité přístupy rozdělit do čtyř kategorií: Herfindahlův index (HI), Tx , blockholdeři (Block) a ostatní. K prvním třem kategoriím jsme podali více informací v kapitole Měření koncentrace vlastnictví. V kategorii ostatní se vyskytly Cubbin-Leech index ($N = 1$), počet vlastníků ($N = 2$), počet akcií ku počtu vlastníků ($N = 1$) a rozdělení na vlastnický a manažersky řízené podniky ($N = 23$). Protože způsob operacionalizace koncentrace vlastnictví může vnést do reportovaných efektů značnou heterogenitu (vliv měření koncentrace vlastnictví diskutovali např. Cubbin a Leech, 1983), formulujeme následující hypotézu:

H3: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována operacionalizací koncentrace vlastnictví.

⁵⁸ Rozdíl mezi pairwise a listwise přístupem k chybějícím hodnotám.

Jak ukázal ve své meta-analýze Steigenberger (2014, s. 54) na příkladu teorie zdrojové závislosti, volba měřítka výkonnosti může ovlivnit typicky nalézanou sílu souvislosti. Gugler a kol. (2008) preferují marginální/mezní q , které podle nich zajistí zachycení kauzality koncentrace vlastnictví => výkonnost podniku bez dalších metodických opatření (simultánní rovnice apod.). Podle Hana a Suka (1998) se především rané studie zaměřují na Tobinovo Q , které zároveň pokládají za příliš ovlivněné různými „šumy“. V našem souboru byla výkonnost podniku operacionalizována zhruba 40 způsoby. Tyto lze rozdělit v souladu s kapitolou Měření výkonnosti na finanční a provozní nebo na účetní ($N = 746$), tržní ($N = 176$), smíšené ($N = 336$) a provozní ($N = 147$). Protože i způsob operacionalizace výkonnosti může vnést do reportovaných efektů heterogenitu, je vhodné jej kontrolovat (typické pro meta-analýzy, které níže představujeme, např. Wang a Shailer, 2015, Heugens a kol., 2009, Dalton a kol., 2003). Formulujeme proto hypotézu:

H4: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována operacionalizací výkonnosti podniku.

Jak jsme zmínili výše, naše data popisují 50 zemí, které lze rozčlenit do těchto právních okruhů: asijsko-germánský, kontinentální evropský, angloamerický, francouzský, germánský a skandinávský. Další hodnotou je mix, kdy se efekt vztahuje k více zemím a není možné všechny zařadit do jediného právního okruhu. Alternativní členění je na anglo-saský, kontinentální a mix. U dvou zemí se nepodařilo jednoznačně určit zdroj práva v námi požadovaném smyslu (Ghana, $N = 8$, Palestina, $N = 1$). Sánchez-Ballesta a García-Meca (2007) sice také rozlišují pouze na úrovni právního systému (používají kategorie market-based a control-based systém), nicméně zároveň přiznávají, že jednotlivé země se od sebe mohou lišit v otázkách zákonných ustanovení, daňového systému, charakteristikách kapitálových trhů, kultury, historie a dalších, jako jsou transakční náklady nebo do jaké míry je daná ekonomika tržní či plánovaná. My se budeme vybraným aspektům věnovat níže (vymahatelnost práva, kulturní odlišnosti...), zde formulujeme hypotézu:

H5: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku podniku může být moderována právním systémem.

Metoda odhadu modelu a využitý koeficient účinku v primární studii jsou vedle operacionalizace závisle a nezávisle proměnných dalšími metodickými aspekty, které mohou silně ovlivnit velikost reportovaného efektu. Konkrétních metod odhadu modelů v námi řešených primárních studiích je příliš mnoho. Sahají od jednoduchých korelací (Pearsonův nebo Spearmanův koeficient) přes analýzy průměrů nebo rozptylů a metody nejmenších čtverců (ordinary least squares) či vážených nejmenších čtverců (weighted least squares) po fixní a náhodné modely, general moments method, two-stage least squares nebo three-stage least squares modely. Pro nás však bude nejdůležitější, zda byl efekt očištěn od případné reverzní kauzality, tedy zda byl ošetřen problém endogeneity (ano ve 32 případech), zda byl do modelu v primární studii zařazen i nelineární člen (ano v 88 případech) a zda je reportovaný efekt očištěn o další možné vlivy, tedy zda byl efekt extrahován z vícerozměrného modelu nebo je výsledkem bivariační korelace. Zařazením členu vyjadřujícího jakým způsobem jsme vypočítali bivariační r do naší rovnice, kontrolujeme možnou variabilitu vnesenou do dat tím, že jsme akceptovali různé metody odhadu modelu v primárních studiích. Velikost efektu jsme pak získali buď přímo v podobě bivariačního r , nebo převodem ze statistiky t či z beta koeficientu. Hypotézu formulujeme jako nesměrovanou:

H6: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována způsobem, jakým byla získána hodnota efektu.

V případě endogeneity předpokládáme, že efekt vlastnické struktury na výkonnost podniku bude nižší, pokud bude očištěn o zpětnou kauzalitu:

H7: Kontrola problému endogeneity má negativní vliv na sílu souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Vliv zařazení nelineárního členu budeme predikovat jako nesměrovaný:

H8: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie vzala v potaz možnou nelinearitu.

Nejčastějším výzkumným designem v primárních studiích byly vícerozměrné metody, kdy vliv vlastnické struktury na výkonnost byl očištěn o řadu dalších vlivů. To má důsledky, které jsme diskutovali v části Kontrolní proměnné. V našem vzorku jsme díky otevřenému kódování identifikovali cca 190 různých kontrolních proměnných. Podle toho, co měly tyto proměnné za úkol vyjádřit, je lze rozdělit do několika skupin: velikost podniku (typicky celková aktiva), odvětví, riziko na úrovni firmy (typicky dluh k aktivům), charakteristiky správy společností (vlastnické podíly v rukou členů správních orgánů, zřízené komise a jejich charakteristiky...), kapitálová struktura a struktura výdajů (podíl hmotných aktiv, podíl výdajů na výzkum a vývoj...), charakteristiky země (země jako kontrolní proměnná, růst HDP dané země, rok jako kontrolní proměnná...), a další charakteristiky vlastnické struktury (příslušnost k holdingu, insider vlastnictví neupřesněné na správní orgány, blíže nespecifikovaná přítomnost blockholdera...). Alternativně by bylo možné zařadit některé konkrétní proměnné samostatně, například zcela nejčastější kontrolní proměnnou byl logaritmus celkových aktiv, dále poměr dluhu k aktivům nebo věk firmy. Naopak jsme v dosavadním výčtu vynechali řadu kontrolních proměnných, které nespádaly do definovaných skupin a jejichž četnost byla nízká: podíl nebankovního dluhu (N = 2), podíl nemovitostí k celkovým aktivům (N = 1), zda došlo ke změně strategie společnosti (N = 2). Můžeme tedy formulovat sadu hypotéz, které navazují především na kapitulu Kontrolní proměnné:

H9: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala velikost podniků.

H10: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala odvětví, ve kterých podniky působí.

H11: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala rizikovitost podniků.

H12: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala kapitálovou a výdajovou strukturu podniků.

H13: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala charakteristiky správy společností na úrovni podniků.

H14: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala charakteristiky dané země.

H15: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, zda primární studie kontrolovala ostatní charakteristiky vlastnické struktury.

Vyjádření časové dimenze je možné v zásadě dvěma způsoby: rokem, kdy byla studie publikována a rokem, ke kterému se reportovaný efekt vztahuje. Sice se jedná o dvě rozdílné charakteristiky, ale je přirozené, že spolu do značné míry korelují ($r_s = 0,836$, $p < 0,001$, $N = 514$), ve finálním modelu proto

může být jen jedna z nich. Zatímco rok publikování studie souvisí hlavně se sofistikovaností použitých metod, což náš model již vystihuje (kontrola endogeneity, linearity, zda se jednalo o vícerozměrný model), rok, ke kterému se efekt vztahuje, lépe vystihuje institucionální a ekonomické podmínky. Do modelu tedy zařadíme tuto proměnnou, přičemž v mnoha případech byl v primárních studiích použit panelový design. Pak tato proměnná označuje střed zkoumaného období. Nejstarší data v našem vzorku pocházela z období 1862-1900, nejmladší sahala do roku 2012. Pokud byl použit panelový design, typické rozpětí dat bylo čtyři až pět let, 38 let jako v případě nejstarších dat je extrémní hodnotou. Hypotézu o vlivu časové dimenze formulujeme jako nesměrovanou:

H16: Souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být moderována tím, k jakému období se primární studie vztahuje.

Vliv právního systému jsme již do zkoumání zařadili, nicméně operacionalizace způsobem identifikování zdroje práva je poměrně hrubá. Řada autorů proto zařazuje pro tento účel různé indexy vyjadřující kvalitu právního prostředí dané země. Jedním z nich je vymahatelnost právních institucí (Rule of Law), který popisuje prostředí, v němž se podniky pohybují a v němž činí svá rozhodnutí. Hrubý překlad do českého jazyka by mohl být „právní stát“, vzhledem k oblasti našeho zájmu však budeme tento konstrukt vnímat úžeji a v souladu s La Porta a kol. (1997), kteří uvádějí, že se jedná o „kvalitu prosazování práva“. Hodnoty námi použité byly reportovány v La Porta a kol. (1997), jedná se o průměry z let 1982-1995, jejichž zdrojem byl *International Country Risk Guide*⁵⁹. Index je konstruován na škále 0 – 10, kde nižší hodnota znamená horší vymahatelnost práva. Je zřejmé, že vymahatelnost právních institucí je jednou z proměnných, které nepochází přímo z primárních studií a jejíž vliv umožňují zkoumat jen pokročilejší meta-analytické modely a jejich softwarové implementace. Nabízí se ještě možnost sledovat, zda daná primární studie při výpočtu reportovaného efektu kontrolovala vymahatelnost práva. To lze však předpokládat jen u studií zkoumajících více zemí najednou, jakých je v našem vzorku relativně málo. Li a kol. (2013) používají vymahatelnost právních institucí jako kontrolní proměnnou také, na rozdíl od nás se ale spoléhají, co se ochrany vlastníků týče, na Anti-self-dealing index (viz Djankov a kol., 2008) a ne na Anti-director rights index jako my níže. Protože vymahatelnost práva může být vnímána jako alternativa ke koncentraci vlastnictví, formulujeme příslušnou hypotézu jako směrovanou:

H17: Úroveň vymahatelnosti právních institucí bude negativně ovlivňovat sílu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Vymahatelnost právních institucí je tedy pouze stránkou kvality právního prostředí dané země. Druhou stránkou je, zda vhodné instituce vůbec existují. Za instituce nejlépe se vztahující k tomu, jakým způsobem může struktura vlastnictví působit na výkonnost, považují La Porta a kol. (1996) následující: 1. zda může být vlastník při výkonu svých práv na valné hromadě zastoupen, 2. zda musí vlastník své akcie před konáním valné hromady deponovat⁶⁰, 3. zda je umožněna tzv. kumulativní volba⁶¹, 4. zda je právo minoritního vlastníka svolat mimořádnou valnou hromadu přiznáno i vlastníkům s méně než

⁵⁹ Cena za aktuální data pro více zemí by byla 6 285 USD (<http://epub.prsgroup.com/products/icrg/international-country-risk-guide-icrg>). Nicméně ani La Porta a kol. (1997) nepovažují tento index v rámci jednotlivých zemí za podléhající vývoji se zásadními zlomy. Výhodou aktualizace dat by byla hlavně možnost zahrnutí více zemí, než jen těch reportovaných v La Porta a kol. (1997), tedy především postkomunistických zemí. V těch by ale naopak kvůli rychlému institucionálnímu vývoji bylo třeba rozlišovat na úrovni jednotlivých let.

⁶⁰ Aplikace takového požadavku může komplikovat účast na valné hromadě a některé vlastníky může od této účasti odradit, obvykle drobnější, v anglosaském prostředí tedy typicky individuální vlastníky.

⁶¹ Na jednu akcii připadá jeden hlas násobeno počtem členů rady ředitelů. Kumulativní volba znamená, že vlastník i jedné akcie může dát více hlasů jedinému kandidátu na členství v radě ředitelů. Opět bývá preferováno menšími, typicky individuálními, vlastníky.

10 %ním podílem, 5. zda existují ustanovení umožňující minoritnímu vlastníku odvolat se vůči konkrétním rozhodnutím managementu (rady ředitelů) k soudu. Index může nabývat hodnoty 0 – 5, kde vyšší číslo znamená vyšší ochranu vlastníků proti managementu (Antidirector rights). Název La Porta a kol. (1996) Antidirector rights bychom měli přeložit jako Ochranu vlastníků, ale zdůrazníme, že 3., 4. a 5. bod jsou ochranou především minoritních vlastníků.

Index vymahatelnosti právních institucí využívají i Heugens a kol. (2009). Upozorňují však na problém rozdílu ochrany vlastníků *de jure* a *de facto*. Vlastníci mohou požívat vysoké ochrany *de jure*, tedy potřebné instituce v daném právním systému existují. Může však být rozdíl v jejich skutečném uplatňování, například z důvodu nedostatečných kapacit soudů a podobně. Heugens a kol. (2009) ukazují na příkladech asijských zemí výrazné rozdíly ve faktické ochraně (minoritních) vlastníků. V našem případě se index Vymahatelnost právních institucí vztahuje k ochraně *de facto* a index Ochrana minoritních vlastníků k ochraně *de jure*. Vzhledem k tomu, že obojí lze operacionalizovat mnoha různými způsoby (viz např. Wang a Shailer, 2015, s. 205), zavedeme níže ještě index GMI. Podobně jako u vymahatelnosti práva budeme považovat míru ochrany minoritních vlastníků za mechanismus alternativní ke koncentraci vlastnictví, proto budeme příslušnou hypotézu formulovat jako směrovanou pro koncentraci vlastnictví a nesměrovanou pro identitu vlastníka:

H18: Úroveň ochrany minoritních vlastníků bude negativně ovlivňovat sílu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Index společnosti Governance Metrics International jsme již zmiňovali v rešeršní části. Jedná se o komplexnější vyhodnocení kvality správy společností. V tomto indexu je dle Bauera a kol. (2008) využito zhruba 500 proměnných ke konstrukci jediné hodnoty, která se může pohybovat na škále od 1 – 10, kde 1 je nejhorší hodnota a 10 nejlepší. GMI vypočítává index jak pro jednotlivé podniky, tak pro země či regiony. Zatímco La Porta a kol. (1996, 1997) výše zkonstruovali svůj index ochrany minoritních vlastníků nebo Gompers a kol. (2003) zkonstruovali svůj „Governance Index“ na základě existence 24 vybraných předpisů v oblasti správy společností, GMI je nabízen s již vypočítanými hodnotami. Nevýhodou využití GMI je, že na úrovni zemí nevyhodnocuje země s méně než 10 pozorováními, což vyřazuje například Českou Republiku. Využití GMI je tedy určitou alternativou k indexu ochrany minoritních vlastníků od La Porta a kol. (1997). Ve svých pracích využili ke zkoumání souvislosti mezi správou společností a výkonností podniků například Bauer a kol. (2008) nebo Amman a kol. (2011).⁶² Data pro naši studii čerpáme z vydání GMI ze srpna 2010.⁶³ Opět budeme úroveň správy společností v dané zemi považovat za alternativu koncentrace vlastnictví a příslušnou hypotézu budeme formulovat jako směrovanou:

H19: Úroveň správy společností bude negativně ovlivňovat sílu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Hrubý domácí produkt na obyvatele je jedním z nejčastěji uváděných ukazatelů vyspělosti daného státu a životní úrovně, přičemž pokud je HDP uváděn v paritě kupní síly, zohledňuje životní náklady a míru inflace. Životní úroveň může výrazně ovlivnit způsob, jakým se ekonomické subjekty chovají. HDP na obyvatele také výrazně souvisí s vymahatelností práva, což je důvod, proč La Porta a kol. (1997) tento ukazatel vyřazují ze svých kontrolních proměnných. V našem případě však můžeme HDP na obyvatele jednak identifikovat pro více zemí, jednak můžeme HDP na obyvatele definovat pro jednotlivé roky zvlášť. Vycházíme přitom z údajů Světové banky a musíme se spolehnout na HDP na obyvatele v cenách roku 2010 (USD) bez přepočtu podle parity kupní síly, protože tento údaj poskytuje

⁶² Amman a kol. podrobně rozebírají rozdíly mezi indexem GMI a konkurenčním indexem ISS.

⁶³ Dostupné online, staženo 31. 8. 2017 z

http://www.gmiratings.com/Images/GMI_Country_Rankings_as_of_10_27_2010.pdf.

Světová banka v časové řadě od roku 1960, kdežto v případě PPP až od roku 1990⁶⁴. Heugens a kol. (2009) nebo Li a kol. (2013) HDP na obyvatele používají jako kontrolní proměnnou také, i v jejich případě bez přepočtu dle parity kupní síly. Související hypotézu budeme formulovat jako nesměrovanou.

H20: Velikost HDP na obyvatele bude ovlivňovat sílu souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Tržní kapitalizace představuje sumu tržních kapitalizací všech domácích podniků veřejně obchodovaných v dané zemi. Jedná se tedy o:

$$\text{Tržní kapitalizace} = \sum_i N_i * P_i \quad (13)$$

kde N je počet obchodovaných akcií podniku i,
P je cena akcie podniku i,
i značí daný podnik.

Tržní kapitalizace nebo také velikost trhu úzce souvisí s jeho likviditou, tedy schopností rychle prodat akcie bez výrazného vlivu na jejich cenu. Čím likvidnější trh je, tím je menší rozdíl v prodejní ceně při „rychlém“ a „pomalém“ prodeji. Reakcí na cenu lze měřit likviditu obchodovaného titulu, tržní kapitalizací lze pak aproximovat likviditu trhu. Likvidnější trh by měl být efektivnější při alokaci kapitálu a měl by více podporovat ekonomickou aktivitu. Pro naše účely použijeme poměr tržní kapitalizace k HDP (stejně jako Heugens a kol., 2009), tedy likviditu trhu vztáhneme k objemu ekonomických aktivit, pro které by měl poskytnout prostor. Data pochází opět od Světové banky⁶⁵. Velikost trhu v poměru k HDP použili jako kontrolní proměnnou například i Li a kol. (2013). Protože likvidnější trhy by měly eliminovat některé z nákladů koncentrovaného vlastnictví (Maug, 1998), budeme související hypotézu formulovat jako směrovanou:

H21: Tržní kapitalizace bude negativně ovlivňovat sílu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

Míra individualismu, nebo také „stupeň integrace členů společnosti do skupin“ (Hofstede, 1980) může ovlivňovat celou řadu prvků správy společností nebo chování účastníků ekonomických transakcí. Může ovlivňovat míru ztotožnění zastupujícího se zastupovaným, zda se bude chovat v módu předpokládaném teorií zastupitelnosti nebo teorií správcovství, může ovlivňovat postoj k riziku (Li a kol., 2013), atd. Vzhledem k nedostatku předchozích prací v této oblasti budeme formulovat související hypotézu jako nesměrovanou:

H22: Míra individualismu bude ovlivňovat sílu souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

I míra vzdálenosti moci, nebo také „míra, do jaké méně mocní členové institucí a organizací dané země očekávají a akceptují, že moc je rozdělena nerovnoměrně“ (Hofstede, 1980) souvisí s řadou prvků správy společností. Již Davis a kol. (1997) predikovali, že „lidé v kulturách s malou vzdáleností moci si spíše vytvoří vztah principál-správce než lidé z kultur s velkou vzdáleností moci“. Vzdálenost moci ale nemusí ovlivňovat jen vztah mezi zastupujícím a zastupovaným, podle Abeho a Iwasakiho (2010) hraje roli třeba i ve způsobu výkonu práce generálního ředitele a v tom, jak se osobnost generálního ředitele promítne do výkonnosti podniku. Přesto budeme opět vzhledem k nedostatku předchozích prací v této oblasti formulovat související hypotézu jako nesměrovanou:

H23: Míra vzdálenosti moci bude ovlivňovat sílu souvislosti mezi vlastnickou strukturou a výkonností podniku reportovanou primárními studii.

⁶⁴ Dostupné online, staženo 31. 8. 2017 <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD>

⁶⁵ Dostupné online, staženo 31. 8. 2017 <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

5.9.1 Specifikace modelu

Model, který budeme odhadovat, tedy můžeme zapsat podobně jako Wang a Shailer (2015, s. 209) takto:

$$r_{is} = \beta_0 + \beta_1 * \text{StudyID} + \beta_2 * \text{Identita vlastníka} + \beta_3 * \text{Operacionalizace koncentrace} + \beta_4 * \text{Operacionalizace výkonnosti} + \beta_5 * \text{Právní systém} + \beta_6 * r_t_b + \beta_7 * \text{Endogeneita} + \beta_8 * \text{Nelinearita} + \sum \beta_k * K_k * \text{Kontrolní proměnné} + \beta_{16} * \text{Období} + \beta_{17} * \text{Vymahatelnost práva} + \beta_{18} * \text{Ochrana minoritních vlastníků} + \beta_{19} * \text{GMI} + \beta_{20} * \text{HDP na obyvatele} + \beta_{21} * \text{Tržní kapitalizace} + \beta_{22} * \text{Individualismus} + \beta_{23} * \text{Vzdálenost moci} + \varepsilon_{is}$$

kde

r_{is} je velikost s -tého efektu v i -té primární studii,

K_k je vektor proměnných, u kterých nás zajímá, zda primární studie kontrolovaly jejich vliv. k může nabývat hodnoty od 9 do 15 pro tyto proměnné: velikost podniku, odvětví, rizikovost podniku, kapitálová a výdajová struktura podniku, správa společností na úrovni podniku, charakteristiky země, ostatní charakteristiky vlastnické struktury,

ε_{is} reprezentuje chybovou složku modelu,

ostatní proměnné jsou specifikovány navazující na výše formulované hypotézy v následující tabulce.

5.9.2 Operacionalizace proměnných

Následující tabulka shrnuje proměnné zahrnuté do modelu – jedná se o jejich seznam, operacionalizaci a o zdroje hodnot v případě, že nejde o proměnné extrahované při kódování primárních studií.

Tab. č. 3: Seznam a operacionalizace proměnných

Proměnná	Operacionalizace, zdroj
r	Bivariační r nebo imputováno podle vzorců (5), (6), (7), (8) v subkapitole Metaanalýza – Metoda – Míra efektu
StudyID	Kód primární studie. Nominální proměnná s mnoha kategoriemi.
Identita vlastníka	Zda byl v primární studii při výpočtu daného r kontrolován vliv identity vlastníka nebo ne. Dichotomní proměnná, 1 = Ne, 2 = Ano.
Operacionalizace koncentrace	Nominální proměnná nabývající čtyř hodnot: 1 = Block, tedy měřítka založená na součtu podílů blockholderů. Blockholder může být definován různě, a to zvláště v souvislosti se zemí a obdobím, typický práh je však 5 %. 2 = Hlx, Herfindahlův index podílů x největších vlastníků nebo všech vlastníků. Vzorec (1) je v části Metodika – Měření koncentrace vlastnictví. 3 = Tx, součet podílů x největších vlastníků. 4 = Ostatní. Ostatní měřítka, např. vlastnicky vs. manažersky ovládané podniky.
Operacionalizace výkonnosti	Nominální proměnná nabývající čtyř hodnot: 1 = účetní ukazatel (typicky ROA, ROE) 2 = tržní ukazatel (typicky price to book ratio, abnormal returns, total shareholder return) 3 = smíšené ukazatele (typicky Tobinovo Q, EVA) 4 = ukazatel provozní výkonnosti (typicky produktivita)
Právní systém	Hlavní zdroj práva dané země. Nominální proměnná nabývající tří hodnot: 1 = Anglosaský systém 2 = Kontinentální systém 3 = Smíšené (v případě, že se reportovaný efekt vztahoval k více zemím, které neměly jednotný zdroj práva)

r_t_b	Způsob, jakým byla získána hodnota daného r . Nominální proměnná nabývající tří hodnot: 1 = bivariační r 2 = vícerozměrný model, r získáno výpočtem z t a df dle vzorce (5) 3 = vícerozměrný model, r získáno z koeficientu beta dle vzorce (6)
Endogeneita	Zda byl v primární studii při výpočtu daného r zohledněn problém endogeneity. Dichotomní proměnná, 1 = Ne, 2 = Ano.
Nelinearita	Zda je hodnota daného r výsledkem nelineárního členu rovnice. Dichotomní proměnná, 1 = Ne, 2 = Ano.
Kontrolní proměnné	Zda byl v primární studii při výpočtu daného r kontrolován vliv následující proměnné. Dichotomní proměnná, 1 = Ne, 2 = Ano. Níže typická vyjádření.
velikost	celková aktiva nebo jejich logaritmus, tržby, tržní kapitalizace, počet zaměstnanců, tržní podíl
odvětví	dummy proměnné pro jednotlivá odvětví
riziko na úrovni podniku	cizí zdroje vůči celkovým zdrojům, cizí zdroje vůči vlastnímu jmění, směrodatná odchylka
kapitálová a výdajová struktura	hmotná aktiva k celkovým aktivům, kapitálové výdaje nebo výdaje na výzkum a vývoj nebo výdaje na reklamu k celkovým aktivům nebo k celkovým tržbám
charakteristiky správy společností na úrovni podniku	velikost správních orgánů, dualita generálního ředitele, nezávislost správních orgánů, genderová diversita, pohlaví gen. ředitele, různé indexy správy společností na firemní úrovni, existence komise pro interní audit, její nezávislost
charakteristiky země	růst HDP, země, rok, ekonomická svoboda
ostatní charakteristiky vlastnické struktury	zda je podnik součástí holdingu, chaebolů nebo keiretsu, zda došlo ke změnám vlastnické struktury
Období	rok, ke kterému se daný efekt vztahuje. V případě delšího období střed tohoto období. Intervalová proměnná.
Vymahatelnost práva ¹	ordinální proměnná na škále 0 – 10, vyšší hodnota znamená lepší vymahatelnost práva. Hodnoty pochází z International Country Risk Guide, převzaty z La Porta a kol. (1997).
Ochrana minoritních vlastníků	ordinální proměnná na škále 0 – 5, vyšší hodnota znamená vyšší ochranu minoritních vlastníků. Hodnoty pochází z International Country Risk Guide, převzaty z La Porta a kol. (1997).
GMI ¹	ordinální proměnná na škále 0 – 10, vyšší hodnota znamená vyšší kvalitu správy společností v dané zemi. Zdroj GMI Country rankings 2010.
HDP na obyvatele ¹	v USD roku 2010, intervalová proměnná, zdroj The World Bank, cit. 5. 2. 2018.
Tržní kapitalizace	podíl tržních kapitalizací všech veřejně obchodovaných domácích podniků k HDP, výpočet dle vzorce (13) v části Hypotézy a model, intervalová proměnná. Zdroj The World Bank, cit. 29. 1. 2018.
Individualismus ¹	míra individualismu dle G. Hofstedeho, vyšší hodnota znamená vyšší individualismus, intervalová proměnná, zdroj Hofstede Insights.
Vzdálenost moci	vzdálenost moci dle G. Hofstedeho, vyšší hodnota znamená větší vzdálenost moci, intervalová proměnná, zdroj Hofstede Insights.

¹ Takto označené proměnné byly v některých testech použity kvůli svému problematickému rozložení jako dichotomní proměnné s hodnotami 1 = pod mediánem a 2 = nad mediánem.

6 Analýzy a výsledky

6.1 Popisné statistiky

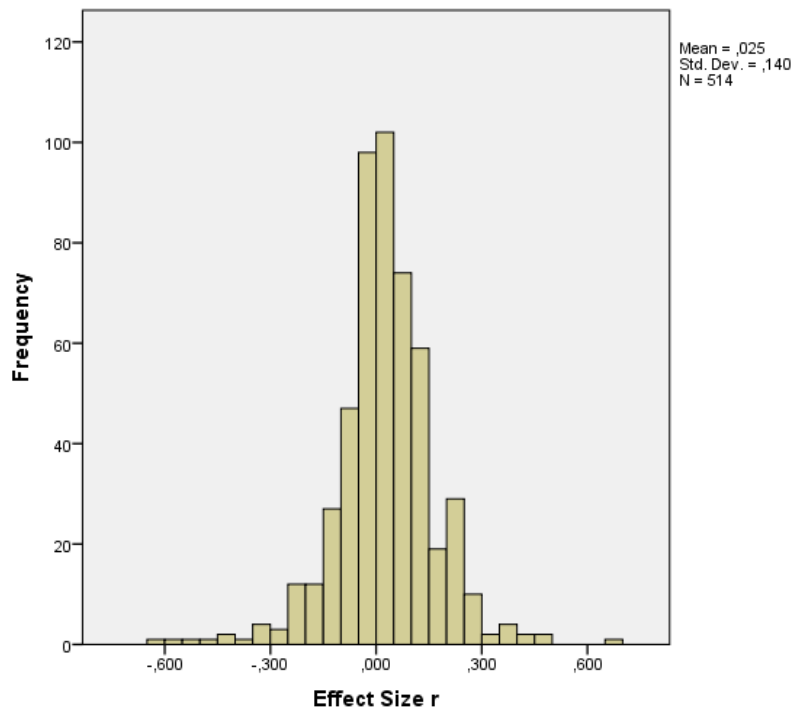
V našem vzorku je 514 efektů vztahujících se k nějaké míře koncentrace vlastnictví, pro které máme plné informace o míře účinku, velikosti vzorku primární studie, způsobu měření koncentrace vlastnictví a o většině dalších proměnných. Na prvním místě uvedeme jejich deskriptivní statistiky a provedeme základní meta-analýzu, následně pak provedeme analýzu moderátorů. Pro základní meta-analýzu potřebujeme efekty, u nichž známe velikost vzorku primární studie. Proto budeme nyní pracovat právě s 514 efekty splňujícími toto kritérium. V následných analýzách může být počet efektů nižší, protože námi použitá implementace (Field a Gillett, 2010) neumožňuje akceptovat chybějící hodnoty.

Tab. č. 4: Popisné statistiky efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví

		Celý soubor	Bivariační <i>r</i>	Imputováno z <i>t</i> a <i>df</i>	Imputováno z <i>beta</i>
N	Valid	514	171	302	41
	Missing	0	0	0	0
Mean		0,025	0,022	0,033	-0,028
Median		0,018	0,020	0,029	0,000
Mode		0,232	0,060	0,232	-0,140
Std. Deviation		0,140	0,156	0,129	0,144
Variance		0,020	0,024	0,017	0,021
Minimum		-0,623	-0,447	-0,623	-0,550
Maximum		0,662	0,662	0,381	0,240

Tab. č. 4 ukazuje popisné statistiky efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví jednak za celý soubor (N = 514), jednak za podskupiny dle způsobu, jakým byly efekty v primárních studiích převedeny na bivariační *r* (imputovány). Z tabulky je poměrně zřejmé, že efekty získané pomocí využití beta koeficientů jsou odlišné od efektů získaných přímo z bivariačního *r* nebo dopočítaných z *t* a *df* ($F = 3,502$, $df = 2$, $p = 0,031$). Tento problém ošetříme především v pozdější analýze moderátorů a testech robustnosti.

Obr. č. 14: Histogram četností efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví v celém souboru



Jak histogram četností, tak níže uvedený graf stonku a listů ukazuje, že data jsou poměrně normálně rozložena. Každý list reprezentuje dva případy (efekty), stoněk je třeba násobit 0,1, takže interpretace prvního řádku je, že v souboru je 16 pozorování (efektů) jež jsou menší nebo rovna -0,24, interpretace druhého řádku je, že deset pozorování je mezi hodnotami -0,20 a -0,10, přičemž jsou čtyři pozorování rovna přibližně -0,22, dvě přibližně -0,23 a ostatní čtyři hodnoty jsou označeny jako „fractional“, tzn. nedosahují četnosti dva.

Obr. č. 15: Graf stonku a listů efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví v celém souboru

Effect Size r Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
16,00	Extremes (= <-, 24)
10,00	-2 . 223&
12,00	-1 . 5899&
27,00	-1 . 01112233444
49,00	-0 . 55555666666666777788889999
96,00	-0 . 000000000001111111111122222222223333333333444444
102,00	0 . 0000000000000111111111112222222222333333333344444444
74,00	0 . 555555555666666666777777888888999999
59,00	1 . 0000000000111122222233334444
19,00	1 . 58889999&
29,00	2 . 01122333333444
10,00	2 . 556&
11,00	Extremes (>=, 32)

Stem width: ,100
Each leaf: 2 case(s)

& denotes fractional leaves.

6.2 Základní meta-analýza

Při tzv. počítání hlasů (představeno výše v subkapitole Meta-analýza – Metoda máme údaj o statistické významnosti pro 383 efektů, z nichž nacházíme 131 (34 %) statisticky nevýznamných na hladině $\alpha = 0,05$ a 119 (31 %) statisticky nevýznamných na hladině $\alpha = 0,10$. Statisticky významných záporných efektů je 61 (25,7 %) a statisticky významných kladných efektů je 155 (74,3 %). Dodejme, že omezíme-li se na statisticky významné efekty, pak je průměrná síla efektu (r_m) vyšší ($r_m = 0,056$ versus $r_m = 0,025$ v celém souboru). Jak upozorňuje Hendl (2009), není tato metoda zdaleka ideální, slouží pouze pro první vhled do problematiky. Přesnějším by bylo sčítání z-skóřů, které již zohledňují dosaženou hladinu statistické významnosti. Zde však v našem souboru nesplňujeme požadavek na nezávislost pozorování (máme až 40 efektů z jediné primární studie). Další možností je tak agregace velikosti účinku a test jejich homogenity. Možnosti jsme opět představili v kapitole Meta-analýza – Metoda a rozhodli jsme se pro model náhodných efektů pomocí Hunter-Schmidtovy metody.

Tab. č. 5: Model náhodných efektů podle Hunter-Schmidta pro koncentraci vlastnictví v celém souboru

```
***** HUNTER-SCHMIDT RANDOM-EFFECTS MODEL *****
MEAN EFFECT SIZE, LOWER & UPPER 95% CREDIBILITY BOUNDS, AND CHI-SQUARE TEST
  Mean r   Lower r   Upper r   Chi2      p      df
    ,014    -,139      ,167    3944,456  ,000   513,000

Sample Correlation Variance
    ,0070

Sampling Error Variance
    ,0009

Estimated Variance in Population Correlations
    ,0061
```

Podle modelu v Tab. č. 5 je odhadovaná korelace (efekt) v základním souboru $r = 0,014$, přičemž tento model je vysoce statisticky významný ($\chi^2(513) = 3944,456$, $p < 0,001$). Metoda Hunter-Schmidta produkuje takzvané intervaly důvěryhodnosti (credibility) namísto typických intervalů spolehlivosti (confidence). Vidíme, že i přes vysokou statistickou významnost je v 95 % intervalech důvěryhodnosti obsažena nula (-0,139; 0,167) a nelze tak s 95 % jistotou říci, zda je skutečný efekt v základním souboru záporný nebo kladný. Standardní intervaly spolehlivosti produkuje metoda Hedges-vevea, která pro model náhodných efektů uvádí dolní hranici 95% intervalu spolehlivosti (confidence) na 0,008, průměrný efekt 0,017 a horní hranici 0,026. Připomeňme, že intervaly spolehlivosti dle Hedges-vevea jsou typicky užší než intervaly důvěryhodnosti dle Hunter-Schmidta a že Hedges-vevea pracuje s Fisherovou transformací r na z (Field a Gillet, 2010), proto takové rozdíly v efektu odhadovaném pro základní soubor.

Z metody Hedges-vevea si vypůjčíme ještě test homogenity. Hedges-vevea umožňuje jak model fixních, tak náhodných efektů. Pro rozhodnutí, který model je vhodný, produkuje Q statistiku.

Tab. č. 6: Test homogenity pro koncentraci vlastnictví v celém souboru dle Hedges-vevea, model náhodných efektů

```
***** HEDGES-VEVEA FIXED-EFFECTS MODEL *****
HOMOGENEITY TEST: Q STATISTIC (Goodness of Fit)
  Chi2      df      p
  4257,334  513,000  ,000

***** HEDGES-VEVEA RANDOM-EFFECTS MODEL *****
HOMOGENEITY TEST: Q STATISTIC (Goodness of Fit)
  Chi2      df      p
  851,560   513,000  ,000
```

Na základě výsledků testů homogenity je v první části vidět, že je třeba se rozhodnout pro model náhodných efektů, statistika Q je totiž vysoce signifikantní ($\chi^2(513) = 4257,334$, $p < 0,001$). Takové rozhodnutí jsme však učinili a priori v souladu s Fieldem a Gillettem (2010) či Adesem a Higginsem (2005). Nicméně statistika Q je vysoce signifikantní i v případě modelu náhodných efektů ($\chi^2(513) = 851,560$, $p < 0,001$). Zahrnutí náhodných efektů sice snížilo hodnotu χ^2 na méně než třetinu, nicméně odchylky modelu od reality jsou stále značné. To je znakem potřeby analýzy moderátorů, které mohou tuto heterogenitu pomoci vysvětlit. K tomuto závěru jsme došli i a priori, na základě rešerše dostupné literatury, nyní jsme jej však empiricky potvrdili. Musíme mít ale na paměti i to, že statistika Q při vysokém počtu primárních studií detekuje heterogenitu „příliš snadno“ a není zcela adekvátní. Proto jsme spočítali i I^2 dle výše uvedeného vzorce. V našem případě vychází, že téměř 40 % modelem nevysvětlené variability je dílem heterogenity studií a ne náhody. I statistika I^2 tak podporuje model náhodných efektů a analýzu moderátorů.

6.3 Analýza moderátorů

Užívaný postup při odhadu komplexnějších modelů (např. víceúrovňových regresních modelů nebo i vícenásobné logistické regrese) je začít odhadem jednoduchého modelu, model dále budovat a kontrolovat, zda je složitější model dostatečně lepším odhadem závisle proměnné. Typicky se používají kritéria AIC, BIC, apod. Vzhledem k tomu, že nemáme k dispozici aparát, který by jednak produkoval tato kritéria, hlavně ale postupoval jako například algoritmy *stepwise*, *forward*, *backward*, budeme postupovat následovně: 1. odhadneme tzv. nulový model, 2. odhadneme modely vždy s jednou moderující proměnnou, 3. odhadneme model se všemi moderujícími proměnnými. Krok 1. jsme již splnili, nulový model je „prázdný model“ představený v základní analýze výše. Krok 2. provedeme nyní a na jeho konci shrneme, jak který moderátor přispívá k redukci nevysvětlené variability. Po třetím kroku porovnáme výsledky plného modelu se shrnutím po kroku č. 2. Třetí krok bude poněkud komplikovanější, jak uvidíme dále.

6.3.1 StudyID

Jedním ze základních problémů v meta-analýze je porušení nezávislosti pozorování, ke kterému téměř nevyhnutelně dochází. Velká část studií odhaduje vícero modelů. Příkladem je reportovaná bivariační souvislost zkoumaného jevu (korelace je velmi jednoduchým statistickým modelem), a zároveň reportování výsledku vícerozměrného modelu v té stejné primární studii. Přitom je velmi typické, že vícerozměrných modelů bývá kvůli dosažení robustnějších výsledků odhadnuto více, např. s různými kontrolními proměnnými, různými operacionalizacemi zkoumaných konstruktů nebo pro různé závisle proměnné. Neexistuje přitom pravidlo, který z reportovaných efektů do meta-analýzy zahrnout. Nejlepší porovnatelnost napříč studii nabízí bivariační r . To však není vždy reportováno a na rozdíl od vícerozměrných metod není očištěno o další vlivy a může tak být spíše výsledkem zdánlivé souvislosti, než je-li využita vícerozměrná metoda. Při zahrnutí všech reportovaných efektů, což je standardní postup, je ale porušen požadavek na nezávislost pozorování. S tímto se lze vypořádat pomocí víceúrovňového modelu (více např. Soukup, 2006). V našem případě tak učiníme způsobem doporučeným Fieldem a Gillettem (2010), a to zahrnutím proměnné identifikující, ke které primární studii daný efekt náleží. V našem vzorku pochází 514 efektů ze 157 studií.

Níže uvedená tabulka opakuje hodnoty prázdného modelu, shrnuje proměnné zařazené jako prediktory (1.000 = StudyID) a uvádí hodnoty modelu s tímto prediktorem. Konstanta v modelu je stejně jako v prázdném modelu vysoce statisticky významná ($t(356) = 5,711$, $p < 0,001$). Vysoce statisticky významný je i prediktor identifikující primární studii ($\chi^2(156) = 900,565$, $p < 0,001$). Poslední důležitou informací je variabilita modelem nevysvětlená. Při $\chi^2(357) = 430,037$, $p = 0,005$ je nevysvětlená variabilita ještě stále vysoce významná, velikost testové statistiky však významně poklesla z $\chi^2(513) = 851,560$ na uvedených $\chi^2(357) = 430,037$. Vzhledem k tomu, že se výrazně změnil i počet

stupňů volnosti, je třeba se orientovat podle statistické významnosti nevysvětlené variability, která se změnila z $p < 0,001$ v případě prázdného modelu na $p = 0,005$.

Výstup neuvádí beta koeficient pro proměnnou StudyID, což vyplývá z faktu, že použitá implementace nepředpokládá převádění nominálních proměnných s více kategoriemi na binární. V takovém případě pak souhrnný beta koeficient pro všechny kategorie nedává smysl. Stejně bohužel použitá implementace postupuje i u binárních kategorických proměnných. Za zmínku stojí, že průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$, kdežto po očištění od vlivu primární studie činí $r_m = 0,024$.

Tab. č. 7: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole StudyID

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==

OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = StudyID

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST
      Predictr  B-Coeff      Lower      Upper      Std Err      df      t      p
      ,000      ,024      ,016      ,032      ,004      356,000      5,711      ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2      df      p
      1,000      900,565      156,000      ,000

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2      df      p
      430,037      357,000      ,005
```

6.3.2 Identita vlastníka jako moderátor

Přestože je identita vlastníka velmi důležitou charakteristikou vlastnické struktury, ze studií zaměřujících se na vliv koncentrace vlastnictví⁶⁶ kontrolovalo vliv identity vlastníka jen 46 (8,9 %). Nebudeme tedy studovat vliv kontroly jednotlivých typů vlastnictví kvůli jejich nízkým četnostem (podnik 1,2 %, FDI 4,7 %, stát 3,5 %, individuální, zaměstnanecké a rodinné vlastnictví 3,5 %, institucionální a bankovní 4,7 %), ale pouze zda primární studie kontrolovala identitu vlastníka či ne. Při běžné analýze jsou pozorované rozdíly v průměrech a mediánech nízké a t-test i neparametrické testy nezamítají nulovou hypotézu o shodě průměrů/mediánů.

Stejný závěr můžeme učinit na základě analýzy kontroly identity vlastníka jako moderující proměnné. Konstanta v modelu je stále vysoce statisticky významná ($t(511) = 3,820$, $p < 0,001$), přitom ale jasně ukazuje tuto proměnnou jako statisticky nevýznamnou ($\chi^2(1) = 0,635$, $p = 0,426$). K redukci nevysvětlené variability téměř nedošlo ($\chi^2(512) = 846,092$, $p < 0,001$). Vzhledem k tomu, že moderátor na vysvětlovaný jev prakticky nepůsobí, je průměrná hodnota korelace v primárních studiích v prázdném modelu stejně jako v modelu s moderátorem ($r_m = 0,017$).

⁶⁶ Připomeňme ale, že vzorek obsahuje i výsledky studií, které reportovaly vliv koncentrace vlastnictví jen proto, že taková proměnná byla kontrolní proměnnou a nebyla cílem studie.

Tab. č. 8: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole identity vlastníka

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
      .000 = Constant
      1.000 = IdentCon

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      ,017      ,008      ,025      ,004  511,000  3,820  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

      Predictr  Chi2  df  p
      1,000      ,635  1,000  ,426

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      846,092  512,000  ,000

```

6.3.3 Operacionalizace koncentrace vlastnictví jako moderátor

Koncentrace vlastnictví může být vyjádřena mnoha způsoby. Jako základní jsme určili součet podílů blockholderů (Block, četnost 21 %), Herfindahlův index podílů buď blockholderů, x největších vlastníků nebo všech vlastníků (HI, 9 %), podíl x největších vlastníků (Tx, 67 %) a ostatní, např. rozdělení podniků na vlastnický ovládané a manažersky ovládané (OOC, 3 %). Běžná analýza rozptylu nachází statisticky významné rozdíly ($F(513) = 4,372$, $p = 0.005$) mezi studii využívajícími měřítko Block (průměrné $r_m = -0,01$) a studii využívajícími měřítko Tx (průměrné $r_m = 0,14$).

Podobný závěr můžeme vyslovit na základě analýzy moderačního efektu, kdy konstanta v modelu je opět vysoce významná ($t(509) = 3,682$, $p < 0,001$), způsob operacionalizace koncentrace vlastnictví jako moderátor je také vysoce statisticky významný ($\chi^2(3) = 19,910$, $p < 0,001$), nicméně nevysvětlená variabilita se snížila minimálně a tudíž i ta je i nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(510) = 828,969$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$ a při očištění od vlivu operacionalizace koncentrace činí téměř stejných $r_m = 0,016$.

Tab. č. 9: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole operacionalizace koncentrace vlastnictví

```

*****  RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS  *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==

OVERALL MEAN:  95% CONFIDENCE BOUNDS,  TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = OCMeasur

CONTINUOUS PREDICTORS:  B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff      Lower      Upper      Std Err      df      t      p
      ,000      ,016      ,008      ,025      ,004      509,000      3,682      ,000

CATEGORICAL PREDICTORS:  CHI-SQUARED TEST

      Predictr      Chi2      df      p
      1,000      19,910      3,000      ,000

RESIDUAL VARIATION:  QE STATISTIC  (GOODNESS OF FIT)
      Chi2      df      p
      828,969      510,000      ,000

```

6.3.4 Operacionalizace závisle proměnné jako moderátor

V rešeršní části jsme identifikovali celou řadu možných ukazatelů výkonnosti. Ve vzorku jsme pak napočítali cca 40 způsobů operacionalizace výkonnosti podniku. Ty jsme následně rozdělili do kategorií účetní (57 %), tržní (12,5 %) a smíšené (23,5 %) ukazatele finanční výkonnosti a ukazatele provozní výkonnosti (7 %). Analýza rozptylu opět ukazuje, že existují statisticky významné rozdíly ($F(513) = 7,740$, $p < 0,001$) v korelacích nacházených v primárních studiích na základě volby závisle proměnné, a to mezi nejčtetnějšími kategoriemi. Studie volící účetní ukazatele nacházely v průměru vyšší a pozitivní korelaci ($r_m = 0,049$), kdežto ukazatele volící smíšené ukazatele (typicky Tobinovo Q) nacházely korelace slabší a záporné ($r_m = -0,019$).

Stejně zjištění nabízí analýza moderátorů, kdy konstanta v modelu je vysoce statisticky významná ($t(509) = 3,995$, $p < 0,001$), způsob operacionalizace závisle proměnné jako moderátor je také vysoce statisticky významný ($\chi^2(3) = 25,349$, $p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita se nesnížila nijak výrazně a tudíž i ta je i nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(510) = 821,447$, $p < 0,001$), nicméně snížila se více než v případě operacionalizace koncentrace vlastnictví jako moderátoru, a to při stejném počtu stupňů volnosti. Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$ a při očištění od vlivu operacionalizace koncentrace činí téměř stejných $r_m = 0,018$.

Tab. č. 10: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole operacionalizace závisle proměnné

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
      .000 = Constant
      1.000 = AccMarMi

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      ,018      ,009  ,026  ,004  509,000  3,995  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

      Predictr  Chi2  df  p
      1,000  25,349  3,000  ,000

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      821,447  510,000  ,000
```

6.3.5 Právní systém jako moderátor

Výše jsme identifikovali šest základních právních okruhů. Protože některé primární studie zkoumaly několik zemí najednou, další kategorií je mix právních systémů. Při tolika kategoriích právních systémů je však četnost některých mizivá (skandinávský $N = 2$) nebo neuspokojivá (asijsko-germánský $N = 33$). Proto budeme používat členění na země anglosaského systému (44 %), kontinentálního systému (46 %) a smíšené (10 %). I zde analýza rozptylu ukazuje, že existují statisticky významné rozdíly ($F(513) = 4,206$, $p = 0.015$) v nalézáných efektech dle toho, odkud pochází primární data. Tyto rozdíly jsou mezi daty ze zemí kontinentálního systému ($r_m = 0,044$) a ostatními zeměmi, kdy ale statisticky významný je rozdíl pouze vůči zemím anglosaského systému ($r_m = 0,009$). Průměrné míry korelace v primárních studiích pracujících z daty z vícera zemí byly typicky ještě nižší než u podmnožiny anglosaských zemí ($r_m = 0,004$), ale vzhledem k nízké četnosti kategorie smíšených systémů není tento rozdíl statisticky významný (přes nižší SD r_m u kategorie mix než u ostatních dvou kategorií).

Analýza moderátorů potvrzuje výsledek analýzy rozptylu. Konstanta v modelu je vysoce statisticky významná ($t(510) = 3,635$, $p < 0,001$), právní systém jako moderátor je statisticky významný ($\chi^2(2) = 7,594$, $p = 0,022$). Nevysvětlená variabilita je nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(511) = 836,116$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$ a při očištění od vlivu operacionalizace koncentrace činí téměř stejných $r_m = 0,016$.

Tab. č. 11: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole právního systému

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
      .000 = Constant
      1.000 = System

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      ,016      ,007      ,025      ,004  510,000  3,635  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

      Predictr  Chi2  df  p
      1,000      7,594  2,000  ,022

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      836,116  511,000  ,000
```

6.3.6 Metoda odhadu modelu – využitý koeficient účinku jako moderátor

Jak jsme popsali výše, hodnotu bivariačního r jsme pro meta-analýzu získali třemi způsoby. Na prvním místě řada studií reportovala skutečné bivariační r (33 %), největší četnost v našem vzorku pak má r imputované z t a df , tedy z vícerozměrných metod odhadů modelu (59 %) a z beta koeficientu, tedy také z vícerozměrných metod (8 %). Analýza rozptylu ukazuje na statisticky významné rozdíly ($F(513) = 3,502$, $p = 0,031$) v nalézáných bivariačních souvislostech na základě způsobu, jakým byl v efekt v primárních studiích odhadnut a z nich získán. Statisticky významný rozdíl je pak mezi kategoriemi efektů imputovaných z t a df ($r_m = 0,033$) a bety ($r_m = -0,028$). Průměrný efekt reportovaných bivariačních r byl $r_m = 0,022$.

Výsledek analýzy moderátorů je v souladu s výsledkem analýzy rozptylu. Konstanta v modelu je vysoce statisticky významná ($t(510) = 3,933$, $p < 0,001$), způsob imputace bivariačního r jako moderátor je statisticky významný ($\chi^2(2) = 19,425$, $p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita je nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(511) = 864,919$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$, nicméně při očištění od vlivu způsobu imputace bivariačního r zůstává stejná.

Tab. č. 12: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole způsobu imputace bivariačního r

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = r_t_b

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      ,017      ,008      ,025      ,004  510,000  3,933  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

      Predictr  Chi2  df  p
      1,000  19,425  2,000  ,000

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      864,919  511,000  ,000
```

6.3.7 Kontrola endogeneity jako moderátor

Někteří autoři tvrdí, že přítomnost endogeneity je při zkoumání souvislosti mezi charakteristikami správy společností a výkonností podniků naprosto zásadním problémem a některé výsledky naznačují, že pokud je tento problém ošetřen, působení koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku je podstatně slabší, případně zcela mizí. Deskriptivní statistiky v našem vzorku sice ukazují rozdíly mezi průměrnými efekty reportovanými bez očištění o reverzní kauzalitu (četnost 94 %, $r_m = 0,026$) a těmi, které o reverzní kauzalitu očištěny byly (četnost 6 %, $r_m = 0,010$), ale tento rozdíl není, pravděpodobně díky vysoké variabilitě dat nebo nevyváženosti počtu pozorování ve skupinách, statisticky významný, a to ať při zkoumání t-testem nebo pomocí neparametrických testů.

Ke stejnému závěru dochází i analýza moderačního efektu. Konstanta v modelu je vysoce statisticky významná ($t(511) = 3,826$, $p < 0,001$). Zda byl efekt očištěn o reverzní kauzalitu neovlivňuje odhad průměrné míry bivariačního efektu ($\chi^2(1) < 0,001$, $p = 0,992$). Nevysvětlená variabilita je nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(512) = 841,455$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$ a při kontrole kontroly endogeneity zůstává stejná.

Tab. č. 13: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kontroly endogeneity

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Endogen

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
,000      ,017      ,008      ,026      ,004  511,000  3,826  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr  Chi2  df  p
1,000      ,000  1,000  ,992

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
841,455  512,000  ,000
```

6.3.8 Kontrola linearity jako moderátor

Řada studií nachází nelineární souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Zde tedy kontrolujeme, zda byl reportovaný efekt výsledkem např. nelineárního členu rovnice, piecewise regrese a podobně. Takových efektů v našem vzorku nacházíme 17 % a jejich průměrná hodnota ($r_m = 0,036$) je podstatně vyšší než průměrná hodnota ostatních efektů ($r_m = 0,022$), nicméně rozdíly nejsou statisticky významné (t-test, Mann-Whitney test, K-S test), a to pravděpodobně ze stejných důvodů jako při kontrole endogeneity, tedy kvůli vysoké variabilitě dat a kvůli nevyváženosti pozorování.

Ke stejnému závěru dochází i analýza moderačního efektu. Konstanta v modelu je vysoce statisticky významná ($t(511) = 3,827$, $p < 0,001$). Zda byl efekt výsledkem nelineárního výzkumného designu neovlivňuje odhad průměrné míry bivariačního efektu ($\chi^2(1) = 0,744$, $p = 0,389$). Nevysvětlená variabilita je nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(512) = 841,339$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$ a při kontrole kontroly linearity zůstává stejná.

Tab. č. 14: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kontroly linearity

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Linyesno

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
,000      ,017      ,008      ,026      ,004  511,000  3,827  ,000

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr  Chi2  df  p
1,000      ,744  1,000  ,389

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
841,339  512,000  ,000
```

6.3.9 Kontrola dalších proměnných jako moderátor

Námi zkoumané efekty byly v primárních studiích často součástí vícerozměrného modelu. V takovém případě jsou očištěny o vliv jiných proměnných na výkonnost podniku. Takových proměnných jsme identifikovali cca 190 a rozdělili je do sedmi skupin podle toho, jaký jev měly za úkol vyjádřit. V tabulce níže nyní uvádíme názvy těchto skupin, jak často byl daný jev kontrolován, jaká byla průměrná míra efektu v případě, že byl kontrolován a jaká v opačném případě. Rozdíly v průměrných efektech mezi skupinami efektů, při nichž byl daný jev kontrolován a při nichž nebyl, nebyly při bivariačních testech (t-test, Mann-Whitney test, K-S test) v žádném případě statisticky významné.

Tab. č. 15: Skupiny kontrolních proměnných

Skupina kontrolních proměnných	Četnost zahrnutí kontrolní proměnné dané skupiny v %*	r_m v případě zahrnutí kontrolní proměnné dané skupiny	r_m v opačném případě
Velikost	49,6 (74,1)	0,029	0,021
Odvětví	25,9 (38,7)	0,022	0,026
Riziko na úrovni podniku	36,4 (54,4)	0,034	0,019
Kapitálová a výdajová struktura	13,8 (20,6)	0,020	0,025
Charakteristiky správy společnosti na úrovni podniku	22,6 (33,7)	0,025	0,024
Charakteristiky země	12,5 (18,6)	0,007	0,027
Ostatní charakteristiky vlastnické struktury	6 (9)	0,011	0,025

* V závorkách uvedena četnost podílem z těch efektů, které byly produktem vícerozměrného modelu. 33 % efektů z celkových 514 byla výsledkem bivariační korelace a nemohly tak být očištěny o vliv uvedených jevů.

V zájmu stručnosti uvedeme testy přítomnosti kontroly výše uvedených jevů jako moderátorů souhrnně v následující tabulce. Pouze kontrolování kapitálové a výdajové struktury je identifikováno jako statisticky významný moderátor ($\chi^2(1) = 4,925$, $p = 0,026$, nicméně nevysvětlenou variabilitu neredukuje příliš ($\chi^2(512) = 837,299$ $p < 0,001$) a průměrnou korelaci nalézanou v primárních studiích nemění ($r_m = 0,017$).

Tab. č. 16: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole definovaných skupin kontrolních proměnných

Moderátor	Konstanta			Moderátor			Q		
	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>p</i>	χ^2	<i>df</i>	<i>p</i>	χ^2	<i>df</i>	<i>p</i>
Velikost	3,870	511	0,001	0,924	1	0,336	841,387	512	0,001
Odvětví	3,856	511	0,001	0,162	1	0,687	844,400	512	0,001
Riziko na úrovni podniku	3,782	511	0,001	4,925	1	0,026	837,299	512	0,001
Kapitálová a výdajová struktura	3,844	511	0,001	0,197	1	0,657	844,530	512	0,001
Charakteristiky správy společnosti na úrovni podniku	3,846	511	0,001	0,345	1	0,557	845,957	512	0,001
Charakteristiky země	3,860	511	0,001	0,557	1	0,456	845,720	512	0,001
Ostatní charakteristiky vlastnické struktury	3,869	511	0,001	0,339	1	0,561	846,587	512	0,001

Pozn.: Hodnoty 0,001 mohou ve skutečnosti znamenat menší než 0,001.

6.3.10 Zkoumané období jako moderátor

Proměnná zkoumané období označuje, ze kterého roku jsou data, k nimž se vztahuje efekt reportovaný primární studii. V případě panelového designu, tedy pokud se efekt vztahuje k delšímu časovému období, označuje proměnná v modelu střed tohoto období. Četnost reportovaných efektů (i četnost samotných primárních studií) v čase roste. Na bivariační úrovni zkoumané období slabě souvisí s velikostí reportovaných efektů ($r_s = 0,166$, $p < 0,001$), což znamená, že čím pozdější období studie popisuje, tím silnější je reportovaný efekt.

Analýza moderačního efektu potvrzuje významný vliv zkoumaného období na odhad efektu v primárních studiích. Vzhledem k tomu, že se jedná o intervalovou proměnnou, je možné uvést b koeficient, jehož hodnota je $b = 0,001$ s 95%ním intervalem spolehlivosti (0,000; 0,001). Konstanta v modelu je statisticky významná ($t(511) = -2,015$, $p = 0,044$). Tento koeficient je statisticky významný ($t(511) = 2,042$, $p = 0,042$). Vidíme, že koeficient je pozitivní a je velmi nízký. Nevysvětlená variabilita je nadále vysoce statisticky významná ($\chi^2(512) = 849,139$, $p < 0,001$). Odhadnutá průměrná hodnota korelace v prázdném modelu je $r_m = 0,017$, při kontrole zkoumaného období se výrazně mění na $r_m = -1,242$, což samozřejmě věcně nedává smysl, ale musíme vzít v potaz hodnoty, jichž může nabývat proměnná zkoumané období (od 1881 po 2011).

Tab. č. 17: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole zkoumaného období

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
      .000 = Constant
      1.000 = Period2

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      -1,242  -2,453  -,031  ,616  511,000  -2,015  ,044

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000      ,001  ,000  ,001  ,000  511,000  2,042  ,042

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      849,139  512,000  ,000
```

6.3.11 Vymahatelnost právních institucí jako moderátor

Vymahatelnost právních institucí (Rule of Law) je první z řady proměnných, jejichž hodnoty jsme nečerpali přímo z primárních studií, ale z jiných pramenů. Vzhledem ke zdroji této proměnné dochází k selekci efektů, s nimiž nyní můžeme pracovat. Údaj o vymahatelnosti právních institucí máme pouze pro 332 efektů (65 %), přičemž údaje chybí ze zřejmých důvodů v případech efektů vztahujících se k více zemím (79 efektů, 43,4 % ze všech chybějících efektů). Ani následující proměnné nemohou mít hodnoty vztahující se k těmto efektům. Pro vymahatelnost právních institucí pak chybí hodnoty také za postkomunistické země (Českou Republiku (25 efektů), Makedonii (2), Rumunsko (6), Rusko (2), Čínu (55)) a dále Mexiko (1), Bahrajn (2), Bangladéš (2) a Tunisko (8).

Vymahatelnost právních institucí je intervalovou proměnnou, která může nabývat hodnot od nuly do 10. Rozložení těchto hodnot je bohužel velmi zkosené, medián je 8,98, přičemž 52 % z 332 hodnot, které máme k dispozici, má nejvyšší hodnotu 10. Proto jsme tuto proměnnou převedli také na kategoriální s kategoriemi „pod mediánem“ a „nad mediánem“. Původní hodnoty proměnné nijak nekorelují s velikostí efektu reportovaného v primárních studiích ($r_s = -0,066$, $p = 0,230$, $N = 332$). Při rozdělení do dvou kategorií je však vliv vymahatelnosti právních institucí statisticky významný na hladině $\alpha = 0,10$ ($t(330) = 1,751$, $p = 0,081$), přičemž průměrná velikost efektu v zemích s nižší vymahatelností právních institucí je $r_m = 0,021$, kdežto v zemích s vyšší vymahatelností právních institucí se jedná o $r_m = -0,005$.

Analýza moderačního efektu ukazuje, že pokud je ověřován účinek vymahatelnosti právních institucí v modelu náhodných efektů, je statisticky významný jak v případě intervalové proměnné, tak v případě, že do modelu vstupuje jako dichotomická proměnná. V prvním případě je konstanta v modelu statisticky významná ($t(329) = 4,093$, $p < 0,001$), prediktor má silný záporný efekt ($t(329) = -3,853$, $p < 0,001$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(330) = 562,895$, $p < 0,001$). V případě dichotomické proměnné přestává být konstanta statisticky významná ($t(329) = 1,227$, $p = 0,221$), ale prediktor si svou sílu zachovává ($\chi^2(1) = 14,843$, $p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita zůstává stejná.

Tab. č. 18: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole vymahatelnosti právních institucí

Vymahatelnost - proměnná	Konstanta			Moderátor			Q		
	t	df	p	t/ χ^2	df	p	χ^2	df	p
intervalová	4,093	329	0,001	-3,853	329	0,001	562,895	330	0,001
dichotomická	1,227	329	0,221	14,843	1	0,001	562,895	330	0,001

6.3.12 Ochrana minoritních vlastníků jako moderátor

Hodnoty proměnné ochrana minoritních vlastníků jsme čerpali ze stejného zdroje jako hodnoty proměnné vymahatelnost právních institucí, z tohoto důvodu je schéma chybějících hodnot přesně stejné, jak bylo výše popsáno u proměnné vymahatelnost právních institucí.

Ochrana minoritních vlastníků je ordinální proměnnou, která může nabývat hodnot 1 – 5. V našem vzorku máme tento údaj pro 310 efektů, nejvíce jich nabývá hodnotu 4 (36,5 %), dále pak 5 (29,7 %). Rozložení hodnot je tedy opět zešikmené. Při bivariačních testech není korelace s hodnotami efektů z primárních studií statisticky významná ($r_s = 0,059$, $p = 0,299$, $N = 310$). Na druhou stranu jednofaktorová analýza rozptylu ukazuje na vliv ochrany minoritních vlastníků významný na hladině $\alpha = 0,10$ ($F(309) = 2,266$, $p = 0,062$), přičemž nejvýznamnější rozdíly jsou mezi efekty, k nimž se vztahuje nejnižší ochrana minoritních vlastníků ($r_m = -0,089$, $N = 18$) a všemi ostatními stupni ochrany minoritních vlastníků, kde se r_m pohybuje od 0,002 do 0,014.

Analýza moderačního efektu je optimističtější, a zatímco konstanta statisticky významná není ($t(304) = 0,034$, $p = 0,973$), ochrana minoritních vlastníků má jako moderátor silný vliv ($\chi^2(4) = 13,227$, $p = 0,010$). Nevysvětlená variabilita je stále vysoká ($\chi^2(305) = 500,361$, $p < 0,001$).

Tab. č. 19: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole ochrany minoritních vlastníků

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,001      -,010      ,012      ,178      ,859      310,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Antidire

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
,000      ,000  -,011  ,011  ,006  304,000  ,034  ,973

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr  Chi2  df  p
1,000  13,227  4,000  ,010

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      500,361  305,000  ,000
```


6.3.13 Kvalita správy společností měřena pomocí GMI jako moderátor

Údaj o kvalitě správy společností měřen indexem GMI máme pro 371 efektů. Opět chybí hodnoty pro efekty vztahující se k více zemím. Na rozdíl od předchozích proměnných však máme hodnoty i většiny postkomunistických zemí, včetně České republiky a hodnoty pro Čínu. Na druhou stranu u řady zemí tento údaj chybí i nadále (Bangladéš (2), Bahrajn (2), Mexiko (1), Makedonie (2), Rumunsko (6), Tunisko (8), přičemž na rozdíl od předchozích proměnných chybí i pro Jordánsko (2), Keňu (3), Nigérii (7) a především pro Pákistán (31).

GMI může nabývat hodnot 1 – 10, přičemž v našem vzorku nabývá hodnot 3,30 – 7,60 a rozložení hodnot je bimodální, s jedním vrcholem okolo hodnoty 4 a druhým vrcholem okolo hodnoty 7. Z tohoto důvodu budeme pracovat i s dichotomním rozdělením na efekty, k nimž se vztahuje hodnota GMI pod mediánem (5,25) a na ty, k nimž se vztahuje hodnota nad mediánem. Na bivariační úrovni tedy můžeme použít nejen korelaci ($r_s = -0,144$, $p = 0,006$, $N = 371$), ale i t-test ($t(369) = 2,770$, $p = 0,006$). V obou případech hodnota indexu GMI negativně ovlivňuje velikost reportovaných efektů. V zemích s hodnotou indexu pod mediánem je $r_m = 0,034$, v zemích s hodnotou indexu nad mediánem je $r_m = -0,004$.

Analýza moderačního efektu potvrzuje významnost účinku hodnoty indexu GMI jak v případě intervalové proměnné, tak v případě, že do modelu vstupuje jako dichotomická proměnná. V prvním případě je konstanta v modelu statisticky významná ($t(369) = 3,437$, $p = 0,001$), prediktor má záporný efekt ($t(368) = -2,875$, $p = 0,004$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(369) = 597,431$, $p < 0,001$). V případě dichotomické proměnné je p-hodnota konstanty horší ($t(368) = 1,815$, $p = 0,070$), ale prediktor si svou sílu zachovává ($\chi^2(1) = 14,518$, $p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita zůstává opět vysoká ($\chi^2(369) = 594,216$, $p < 0,001$).

Tab. č. 20: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kvality správy společností (GMI index)

GMI index - proměnná	Konstanta			Moderátor			Q		
	t	df	p	t/ χ^2	df	p	χ^2	df	p
intervalová	3,437	368	0,001	-2,875	368	0,004	597,431	369	0,001
dichotomická	1,815	368	0,070	14,518	1	0,001	594,216	369	0,001

6.3.14 HDP na obyvatele jako moderátor

Hodnoty HDP na obyvatele jsou specifické jednak pro zemi, jednak pro časové období. Opět tedy chybí tento údaj pro efekty vztahující se k více zemím. Pokud se efekt vztahoval k delšímu časovému období, platí hodnota HDP na obyvatele ke středu tohoto období. Některé hodnoty pro historické studie nebyly v našem použitém zdroji dostupné, proto nemáme dvě pozorování za Německo (rok 1966), pět pozorování pro Velkou Británii (rok 1881 4x a rok 1954) a osm pozorování za USA (rok 1939 6x, rok 1958 2x). Zdroj (Světová banka) také neuvádí hodnotu pro Taiwan (3 chybějící hodnoty).

HDP na obyvatele je intervalovou proměnnou, která v našem vzorku nabývá nejnižší hodnoty cca 480 USD (v cenách roku 2010) a nejvyšší hodnoty 77 100 USD. Rozložení je opět vzdáleno normálnímu a lze je označit za bimodální, kdy první vrchol je okolo hodnot velmi nízkých do cca 4 000 USD a druhý vrchol mezi 30 000 a 40 000 USD. Z tohoto důvodu je vhodné proměnnou opět transformovat dichotomickou s kategoriemi HDP na obyvatele pod mediánem (28 500) a nad mediánem. Na bivariační úrovni se ukazuje, že HDP na obyvatele ovlivňuje velikost efektů reportovaných primárními studii ($r_s = -0,140$, $p = 0,004$, $N = 417$). Čím vyšší HDP na obyvatele je, tím nižší je reportovaný efekt koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Pro dichotomické rozdělení efektů platí podobně, pokud je HDP na

obyvatele pod mediánem, je velikost reportovaných efektů vyšší $r_m = 0,042$, než pokud je HDP nad mediánem ($r_m = 0,009$). Rozdíl je opět statisticky významný ($t(415) = 2,344$, $p = 0,020$).

Analýza moderačního efektu potvrzuje významnost účinku hodnoty HDP na obyvatele jak v případě intervalové, tak v případě dichotomické proměnné. V prvním případě je konstanta v modelu statisticky významná ($t(414) = 4,857$, $p < 0,001$), prediktor má záporný efekt ($t(414) = -3,604$, $p < 0,001$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(415) = 670,108$, $p < 0,001$). V případě dichotomické proměnné je p -hodnota konstanty ($t(414) = 3,247$, $p = 0,001$), i prediktoru ($\chi^2(1) = 4,786$, $p = 0,029$) mírně nižší. Nevysvětlená variabilita zůstává opět vysoká ($\chi^2(415) = 675,682$, $p < 0,001$).

Tab. č. 21: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole HDP na hlavu

HDP na hlavu - proměnná	Konstanta			Moderátor			Q		
	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>p</i>	<i>t</i> / χ^2	<i>df</i>	<i>p</i>	χ^2	<i>df</i>	<i>p</i>
intervalová	4,857	414	0,001	-3,604	414	0,001	670,108	415	0,001
dichotomická	3,247	414	0,001	4,786	1	0,029	675,682	415	0,001

6.3.15 Tržní kapitalizace v poměru k HDP jako moderátor

Údaj o tržní kapitalizaci v poměru k HDP máme pro 371 efektů. Jako obvykle chybí tam, kde se efekt reportovaný primárními studiemi vztahuje k více zemím (viz výše), tam kde se tento efekt vztahuje k historickému časovému období (v případě USA 10 hodnot, Velké Británie 6 hodnot, Německo 2 hodnoty) nebo období ne tak vzdálenému, pro které ale přesto nejsou hodnoty k dispozici (Itálie před rokem 2002, 4 hodnoty, Čína před rokem 2003, 19 hodnot). Dále údaje chybí pro Kolumbii (8 hodnot), Jordánsko (2), Mexiko (1), Rusko (2), Tunisko (8) a Taiwan (3).

Tržní kapitalizace v poměru k HDP dané země (dále velikost trhu) nabývá v našem vzorku hodnot od 4 % po 320 %. Rozložení hodnot je silně ovlivněno extrémními hodnotami na pravé straně. Na bivariační úrovni ovlivňuje velikost trhu velikost efektů reportovaných primárními studiemi ($r_s = -0,158$, $p = 0,002$, $N = 371$).

Analýza moderačního efektu potvrzuje významnost účinku velikosti trhu. Konstanta v modelu statisticky významná ($t(368) = 3,760$, $p < 0,001$), prediktor má záporný efekt ($t(368) = -3,046$, $p = 0,002$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(369) = 579,621$, $p < 0,001$).

Tab. č. 22: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole velikosti trhu

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,012      ,001      ,023      2,209      ,028      371,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
      .000 = Constant
      1.000 = MarketSi

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000  ,035  ,017  ,053  ,009  368,000  3,760  ,000

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000  ,000  -,001  ,000  ,000  368,000  -3,046  ,002

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2      df      p
      579,621  369,000  ,000
```

6.3.16 Míra individualismu jako moderátor

Údaj o míře individualismu (IDV) máme pro 422 efektů. Opět chybí tam, kde se efekt reportovaný primárními studii vztahuje k více zemím (viz výše). Nad to chybí jen u Bulharska (2 efekty), Mexika (1), Makedonie (1) a Tuniska (8). V našem vzorku nabývá míra individualismu hodnot od 13 do 91, přičemž rozložení je vzdáleno normálnímu. Nejvíce efektů má hodnotu 91 (efekty z USA), další vrchol rozložení je okolo hodnoty 80 a dále okolo hodnoty 20. Z tohoto důvodu budeme používat i dichotomické vyjádření, efekty ze zemí s mírou individualismu pod mediánem ($IDV \leq 58$) a nad mediánem ($IDV > 58$). Na bivariační úrovni je souvislost mezi mírou individualismu a výší efektů reportovaných primárními studii slabá, záporná, ale statisticky významná ($r_s = -0,127$, $p = 0,009$, $N = 422$), což znamená, že čím vyšší je míra individualismu v dané zemi, tím nižší je reportovaná souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Pro dichotomické rozdělení efektů platí podobně, pokud je míra individualismu pod mediánem, je velikost reportovaných efektů vyšší $r_m = 0,034$, než pokud je míra individualismu nad mediánem ($r_m = 0,009$). Rozdíl je statisticky významný na vyšší hladině statistické významnosti ($t(420) = 1,798$, $p = 0,073$).

Analýza moderačního efektu potvrzuje významnost účinku hodnoty individualismu jak v případě intervalové, tak v případě dichotomické proměnné. V prvním případě je konstanta v modelu statisticky významná ($t(419) = 4,375$, $p < 0,001$), prediktor má záporný efekt ($t(419) = -3,430$, $p < 0,001$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(420) = 702,479$, $p < 0,001$). V případě dichotomické proměnné je p-hodnota konstanty ($t(419) = 2,711$, $p = 0,007$), i prediktoru ($\chi^2(1) = 3,409$, $p = 0,065$) mírně horší. Nevysvětlená variabilita zůstává opět vysoká ($\chi^2(420) = 696,462$, $p < 0,001$).

Tab. č. 23: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole míry individualismu

Individualismus - proměnná	Konstanta			Moderátor			Q		
	t	df	p	t/ χ^2	df	p	χ^2	df	p
intervalová	4,375	419	0,001	-3,430	419	0,001	702,479	420	0,001
dichotomická	2,711	419	0,007	3,409	1	0,065	696,462	420	0,001

6.3.17 Míra vzdálenosti moci jako moderátor

Údaj o míře vzdálenosti moci (PDI) máme stejně jako u míry individualismu pro 422 efektů. Ze zřejmých důvodů chybí hodnoty u stejných efektů, jako v případě míry individualismu. V našem vzorku nabývá míra individualismu hodnot od 11 do 93, přičemž rozložení se blíží normálnímu. Na bivariační úrovni je souvislost mezi mírou vzdálenosti moci a výší efektů reportovaných primárními studii slabá až střední, kladná a statisticky významná ($r = 0,229$, $p < 0,001$, $N = 422$), což znamená, že čím vyšší je míra vzdálenosti moci v dané zemi, tím vyšší je reportovaná souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku.

Analýza moderačního efektu potvrzuje významnost účinku hodnoty vzdálenosti moci. Konstanta v modelu je statisticky významná ($t(419) = -3,652$, $p < 0,001$), prediktor má kladný efekt ($t(419) = 4,711$, $p < 0,001$) a nevysvětlená variabilita je vysoce statisticky významná ($\chi^2(420) = 687,478$, $p < 0,001$).

Tab. č. 24: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole míry vzdálenosti moci

```

*****  RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS  *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN:  95% CONFIDENCE BOUNDS,  TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,014      ,004      ,024      2,850      ,005      422,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = PowerDis

CONTINUOUS PREDICTORS:  B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df      t      p
,000      -,062   -,095  -,029  ,017     419,000  -3,652  ,000

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df      t      p
1,000      ,001    ,001   ,002   ,000     419,000  4,711   ,000

RESIDUAL VARIATION:  QE STATISTIC  (GOODNESS OF FIT)
      Chi2      df      p
      687,478  420,000  ,000

```

6.3.18 Plný model, proměnné bez chybějících hodnot

Námi využitý algoritmus pro odhad meta-analytické rovnice (Field a Gillet, 2009) umí pracovat pouze s proměnnými bez chybějících hodnot. Proměnné zcela bez chybějících hodnot máme ale jen ty, které jsme získali přímo z primárních studií. Takových proměnných je celkem 16. Pokud bychom měli využít všechny proměnné (23) a vyfiltrovat efekty, které mají hodnoty pro všechny proměnné, získáme z 514 pouze 41 efektů. Proto nejprve odhadneme model pro 16 proměnných, které máme zcela bez chybějících hodnot a v dalších krocích budeme přidávat vždy jednu z proměnných s chybějícími hodnotami.

Na prvním z plných modelů si můžeme všimnout, že konstanta nyní není statisticky významná ($t(335) = -0,371$, $p = 0,711$). Statisticky významné také není zkoumané období (Period2), které je jedinou intervalovou proměnnou modelu ($t(335) = 0,374$, $p = 0,709$). Připomeňme, že pokud bylo období jediným moderátorem, mělo mírně kladný statisticky významný vliv na velikost efektu reportovaného primární studií ($p = 0,042$). StudyID si svůj vysoký vliv na velikost efektu reportovaného primární studií uchovává ($\chi^2(156) = 904,960$, $p < 0,001$). Kontrola identity vlastníka byla původně velmi vzdálena ovlivňování velikosti efektů reportovaných primárními studiemi ($p = 0,426$), nyní v interakci s dalšími proměnnými se její p hodnota mírně zlepšila ($\chi^2(1) = 1,120$, $p = 0,290$). Operacionalizace koncentrace vlastnictví byla původně vysoce statisticky významná ($p < 0,001$), v plném modelu je její p hodnota vyšší, ale stále se jedná o statisticky významný moderátor ($\chi^2(3) = 8,445$, $p = 0,038$). Operacionalizace závisle proměnné si svou původní vysokou statistickou významnost ($p < 0,001$) plně podržela ($\chi^2(3) = 18,936$, $p < 0,001$). Právní systém svou schopnost ovlivnit výsledky reportované primárními studiemi oproti původnímu modelu ($p = 0,022$) dokonce zlepšil ($\chi^2(2) = 28,860$, $p < 0,001$), na rozdíl od metody odhadu modelu, jež byla původně vysoce statisticky významným moderátorem ($p < 0,001$), ale v kombinaci s dalšími moderátory se stal její vliv statisticky nevýznamný ($\chi^2(2) = 0,643$, $p = 0,725$). Kontrola endogeneity ani kontrola linearit nebyly statisticky významné v původních modelech ($p = 0,922$, resp. $p = 0,389$) a nejsou statisticky významné ani nadále ($\chi^2(1) = 0,483$, $p = 0,487$ a $\chi^2(1) = 2,781$, $p = 0,095$), ačkoli vliv kontroly linearit je již statisticky významný na hladině $\alpha = 0,1$. Ze skupin dalších kontrolních proměnných byl v původních modelech významný jen vliv kontroly rizika na úrovni podniku ($p = 0,026$), vliv ostatních skupin kontrolních proměnných byl dalek statistické významnosti. Nyní v plném modelu statisticky významně ovlivňovalo velikost efektů reportovaných primárními studiemi, pokud primární studie kontrolovala velikost podniků ($\chi^2(1) = 5,050$, $p = 0,025$),

riziko na úrovni podniku ($\chi^2(1) = 11,115$, $p = 0,001$) a na hladině statistické významnosti $\alpha = 0,1$ ještě kapitálovou a výdajovou strukturu ($\chi^2(1) = 2,878$, $p = 0,090$). Kontrola odvětví ($\chi^2(1) = 0,463$, $p = 0,496$), charakteristik správy společnosti na úrovni podniku ($\chi^2(1) = 1,359$, $p = 0,244$), charakteristik země ($\chi^2(1) = 2,222$, $p = 0,136$) a ostatních charakteristik vlastnické struktury nehrála roli ($\chi^2(1) = 0,599$, $p = 0,439$).

Velmi důležitým zjištěním je, že statistická významnost statistiky Q, tedy nevysvětlené variability, poprvé stoupla nad hladinu $\alpha = 0,05$ ($\chi^2(336) = 378,633$, $p = 0,054$). Znamená to, že tento model již dobře vysvětluje variabilitu výše efektů reportovaných primárními studii.

Tab. č. 25: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot

```
***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Period2
2.000 = StudyID
3.000 = IdentCon
4.000 = OCMeasur
5.000 = AccMarMi
6.000 = System
7.000 = r_t_b
8.000 = Endogen
9.000 = Linyesno
10.000 = Size
11.000 = Industry
12.000 = Firmrisk
13.000 = CapExp
14.000 = xCGfirmlevel
15.000 = xCountryChar
16.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
,000      -3,023  -19,057  13,012  8,152  335,000  -,371  ,711

Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
1,000      ,002    -,007  ,010  ,004  335,000  ,374  ,709

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
Predictr  Chi2  df  p
2,000  904,960  156,000  ,000
Predictr  Chi2  df  p
3,000  1,120  1,000  ,290
Predictr  Chi2  df  p
4,000  8,445  3,000  ,038
Predictr  Chi2  df  p
5,000  18,936  3,000  ,000
Predictr  Chi2  df  p
6,000  28,860  2,000  ,000
Predictr  Chi2  df  p
7,000  ,643  2,000  ,725
Predictr  Chi2  df  p
8,000  ,483  1,000  ,487
Predictr  Chi2  df  p
9,000  2,781  1,000  ,095
Predictr  Chi2  df  p
10,000  5,050  1,000  ,025
Predictr  Chi2  df  p
11,000  ,463  1,000  ,496
Predictr  Chi2  df  p
12,000  11,115  1,000  ,001
Predictr  Chi2  df  p
13,000  2,878  1,000  ,090
Predictr  Chi2  df  p
```

14,000	1,359	1,000	,244
Predictr	Chi2	df	p
15,000	2,222	1,000	,136
Predictr	Chi2	df	p
16,000	,599	1,000	,439

RESIDUAL VARIATION:	QE	STATISTIC	(GOODNESS OF FIT)
Chi2	df	p	
378,633	336,000	,054	

6.3.19 Plný model, s proměnnými s chybějícími hodnotami

Výše jsme viděli, že plný model s proměnnými bez chybějících hodnot je již dobrým vysvětlením (p hodnota statistiky Q byla $p > 0,05$) variability výše efektů reportovaných primárními studii. Model se dále pokusíme zlepšit zapojováním proměnných, které mají chybějící hodnoty. Takových proměnných je sedm. Zde pro úsporu místa jen v souhrnné tabulce uvedeme hodnoty pro tyto proměnné jako prediktory a nebudeme dále uvádět celé výstupy těchto sedmi plných modelů, tak jako výše. Bohužel do následných plných modelů nelze zařadit zároveň proměnnou StudyID, protože je proměnnou kategoriální s příliš vysokým počtem kategorií (157). Plný model proměnných bez chybějících hodnot a bez proměnné StudyID je, již bez komentáře, v Příl. č. 3.

Vymahatelnost práva jako moderátor síly účinku koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku reportovaného primární studií si podržel svou vysokou statistickou významnost ($\chi^2(1) = 10,488$, $p = 0,001$), statistická významnost ochrany minoritních vlastníků coby moderátoru se zlepšila z $p = 0,010$ na $p < 0,001$ ($t(287) = 4,511$, $p < 0,001$), kvalita správy společností měřena indexem GMI si svou vysokou statistickou významnost podržela ($\chi^2(1) = 15,059$, $p < 0,001$), statistická významnost HDP na obyvatele se výrazně zhoršila z $p = 0,029$ na $p = 0,889$ ($\chi^2(1) = 0,020$, $p < 0,889$) a u tržní kapitalizace v poměru k HDP došlo ke zhoršení nad hladinu $\alpha = 0,05$ z $p = 0,002$ na $p = 0,091$ ($t(347) = -1,694$, $p = 0,091$).

Tab. č. 26: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model plus daná proměnná

Moderátor	Konstanta			Přidaný moderátor			Q		
	t	df	p	t / χ^2	df	p	χ^2	df	p
Vymahatelnost práva ¹	0,532	309	0,595	10,488	1	0,001	490,534	310	0,001
Ochrana minoritních vlastníků	-0,161	287	0,873	4,511	287	0,001	426,195	288	0,001
Kvalita správy společností (GMI) ¹	-0,107	348	0,915	15,059	1	0,001	525,979	349	0,001
HDP na obyvatele ¹	-1,051	394	0,294	0,020	1	0,889	615,876	395	0,001
Tržní kapitalizace v poměru k HDP	-1,860	347	0,064	-1,694	347	0,091	524,568	348	0,001

Pozn.: Hodnoty 0,001 mohou ve skutečnosti znamenat menší než 0,001.

¹ Tyto proměnné vstoupily do modelu jako dichotomické vzhledem ke svému problematickému rozložení.

6.3.20 Plný model, s proměnnými míra individualismu a míra vzdálenosti moci

Proměnné míra individualismu a míra vzdálenosti moci mají chybějící pozorování u stejných efektů, proto je můžeme zařadit do modelu najednou. Obě proměnné, stejně jako v základních modelech, mají vysoce statisticky významný vliv na to, jak silné efekty reportují primární studie. V případě proměnné míra individualismu se p hodnota jen nepatrně zhoršila na ($t(398) = 3,117$, $p = 0,002$), nicméně směr se mění na pozitivní. V případě míry vzdálenosti moci zůstává stejný směr i statistická významnost ($t(398) = 4,491$, $p < 0,001$).

Tab. č. 27: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model plus míra individualismu a míra vzdálenosti moci

Moderátor	Konstanta			Přidané moderátory			Q		
	t	df	p	t/χ^2	df	p	χ^2	df	p
Individualismus	-1,515	398	0,131	3,117	398	0,002	599,033	399	0,001
Vzdálenost moci				4,491	398	0,001	599,033	399	0,001

Pozn.: Hodnoty 0,001 mohou ve skutečnosti znamenat menší než 0,001.

6.4 Publikační zkreslení

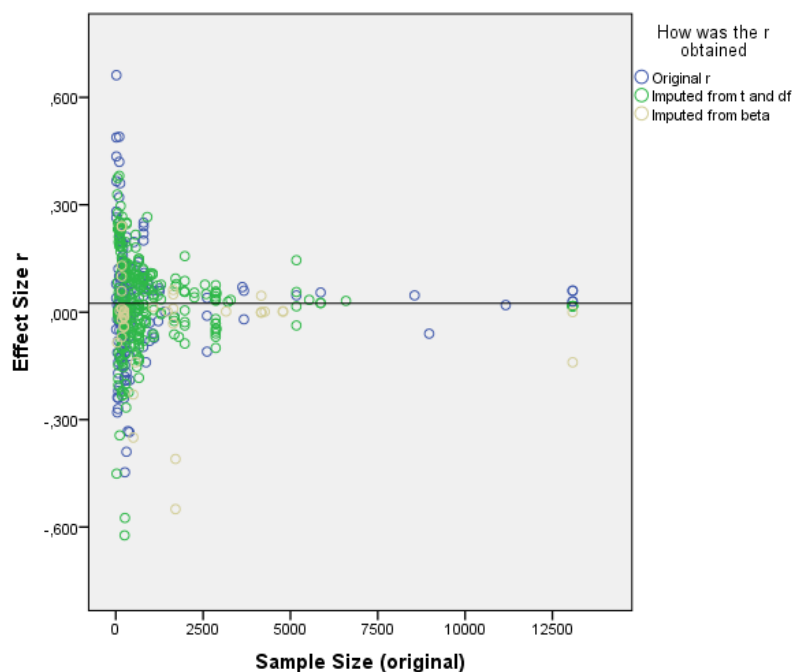
Publikační zkreslení je jedním z možných zdrojů snížení reprezentativity analyzovaného vzorku primárních studií. Tento problém je někdy nazýván „šuplíkovým efektem“, protože publikační zkreslení nastává zejména z důvodu systematického nepublikování některých studií. Předpokladem zde je, že studie reportující slabší nalezené efekty (Field a Gillett, 2010) či hůře zobecnitelné efekty (Hendl, 2009) bývají nebo mohou být častěji odmítány. Toto systematické zkreslení pak může nadhodnocovat odhad skutečné souvislosti.

V našem případě vychází Rosenthalovo fail-safe N na velmi vysokých 15 951. Téměř 16 tis. nepublikovaných⁶⁷ efektů by bylo třeba k tomu, abychom změnili rozhodnutí založené na efektech, které k dispozici máme. Tak vysoké číslo je jednak proto, že našich 514 efektů je na meta-analýzu poměrně hodně (Wang a Shailer, 2015: 419 efektů, Sundaramurthy a kol., 2005: 48 efektů, Sánchez-Ballesta a García-Meca, 2007: cca 50 efektů, Heugens a kol., 2009: 290 efektů, nicméně Dalton a kol., 2003: výjimečných 1880 efektů), jednak může být důvodem fakt, že v mnoha studiích, které jsme rešeršovali, nebyl účinek koncentrace vlastnictví primárním zájmem studie, tudíž publikaci studie nebránila nízká nalezená souvislost.

Stejný závěr, že publikační zkreslení v našem vzorku nehrozí, podává Begg a Mazumdarova pořadová korelace. Její výsledek ($\tau_b(514) = 0,006$, $p = 0,840$) velmi silně zamítá možnost publikačního zkreslení. Nakonec můžeme prozkoumat i trychtýřový graf níže, ve kterém jsou barevně odlišeny způsoby, jakými jsme získali ekvivalent bivariačního r . Horizontální plná linka představuje průměr hodnot efektů. V našem případě tedy není třeba vzorek korigovat, v tomto ohledu jej můžeme považovat za reprezentativní.

⁶⁷ Ve skutečnosti se jedná o efekty, které „neuvízly“ ve zkoumaném vzorku, přičemž se má za to, že pokud bylo strukturované vyhledávání primárních studií provedeno správně, je nejvýznamnějším zdrojem zkreslení nepublikování studie, odtud název publikační zkreslení.

Obr. č. 16: Trychtýřový graf efektů reportovaných primárními studii ve vztahu k velikosti jejich vzorku



6.5 Analýza citlivosti, testy robustnosti

Analýza citlivosti je systematické zkoumání toho, co se stane, změní-li se některé aspekty dat nebo prováděné meta-analýzy (Hendl, 2009). Analýza citlivosti v meta-analýze nemá předem danou strukturu tak, jako analýza moderátorů nebo publikačního zkreslení. Je tedy na analytikovi a jeho „citu“, jak ji provede. Typické je, že analýza citlivosti a robustnosti zahrnuje různé možné specifikace proměnných, případně se stejná analýza, jako pro celý výběrový soubor, provádí pro jeho podmnožiny. V meta-analýze je obvyklé například zjišťovat vliv kvality primárních studií (jsou indexovány v uznávaných databázích nebo ne?).

6.5.1 Identifikace studie (StudyID)

Identifikace studie je velmi silným prediktorem jak samostatně, tak v plném modelu. Pouze s touto proměnnou dokážeme stlačit nevysvětlenou variabilitu reportovaných efektů tak, že je statisticky nevýznamná. Na druhou stranu tato proměnná může přejímat vysvětlovací schopnost některých jiných proměnných. V Příl. č. 3 je proto plný model bez identifikace studie. Hlavními rozdíly oproti modelu s identifikací studie, je jednak velikost nevysvětlené variability ($\chi^2(336) = 378,633$, $p = 0,054$, $I^2 = 11,3$ % včetně identifikace studie, $\chi^2(492) = 783,411$, $p < 0,001$, $I^2 = 37,2$ % bez identifikace studie), dále bez identifikace studie je i v plném modelu vysoce statisticky významná proměnná koeficient účinku ($p < 0,001$) na druhou stranu proměnná kontrola velikosti svou statistickou významnost ztratila ($p = 0,912$) a proměnná právní systém je na hranici statistické významnosti ($p = 0,058$). Při porovnání s dalšími plnými modely však můžeme vyslovit závěr, že k zásadnímu ovlivnění výsledků nedošlo.

6.5.2 Operacionalizace závisle proměnné

Výrazné rozdíly ve výsledcích mezi účetními a smíšenými ukazateli finanční výkonnosti a menší četnost kategorie provozních ukazatelů výkonnosti nás vedly k několika testům. V první řadě jsme odhadli plný model bez efektů, které se vztahovaly k provozní výkonnosti ($N = 479$). Statistická významnost nevysvětlené variability tohoto modelu (Q) se zhoršila ($\chi^2(304) = 333,643$, $p = 0,117$), což znamená, že model vysvětluje variabilitu reportovaných efektů podstatně lépe než původně ($\chi^2(336) = 378,633$, $p = 0,054$). Hodnota statistiky I^2 se dále zlepšila na 8,9 % (původně 11,3 %). Ostatní parametry modelu se nijak významně nezměnily, lze jej tedy považovat za platný. Výsledek tohoto modelu je v Příl. č. 4.

Dalším testem týkajícím se operacionalizace proměnné bylo kategorizovat ji pouze jako účetní ukazatele vs. ostatní. Racionále je, že smíšené ukazatele v sobě obsahují tržní složku a jsou tedy ovlivnitelné psychologii chování tržních aktérů. V tomto případě však sice byla operacionalizace závisle proměnné statisticky významnou jak v bivariačním t-testu a v základním modelu analýzy moderačního efektu, v plném modelu však tato proměnná přestala být statisticky významnou ($p = 0,086$). Důležité je, že nevysvětlená variabilita zůstala statisticky nevýznamnou ($\chi^2(305) = 338,683$, $p = 0,090$, $I^2 = 9,9\%$) a působení ostatních proměnných nebylo změněno ani zpochybněno. Výsledek tohoto modelu je v Příl. č. 5.

6.5.3 Metoda odhadu modelu – využití koeficient účinku

Při analýze moderačního efektu využitého koeficientu účinku jsme viděli, že především efekty imputované z beta koeficientů byly odlišné od ostatních, přičemž jejich četnost nebyla vysoká ($N = 41$). Při vynechání těchto efektů opět nelze z technických důvodů využít proměnné StudyID, musíme tedy porovnávat plný model bez StudyID na všech efektech (nevysvětlená variabilita $\chi^2(492) = 783,411$, $p < 0,001$) s plným modelem bez StudyID na efektech bez těch imputovaných z beta koeficientů ($\chi^2(452) = 793,536$, $p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita je v obou případech vysoce statisticky významná, statistika I^2 je však podstatně lepší, pokud v modelu zůstávají i koeficienty imputované z beta koeficientů (37,2 % vs. 43,0 %). Další vlastnosti modelu se významně neliší, pouze proměnná vztahující se k využitému koeficientu účinku, statisticky nevýznamná v plném modelu se StudyID ($p = 0,725$), ale statisticky významná samostatně ($p < 0,001$) nebo v modelu bez StudyID ($p < 0,001$) je nyní opět statisticky nevýznamnou ($p = 0,132$), zatímco proměnná vyjadřující, zda primární studie kontrolovala identitu vlastníka je nyní statisticky významnou ($p = 0,044$, původně $p = 0,130$), podobně proměnná, zda primární studie kontrolovala další charakteristiky země ($p = 0,014$, původně 0,194) a proměnná, zda studie kontrolovala ostatní charakteristiky vlastnické struktury je nyní téměř statisticky významná ($p = 0,059$, původně $p = 0,131$). Výsledek tohoto modelu je v Příl. č. 6.

Z tohoto testu plyne, že naše dosavadní závěry platí a v případě některých hypotéz, které jsme zamítli, můžeme opět zdůraznit, že naše zamítnutí není příliš silné.

6.5.4 Právní systém a země

Právní systém je poměrně hrubé členění. Vzhledem k obsazenosti některých kategorií jsme použili rozdělení jen na země s anglosaským či kontinentálním zdrojem práva a mix. Alternativou je rozdělení přímo na jednotlivé země. Bohužel v tomto případě nelze z technických důvodů do plného modelu zařadit proměnnou StudyID. V modelu, kde je proměnná identifikující zemi jediným zkoumaným moderátorem, se ukazuje její silné působení ($\chi^2(46) = 164,226$, $p < 0,001$) na výši efektů reportovaných primárními studiemi, nevysvětlená variabilita však zůstává vysoká ($\chi^2(467) = 704,059$, $p < 0,001$). Připomeňme výsledky proměnné právní systém: prediktor ($\chi^2(2) = 7,594$, $p = 0,022$) i nevysvětlená variabilita ($\chi^2(511) = 836,116$, $p < 0,001$) byly také významné. Statistika I^2 je v případě proměnné země podstatně lepší (33,7 % než v případě proměnné právní systém (38,9 %).

Důležité je však porovnání plných modelů. V plném modelu bez identifikace studie a s původní proměnnou právní systém je právní systém na hranici statistické významnosti ($p = 0,058$), kdežto proměnná identifikující konkrétní zemi je vysocí statisticky významná ($p < 0,001$). Nevysvětlená variabilita plného modelu bez identifikace studie s proměnnou právní systém je $\chi^2(492) = 783,411$, $p < 0,001$, s proměnnou identifikující zemi $\chi^2(448) = 646,959$, $p < 0,001$. Statistika I^2 je mnohem lepší v druhém případě (37,2 % vs. 30,8 %). Co je důležité, moderační účinky ostatních proměnných v plném modelu nebyly zpochybněny, až na proměnnou operacionalizace koncentrace vlastnictví, jejíž statistická významnost klesla z $p = 0,010$ na $p = 0,254$. To lze vysvětlit tím, že volené operacionalizace velmi úzce souvisí s tím, z které země data pochází ($V = 0,573$, $p < 0,001$), tzn. proměnná identifikující zemi převzala vysvětlující schopnost operacionalizace koncentrace vlastnictví. Na druhou stranu statistická významnost proměnné identifikující zemi je mnohem vyšší ($p < 0,001$) než statistická významnost původní proměnné identifikující zdroj práva. Výsledek modelu s proměnnou identifikující zemi je v Příl. č. 7.

6.5.5 Journal

Publikační zkreslení se nemusí vyskytovat pouze v podobě potenciálně nepublikovaných studií, ale také v podobě různých publikačních standardů. V tomto ohledu lze zaujmout několik strategií. Nabízí se omezit vzorek pro meta-analýzu na studie publikované v konkrétních časopisech, což má výhody dvě: 1. jsou jasné publikační standardy, 2. otázky, na které studie odpovídají, jsou podobné. Obojí vede ke konzistentnějšímu vzorku a typická bude nižší variabilita nevysvětlená meta-analytickým modelem, na druhou stranu riziko publikačního zkreslení tímto roste. V tomto smyslu postupovali především Sánchez-Ballesta a García Meca (2007). Opačnou strategií je snažit se získat i nepublikované studie, přičemž je třeba v analýzách kontrolovat heterogenitu tímto vnesenou. Takto postupovali Wang a Shailer (2015). Námi zvolenou strategií bylo zahrnout všechny publikované studie a kontrolovat, zda neexistují významné rozdíly mezi studii publikovanými v kvalitních časopisech a ostatními. Takový způsob zvolili i Heugens a kol. (2009).

Proměnná identifikující databázi indexující primární studie nabývá v našem souboru tří podob: Web of Science (WoS), Scopus, Ostatní. Nazvěme tuto proměnnou Journal. Nejčetnější kategorií je WoS s 228 efekty, dále Scopus se 167 efekty a kategorie Ostatní je zastoupena 119 efekty. Již na první pohled jsou zřejmé výrazné odlišnosti, nejnižší průměrné efekty jsou reportované v článkách indexovaných ve Scopusu ($r_m = 0,009$), kategorie WoS se statisticky významně neodlišuje ($r_m = 0,022$), zatímco v kategorii Ostatních jsou reportované efekty podstatně vyšší ($r_m = 0,051$). Efekty z článků indexovaných ve WoS jsou také založeny na podstatně větších vzorcích ($N_m = 1627$) než efekty z článků indexovaných v databázi Scopus ($N_m = 696$) a z ostatních studií ($N_m = 657$). Články z kategorie Ostatní se podstatně častěji vztahují k anglosaskému prostředí a častěji k vzorkům tvořeným více zeměmi, články ve Scopusu naopak výrazně méně často ke vzorkům tvořeným více zeměmi (testováno jako χ^2 , $p < 0,001$). Studie z WoS dále podstatně častěji kontrolují endogeneitu ($p = 0,032$) a méně často nelinearitu ($p < 0,001$). Naopak studie z databáze Scopus podstatně častěji ošetřují nelinearitu ($p < 0,001$).

V modelu, kde je proměnná Journal jediným analyzovaným moderátorem, se však tato jako významný moderátor efektů reportovaných primárními studii neukazuje ($\chi^2(2) = 4,302$, $p = 0,116$). Nevysvětlená variabilita je nadále vysocí statisticky významná ($\chi^2(512) = 841,339$, $p < 0,001$, $I^2 = 39,1$ %). V plném modelu (bez StudyID) se v interakci s ostatními možnými moderátory dostává na hranici statistické významnosti ($p = 0,041$, nevysvětlená variabilita $\chi^2(490) = 777,474$, $p < 0,001$, $I^2 = 37,0$ %). Důležité ale je, že působení ostatních moderátorů se významně nemění, pouze statistická významnost moderátoru právní systém posiluje z $p = 0,058$ na $p = 0,044$, zatímco u kontroly rizika na úrovni podniku klesá z $p = 0,045$ na $0,060$. Statistika I^2 plného modelu bez StudyID s proměnnou Journal je jen nepatrně lepší ($I^2 = 37,0$ %), než bez ní ($I^2 = 37,2$ %). Výsledek modelu s proměnnou Journal je v Příl. č. 8.

Pokud bychom abstrahovali od efektů reportovaných v neindexovaných studiích, pak takový model nedostahuje tak dobrých výsledků, jako plný model na všech efektech. Nevysvětlená variabilita zůstává statisticky významná $\chi^2(253) = 295,309$, $p = 0,035$, zatímco v původním plném modelu se všemi efekty již byla statisticky nevýznamná $\chi^2(336) = 378,633$, $p = 0,054$. Statistika I^2 je také mírně horší (14,3 %) oproti původní hodnotě (11,3 %). Ostatní charakteristiky modelu se významně neliší, pouze statistická významnost kontroly nelinearity se mírně lepší (z $p = 0,095$ na $p = 0,041$), zatímco u kontroly rizika na úrovni podniku se horší (z $p = 0,001$ na $p = 0,087$). Výsledek plného modelu bez efektů reportovaných v kategorii Ostatní je v Příl. č. 9.

6.5.6 Rok publikování

Protože rok publikování studie a období, ke kterému se reportované efekty vztahují, spolu silně korelují ($r_s = 0,836$, $p < 0,001$), vybrali jsme do modelu pouze jednu z těchto proměnných, a to zkoumané období. Zkoumané období se však spíše vztahuje k institucionálnímu nastavení, kdežto rok publikování k metodickým aspektům. Proto nyní ověříme, zda by záměna za rok publikování nezměnila výsledky.

Rok publikování na bivariační úrovni mírně souvisí s reportovanými efekty ($r_s = 0,152$, $p = 0,001$) a je-li jediným analyzovaným moderátorem, působí statisticky velmi významně ($p = 0,008$). Nevysvětlená variabilita však zůstává stále značná $\chi^2(512) = 850,114$, $p < 0,001$, $I^2 = 39,8$ %. V plném modelu, který lze spočítat pouze bez StudyID, přestává být rok publikování významným moderátorem ($p = 0,181$) stejně jako nebylo významné ani zkoumané období ($p = 0,486$). Nevysvětlená variabilita tohoto plného modelu je téměř přesně stejná ($\chi^2(492) = 785,463$, $p < 0,001$, $I^2 = 37,4$ %), jako v případě pokud je v modelu původní zkoumané období ($\chi^2(492) = 783,411$, $p < 0,001$, $I^2 = 37,2$ %). Opět je pro nás důležité, že u ostatních proměnných nedochází k zásadním změnám. Rok publikování pravděpodobně přejal část vysvětlovací schopnosti operacionalizace koncentrace vlastnictví (původně $p = 0,010$, nyní $p = 0,173$). To může souviset s metodickými aspekty tak, jak se v čase vyvíjely (Tx a HI lze označit za modernější měřítka, než Block nebo ostatní). Zhoršila se také statistická významnost kontroly rizika na úrovni podniku (původně $p = 0,045$, nyní $p = 0,058$) a u právního systému (původně $p = 0,058$, nyní $p = 0,048$). Výsledek plného modelu bez StudyID a s proměnnou rok publikování místo zkoumaného období je v Příl. č. 10.

6.5.7 Modely odhadnuté pro konkrétní množiny

Z výše uvedených výsledků je zřejmé, že heterogenita v našem souboru je značná a výše testované moderátory ji sice částečně vysvětlují, kromě plného modelu včetně identifikace studie ne však dostatečně. S ohledem na to, jak silnou oporu mají některé moderátory jak v literatuře, tak v datech, lze opodstatnit odhad modelů pro jednotlivé úrovně těchto moderátorů. Jinými slovy, je adekvátní odhadnout samostatné modely např. pro efekty vztahující se k zemím s anglosaským zdrojem práva a pro efekty vztahující se k zemím s kontinentálním zdrojem práva. Takových modelů jsme odhadli dalších 15. Pro úsporu místa jen uvedeme rozdíly oproti doposud dosaženým výsledkům. Pokud se omezíme pouze na efekty vztahující se k zemím s anglosaským zdrojem práva, vysvětluje model variabilitu reportovaných efektů velmi dobře. I bez proměnných identifikujících studií a zemi je statistika I^2 pouze 15,7 %. V případě zemí s kontinentálním zdrojem práva je to $I^2 = 30,1$ %. V obou těchto případech je kontrola endogeneity statisticky významným moderátorem, dále se působení moderátorů neodlišuje od předchozích výsledků nijak významně. Vysvětlovací schopnost zlepšuje také abstrahování od efektů očištěných o zpětnou kauzalitu (kontrolujících problém endogeneity) a těch, které se vztahují k nelineárním členům rovnice. Pro takovou podmnožinu je nevysvětlená variabilita $I^2 = 33,1$ %, a to i bez proměnných identifikujících studií a zemi. Konečně pokud bychom se opět zaměřili pouze na země s kontinentálním zdrojem práva bez efektů očištěných o zpětnou kauzalitu a těch, které se vztahují k nelineárním členům rovnice, dosáhli bychom jediného modelu se statisticky významnou konstantou v „plném“ modelu (bez proměnných identifikujících studií a zemi). Parametry

konstanty jsou $b = -11,082$, $t(154) = -3,552$, $p = 0,001$, což je ale zkresleno proměnnou zkoumané období, která je intervalová, ale není centrovaná.⁶⁸ Bez této proměnné má konstanta parametry $b = 0,039$, $t(155) = 5,147$, $p < 0,001$ s 95%ními intervaly spolehlivosti 0,024 a 0,054.⁶⁹ Nevysvětlená variabilita je však i nadále ve všech případech statisticky významná, v nejlepším případě omezení na země s anglosaským zdrojem práva s $l^2 = 15,7\%$ je v modelu nezahrnujícím identifikaci studie statistika Q statisticky významná ($p = 0,022$).

Omezení efektů na podmnožiny vztahující se pouze k účetním ukazatelům, měřítkům koncentrace typu Block nebo typu Tx také zlepšuje přesnost výsledků, významně je však nemění.

⁶⁸ Více k centrování proměnných pro potřeby meta-analýzy v Field a Gillett (2010).

⁶⁹ Námí využitý syntax od Fielda a Gilletta (2010) pracuje s Fisherovou transformací r na z a b koeficienty nejsou zpětně transformovány, nicméně při hodnotách do 0,1000 jsou rozdíly zanedbatelné. Pro $z_r = 0,0993$ je odpovídající hodnota $r = 0,0990$. Vzorce jsou ve Field a Gillett (2010), nebo včetně převodní tabulky např. na <http://www.statisticshowto.com/fisher-z/>.

7 Diskuze

Identifikace studie

Proměnná identifikující konkrétní studii (StudyID) byla do analýzy zařazena ne na základě hypotézy vztahující se k předmětné oblasti, ale na základě doporučení pro každou meta-analýzu. Podobně postupují např. Wang a Shailer (2015), kteří hovoří o kontrole „study clusters“.⁷⁰ Taková proměnná zachycuje heterogenitu vnesenou do zkoumané souvislosti jinými způsoby, než které jsou identifikované ve zbytku modelu. Z výsledků je patrné, že má vysokou vysvětlivací schopnost. Při samostatném působení klesá podíl nevysvětlené systematické variability (statistika I^2) k 17 % a pouze v kombinaci s touto proměnnou je ve vícerozměrném (plném) modelu statistika Q statisticky nevýznamná na hladině $\alpha = 0,05$.

Kontrola identity vlastníka

Kontrola identity vlastníka není statisticky významným moderátorem souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku ani samostatně, ani v rámci plného modelu. Vliv kontroly identity vlastníka jsme předpokládali ze stejných důvodů, z jakých lze předpokládat vliv identity vlastníka na výkonnost. Pokud věříme, že identita vlastníka může ovlivňovat výkonnost, například že státní vlastnictví výkonnost snižuje (Thomsen a Pedersen, 2000), pak zařazení členu vyjadřujícího, zda primární studie tento fakt zohlednila, do rovnice, může působení koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku zpřesnit a reportované efekty by měly být silnější. Hypotézu H2, formulovanou na základě řady zdrojů zmíněných v části Vlastnická struktura jako mechanismus správy společností – Typ vlastníka ovšem na základě našich výsledků zamítáme. Důvodem však nemusí být, že by naše předpoklady byly mylné, ale to, že v našem vzorku efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví bylo jen 46 (8,9 %) efektů očištěno o vliv identity vlastníka. Náš závěr týkající se kontroly identity vlastníka tudíž není nijak silný. Meta-analytickým způsobem nebyl tento potenciální moderátor dosud zkoumán, proto nemůžeme rozvinout diskuzi tímto směrem.

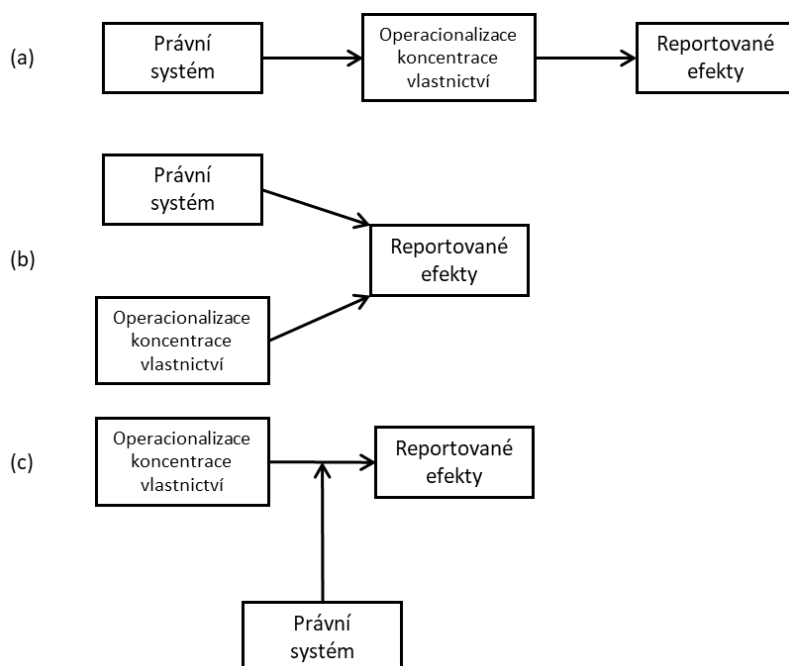
Operacionalizace koncentrace vlastnictví

Operacionalizace koncentrace vlastnictví v našem vzorku moderuje reportovanou souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Vliv použité míry koncentrace na dosažené výsledky predikují například Earle a kol., 2005, Maury a Pajuste, 2005, Cubin a Leech (1983) a mnozí další. V našem vzorku studie, které se opírají o součet podílů blockholderů, nachází v průměru mnohem slabější souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, která je dokonce opačného směru ($r_m = -0,01$), oproti studiím využívajícím součtu x největších vlastníků ($r_m = 0,14$). Volba měřítka koncentrace vlastnictví je tedy jedním ze zásadních rozhodnutí. Na druhou stranu, zatímco Sánchez-Ballesta a García-Meca (2007) nebo Dalton a kol. (2003) tento aspekt zcela pomíjí, Wang a Shailer (2015) volbu měřítka koncentrace vlastnictví do své meta-analýzy zařadili, nicméně moderační vliv nenalezli. Důležitou otázkou je, proč by vlastně měly studie spoléhající se na různá měřítka nalézat jiné výsledky. Měřítka koncentrace vlastnictví je měřítkem kontroly nad daným podnikem. V části Měření koncentrace vlastnictví jsme představili takových měřítek celou řadu. Některá z nich se dají označit za sofistikovanější, protože dokáží zohlednit relativní sílu velkých vlastníků (Herfindahl index, rozdílové HI nebo Tx), což říká, do jaké míry se dominantní vlastník zodpovídá dalším vlastníků. Potom lze očekávat, že taková měřítka budou nalézat přesnější výsledky, a to především tam, kde lze očekávat zastupitelský problém druhého typu, tj. vyvlastňování dominantním vlastníkem. Primární studie se však na ně doposud spoléhají v naprosto minimální míře, v našem vzorku tvoří jen zlomek skupiny měřítek Tx. Bylo by také možné považovat moderující vliv operacionalizace koncentrace vlastnictví za zdánlivý, velmi úzce totiž souvisí s proměnnou právní systém (Cramerovo $V = 0,231$, $p < 0,001$), která

⁷⁰ Nicméně opírají se o víceúrovňové modelování, tzn. jejich přístup pracuje s identifikací primární studie jiným způsobem než náš.

sama o sobě silně moderuje souvislost mezi koncentrací a výkonností. Tomu však odporují výsledky plného modelu, kdy při zařazení obou proměnných (právní systém, operacionalizace koncentrace vlastnictví) zůstávají obě statisticky významné. Vzhledem k tomu, že můžeme vyloučit kauzalitu operacionalizace koncentrace => právní systém a kauzalitu reportovaný efekt => operacionalizace koncentrace, můžeme uvažovat možnosti, že operacionalizace koncentrace je (a) zprostředkující proměnnou účinku právního systému na výši reportovaných primárních efektů, (b) se jedná o dvojí příčinu výše reportovaných primárních efektů, nebo (c) právní systém moderuje vliv operacionalizace koncentrace na výši reportovaných efektů.

Obr. č. 17: Možná vysvětlení souvislostí mezi operacionalizací koncentrace vlastnictví, právním systémem a výši reportovaných efektů



Podle podrobnějších výsledků se zdá nejpravděpodobnější třetí varianta. Rozdílný vliv operacionalizace koncentrace vlastnictví do kategorií Tx a Block na výši reportovaných efektů se totiž omezuje na země s anglosaským právním systémem jako zdrojem práva a na efekty vztahující se k výběrovým souborům obsahujícím mix zemí. V zemích s kontinentálním zdrojem práva kategorie Tx a Block neovlivňují výši reportovaných efektů. Fakt, že statisticky významný rozdíl v reportovaných efektech mezi kategoriemi Tx a Block se vztahuje především k anglosaským zemím, může být důsledkem toho, že v těchto zemích je typičtější nižší koncentrace vlastnictví, na druhou stranu mnoho autorů označuje slabou vlastnickou kontrolu v USA za mýtus (Leech, 1987, za Kanadu Gadhoum a kol., 2005). Pro definitivní rozhodnutí by bylo potřeba spíše případových studií než kvantitativního přístupu, podobně jako postupovali Berle a Means (1932), když položili základní kámen problematiky, kterou nyní zkoumáme. Hypotézu H3 nezamítáme, ale potvrzujeme ji pouze pro země s anglosaským zdrojem práva, případně s nižší typickou koncentrací vlastnictví.

Operacionalizace výkonnosti podniku

I operacionalizace závisle proměnné v našem vzorku významně moderuje výši efektů reportovaných primárními studii, a to jak samostatně, tak v plném modelu. Vztahuje-li se reportovaný efekt k účetnímu ukazateli finanční výkonnosti (typicky rentability), bývá kladný a podstatně vyšší ($r_m = 0,049$), než vztahuje-li se ke smíšenému ukazateli (typicky Tobinovo Q) finanční výkonnosti, který je dokonce v průměru záporný ($r_m = -0,019$). Možnost vlivu operacionalizace závisle proměnné na výsledky připouští snad všichni autoři v této oblasti a věnují se mu ať již explicitně, nebo alespoň tak, že do svých modelů zařazují různé závisle proměnné. Z práce Steigenbergera (2014) vyplývá, že je důležité volit závisle proměnnou s ohledem na zkoumané prediktory, pro konkrétní oblast zkoumání by tak mělo být typické, že jsou voleny stejné závisle proměnné. Přesto jsme v našem vzorku identifikovali cca 40 způsobů operacionalizace výkonnosti podniku. Tobinovo Q a účetní ukazatele byly nejzastoupenějšími kategoriemi; rozdíl mezi nimi popisují Demsetz a Villalonga (2001, s. 213), ale i další, takto: účetní ukazatele znamenají pohled zpět, nicméně nepodléhají náladě investorů, psychologickým vlivům. Tobinovo Q jakožto ukazatel zohledňující cenu akcií znamená pohled do budoucna a v některých způsobech výpočtu je imunní vůči manipulacím s oceňováním aktiv nebo s časovým rozlišením, na druhou stranu psychologické faktory mohou mít velký vliv. Z našich výsledků tedy vyplývá, že koncentrace vlastnictví pozitivně ovlivňuje finanční výkonnost podniku měřenou účetními ukazateli, ale buď ubližuje tržní hodnotě podniku, nebo jejímu vnímání investory. Wang a Shailer (2015) či Heugens a kol. (2009) ve svých vzorcích vliv operacionalizace výkonnosti podniku na výši reportovaných efektů nenašli, Dalton a kol. (2003) nicméně došli k opačným výsledkům než my: průměrné reportované efekty při zvolené závisle proměnné Tobinovo Q byly mnohem vyšší ($r_m = 0,14$) než při volbě ROA ($r_m = -0,02$), ROE ($r_m = -0,05$) či ROI ($r_m = -0,05$). Metodický postup Daltona a kol. (2003) však byl značně odlišný od našeho. K podobnému výsledku, jako je náš, došli ve své meta-analýze Sánchez-Ballesta a García-Meca (2007); při interpretaci výsledku se pak odvolávají na Daltona a kol. (1998) a výsledek pro ně znamená, že účetní ukazatele nezohledňují riziko, které pro akcionáře koncentrace vlastnictví představuje. Mohli bychom tedy říci, že koncentrace vlastnictví má objektivní pozitivní dopad na výkonnost podniků, ale subjektivně může být vnímána jako riziková. Hypotézu H4 potvrzujeme.

Podobně jako u operacionalizace koncentrace vlastnictví, i zde bychom se měli zabývat vlivem právního systému, se kterým volba závisle proměnné statisticky významně souvisí (Cramerovo V = 0,164, $p < 0,001$). Nicméně souvislost mezi volbou závisle proměnné a výši reportovaných efektů zůstává zachována ve všech námi definovaných právních systémech (anglosaský, kontinentální, mix), i v plném modelu. Není tedy zpochybněna ve smyslu, že by mohla být souvislosti zdánlivou, že by volba závisle proměnné byla mediátorem, nebo že by právní systém byl moderátorem působení operacionalizace výkonnosti podniků na výši reportovaných primárních efektů.

Právní systém

Právní systém je další proměnnou významně ovlivňující výši efektů reportovaných primárními studii. Průměrná výše efektů vztahujících se k podnikům ze zemí s kontinentálním zdrojem práva je podstatně vyšší ($r_m = 0,044$) než průměrná výše efektů vztahujících se k podnikům ze zemí s anglosaským zdrojem práva ($r_m = 0,004$). Vliv právního systému na souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku je předpokládán z více důvodů. Jedním z nich je typický model správních orgánů, který bývá v zemích s anglosaským zdrojem práva jednoúrovňový, kdežto v zemích s kontinentálním zdrojem práva dvojúrovňový. Podrobněji jsme rozdíl mezi těmito typickými modely i socio-ekonomickým a právním prostředím, v nichž fungují, rozebrali v kapitole Správa společností se shrnutím v subkapitole Klíčové charakteristiky a porovnání anglosaského a kontinentálního systému. Zde proto jen konstatujeme, že anglo-saský systém je spojen s vnější kontrolou, nízkým vlivem politických orgánů, pasivními vlastníky, individuálním prostředím, aktivními kapitálovými trhy,

krátkodobým horizontem, financováním skrze trh s vysokými transakčními náklady financování. Kontinentální systém je spojen s vnitřní kontrolou, vysokým vlivem politických představitelů, silnými a aktivními vlastníky, kolektivistickým prostředím, ilikvidními kapitálovými trhy, dlouhodobým horizontem, provázaností s bankami, silnými křížovými vazbami a relativně nízkými transakčními náklady kapitálu, který je tradičně získáván formou úvěrů. Důležitý aspekt je právní prostředí, které lépe chrání vlastníky v zemích s anglosaským zdrojem práva (např. Shleifer a Vishny, 1997), což se ukazuje také na našich datech: vymahatelnost práva, ochrana minoritních vlastníků i kvalita správy společností měřena indexem GMI jsou statisticky významně vyšší v zemích s anglosaským zdrojem práva. Z této pozice lze očekávat pozitivní vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku tam, kde je horší právní prostředí a absenci tohoto vlivu tam, kde je lepší právní prostředí. To je konzistentní jak s našimi výsledky, tak výsledky Sáncheze-Ballesty a García-Mecy (2007). Hypotézu H5 potvrzujeme.

Koeficient účinku

Koeficient účinku je další z řady metodických aspektů (Wang a Shailer, 2015, píše o „modelling choices“). V základním modelu se zdá, že způsob, jakým jsme získali velikost efektu, ovlivňuje výši tohoto efektu, především efekty získané z bety byly v průměru záporné ($r_m = -0,028$), zatímco efekty získané z t a df nebo z bivariačního r byly v průměru kladné ($r_m = 0,032$, respektive $r_m = 0,022$). V plném modelu však přestává být koeficient účinku statisticky významným moderátorem, jeho vliv je patrně nahrazen vlivem jiné proměnné nebo kombinací jiných proměnných. Vzhledem k tomu, že z teorie nemáme indície o tom, o jaké proměnné by se mělo jednat a ani existující meta-analýzy se nevěnují tomuto metodickému aspektu samostatně, spokojíme se se závěrem, že v kombinaci s ostatními proměnnými není koeficient účinku, resp. způsob imputace hodnoty efektu, významným moderátorem souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Hypotézu H6 zamítáme.

Kontrola endogeneity

I kontrola endogeneity je metodickou volbou. Řada autorů, počínaje Demsetzem (1983) i spolu Lehmem (Demsetz a Lehn, 1985) a dalšími, věří, že kauzalita může být i opačná a výkonnost podniku může ovlivňovat koncentraci vlastnictví. Podle tohoto předpokladu by měly primární studie kontrolovat tento problém, označovaný jako problém endogeneity. Typickým výsledkem by pak mělo být, že pokud vůbec existuje vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku, měl by být po očištění o zpětnou kauzalitu sice přesnější, ale nižší. V našem vzorku se nicméně kontrola endogeneity neukazuje jako významný moderátor výše efektů reportovaných primárními studiemi, a to ani samostatně, ani v plném modelu. To je v souladu s předpoklady s autory opačného názoru, než jaký zastávají Demsetz a následující, např. Heugense a kol. (2009), kteří zpětnou kauzalitu nepředpokládají. Podle Heugense a kol. (2009) jsou vlastnické struktury obvykle příliš stabilní na to, aby se přizpůsobovaly měnící se výkonnosti. Stabilita vlastnických struktur je podle nich podstatně vyšší na ilikvidních trzích. Z práce Gedajlovice a Shapira (2002) lze odvodit, že problém endogeneity by se mohl týkat pouze tržních ukazatelů. Hlubší analýzu komplikuje fakt, že efektů, v jejichž hodnotě je zohledněna možná zpětná kauzalita, je pouze 32 a testy v podsouborech tak nejsou statisticky významné. Nízký počet těchto efektů zároveň znamená, že naše zamítnutí hypotézy H7 není příliš silné. Nelze tedy jednoznačně říci, že kontrolovat endogeneity v primárních studiích je zbytečné.

Kontrola linearity

Další metodickou volbou je, zda zařadit do rovnice nelineární členy. Od práce Neuna a Santerreho (1986) vznikla řada studií, jež našly nelineární vztah mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Zařazení takového členu do rovnice by tedy mělo být správným metodickým přístupem a mělo by vést k přesnějším výsledkům. Z meta-analýz shledávají souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností nelineární Heugens a kol. (2009). Výsledky našich analýz však tuto hypotézu nepotvrzují a ošetření možné nelinearity neovlivňuje výši efektů reportovaných primárními studii, což je v souladu s výsledkem Wanga a Shailera (2015). Dalton a kol. (2003) se možné nelinearitě nevěnují, zatímco podle Sáncheze-Ballesty a García-Mecy se nelineární účinek koncentrace vlastnictví omezuje na výkonnost měřenou tržními ukazateli, kdežto pokud je výkonnost měřena účetními ukazateli, je účinek pozitivní lineární. Hlubší analýza v našich datech však tento závěr nepotvrzuje, ačkoli by mohl být důvodem, proč se v případě plného modelu kontrola linearity stává téměř signifikantním moderátorem ($p = 0,095$). Hypotézu H8 tedy nepotvrzujeme, ale zamítáme, ačkoli náš výsledek ani zde není příliš silný a může být ovlivněn i nevysokým počtem efektů, které možnou nelinearitu zohledňují, v našem vzorku ($N = 88$).

Kontrola dalších proměnných

Reportované efekty mohou být zkresleny v případě, že nebyly očištěny o vliv jevů, které mohou významně souviset především se závisle proměnnou, nebo dokonce zároveň se závisle proměnnou i prediktorem. Naše výsledky ukazují, že taková obava je adekvátní. Ze skupiny kategorií, do nichž jsme použité kontrolní proměnné rozdělili, ovlivňují statisticky významně výši efektů reportovaných primárními studii kontrola velikosti podniku a kontrola rizika na úrovni podniku. Velikost podniku byla v našem vzorku nejčastěji kontrolovaným jevem ($N = 255$) a hlubší analýza naznačuje, že pokud primární studie vliv velikosti kontrolovaly, byly nalézané efekty silnější ($r_m = 0,029$), než v případě, že vliv velikosti podniku kontrolován nebyl ($r_m = 0,021$). Velikost podniku je nejen prediktorem výkonnosti podniku (empiricky např. Konečný, Částek, 2016, s. 492), ale také koncentrace vlastnictví, což dokládají už Demsetz a Lehn (1985). Náš výsledek je v souladu s očekáváním, že s růstem velikosti podniku roste i jeho výkonnost, ale klesá koncentrace, i v souladu s výsledkem Wanga a Shailera (2015). Ostatní meta-analýzy na zkoumání tohoto typu moderátorů rezignovaly.

Další kategorií kontrolních proměnných se statisticky významným vlivem na výši efektů reportovaných primárními studii bylo riziko na úrovni podniku. Jedná se o druhou nejčastěji kontrolovanou kategorii ($N = 187$) a zároveň kategorii úzce související s velikostí podniku. Růst velikosti podniku je strategií zaměřenou proti rizikovosti (typicky cestou diverzifikace atp.) a dochází-li k růstu velikosti podniku, je typické, že obranou proti riziku na úrovni vlastníka je rozptýlování vlastnictví (Demsetz a Lehn, 1985). Vyšší míra rizika může být také projevem agresivních strategií (investice do výzkumu a vývoje, Yeh, 2005) nebo dynamičtějšího odvětví (Demsetz a Lehn, 1985). Diverzifikace pak může být důsledkem jak obrany proti riziku, tak opevňování manažerů ve svých pozicích při vyvlastňování majetku společnosti (Monsen a Downs, 1965, s. 232-3). Vyšší diverzifikaci proto lze očekávat tam, kde je rozptýlenější vlastnictví (Monsen a Downs, 1965), naopak vyšší výdaje na výzkum a vývoj tam, kde je vlastnictví koncentrovanější (Gamble, 2000). Rizikovost na úrovni podniku souvisí jak s výkonností podniku, tak s koncentrací vlastnictví. V našem případě jsme kategorii rizika na úrovni podniku spojili z velké míry s kapitálovou strukturou, kdy vyšší zapojení dluhového financování může být cestou k vyšší výkonnosti podniku, zároveň je ale rizikovější, a to i pro vlastníky. Na druhou stranu dle některých autorů (např. Jensen, 1989, Thomsen a Pedersen, 2000) vyšší dluhové financování snižuje zastupitelský problém prvního typu: věřitelé monitorují management. Z našich výsledků vyplývá, podobně jako pro kontrolu velikosti podniku, že pokud reportovaný efekt zohledňuje vliv rizikovosti na úrovni podniku, je vyšší ($r_m = 0,034$) než v opačném případě ($r_m = 0,019$). Pravděpodobně tudíž vyšší riziko sice zvyšuje výkonnost podniku, ale snižuje koncentraci vlastnictví, a proto, je-li kontrolováno, je reportovaný vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku vyšší. Wang a Shailer (2015), zkoumající riziko na úrovni podniku, nedochází k jednoznačnému závěru.

Ostatní kategorie kontrolních proměnných nevykazují v našem vzorku významný moderační vliv na velikost efektů reportovaných primárními studii. Jedná se o kategorie Odvětví, Kapitálová a výdajová struktura, Charakteristiky správy společnosti na úrovni podniku, Charakteristiky země a Ostatní charakteristiky vlastnické struktury. Hypotézy k nim vztahující se (H10, H12, H13, H14, H15) tudíž zamítáme. Opět se však nejedná o silný závěr, ale může se jednat o nedostatek pozorování – ostatní kategorie měly v našem vzorku podstatně nižší zastoupení, nebo také o nevhodnou volbu kategorií, kdy např. právě z nedostatku pozorování zahrnovala kategorie Charakteristiky správy společnosti na úrovni podniku jak velkou podmnožinu kontroly charakteristik správních orgánů, tak podmnožinu kontroly kvality správy společností měřené různými indexy na úrovni podniků. Například Wang a Shailer našli významný moderační vliv těchto kategorií: velikost, stáří organizace, správní orgány, tržní výkonnost, odvětví, rok, a nejednoznačný vliv kategorií: identita vlastníka, podíl hmotného majetku, finanční struktura, kapitálová intenzita, výdajová intenzita, růst, riziko.

Zkoumané období

Zkoumané období jsme do modelu přidali z důvodu kontroly prostředí, v němž vlastníci a podniky činí svá rozhodnutí. To se vyvíjí, obvykle sice pomalu, nicméně nepochybně. V našich datech je zkoumané odvětví významným moderátorem pouze na úrovni jednoduchého modelu, kde je jediným zkoumaným moderátorem. V plném modelu jeho moderační účinek mizí, pravděpodobně je nahrazen jinými proměnnými, jež přebírají jeho predikční schopnost. Vzhledem k tomu, že teorie se tomuto jevu explicitně nevěnuje, můžeme jen odhadovat, že zkoumané období bude úzce souviset s identifikací studie (StudyID), možná také s právním systémem, či některými metodickými volbami (zda jsou kontrolovány linearita, endogeneita, či další jevy). Z meta-analýz kladli na zkoumané období velký důraz Boyd a Solarino (2016), kteří sice ukázali silnou souvislost roku publikování studie (který koreluje se zkoumaným obdobím, $r_s = 0,836$, $p < 0,001$) s teoretickým zázemím primárních studií, předmětem zkoumání i zemí původu studie, ale vliv časové dimenze nijak nekvantifikovali. Heugens a kol. (2009) se zkoumanému období věnovali, ale při svém vzorku efektů z asijských zemí je jen při testech robustnosti rozdělili do tří skupin: před asijskou finanční krizí v 90. letech, v průběhu krize a po krizi. Takto specifikovaná časová dimenze nijak neovlivnila jimi nalezené souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniků. Stejný výsledek mělo zahrnutí proměnné vyjadřující, kdy byla primární studie publikována. Je tedy pravděpodobné, že ve vícerozměrné meta-analýze není vliv zkoumaného období důležitý a můžeme spolehlivě zamítnout hypotézu H16.

Vymahatelnost práva

Jak jsme již uvedli výše a jak se odrazilo v hypotéze H17, lze předpokládat, že vyšší kvalita právního prostředí povede k nižšímu vlivu koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Je tomu tak proto, že jedním z důvodů koncentrovaného vlastnictví je ochrana akcionářů před managementem (první problém řešený teorií zastupitelnosti). Vymahatelnost práva je jednou z možností, jak kvalitu právního prostředí kvantifikovat. Naše výsledky jsou v souladu s předpoklady a tam, kde je vyšší kvalita právního prostředí, jsou efekty reportované primárními studii slabší. Dokonce pokud rozdělíme efekty do dvou skupin podle toho, zda je hodnota vymahatelnosti práva v dané zemi nad mediánem nebo pod mediánem, nacházíme i různé směry působení koncentrace vlastnictví. V zemích s vyšší vymahatelností práva je průměrný efekt koncentrace vlastnictví záporný a slabý $r_m = -0,005$, kdežto v zemích s nižší vymahatelností práva je průměrný efekt koncentrace vlastnictví kladný a silnější $r_m = 0,021$. Podrobnější vyjádření kvality právního prostředí než jen anglosaský či kontinentální zdroj práva zvolili ve svých meta-analýzách Wang a Shailer (2015) a Heugens a kol. (2009). Prvně jmenovaní zvolili operacionalizaci, která je adekvátní spíše pro naši ochranu minoritních vlastníků. Heugens a kol. (2009) se také spolehli, mimo další, na index vymahatelnosti práva, nicméně na vzorku asijských zemí našli silný opačný vliv: čím vyšší byla vymahatelnost práva v dané zemi, tím silnější byl účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Jejich vysvětlení zní, že v těchto zemích je efektivita

účinku koncentrace vlastnictví závislá na vymahatelnosti práva. Protože asijské země typicky vychází z kontinentálního práva a tendují k vyšší koncentraci vlastnictví, rozdělili jsme náš vzorek na země s anglosaským a kontinentálním zdrojem práva. Zde se zdá, že v zemích s anglosaským zdrojem práva, které mají skutečně vyšší hodnoty indexu vymahatelnosti práva, nemá vymahatelnost práva žádný vliv na výši efektů reportovaných primárními studii, kdežto v zemích s kontinentálním zdrojem práva je tento vliv poměrně silný ($t(115) = 5,258$, $p < 0,001$), nicméně nadále platí, že v zemích s vyšší úrovní vymahatelnosti práva je průměrný efekt záporný ($r_m = -0,134$), kdežto v zemích s nižší úrovní vymahatelnosti práva je kladný ($r_m = 0,028$). V našem případě tedy potvrzujeme hypotézu H17 s tím, že platí pouze v zemích s kontinentálním zdrojem práva a zřejmě tedy vyšší vymahatelnost práva znamená minimalizaci druhého problému teorie zastupitelnosti, vyvlastňování dominantním vlastníkem na úkor minoritních vlastníků.

Ochrana minoritních vlastníků

I u ochrany minoritních vlastníků jsme předpokládali, že pokud bude vyšší, bude mít koncentrace vlastnictví vyšší účinek na výkonnost podniku, protože dominantní vlastníci budou mít menší možnosti vyvlastňovat a tudíž výkonnost zhoršovat. To potvrzují i naše výsledky. Při nejnižší ochraně minoritních vlastníků jsou efekty reportované primárními studii nejnižší a dokonce i záporné ($r_m = -0,089$), zatímco při vyšších stupních ochrany se pohybují od $r_m = 0,002$ do $r_m = 0,014$. Heugens a kol. (2009) se spolehli na alternativu k indexu ochrany minoritních vlastníků (Antidirector rights), index míry vyvlastňování (Private benefits of control index). Tentokrát Heugens a kol. (2009) předpokládají stejný směr působení moderátoru (negativní) jako my, odvolávají se přitom na Shleifera a Vishnyho (1997) s tím, že koncentrované vlastnictví a právní ochrana jsou substituty. Jejich výsledky tento směr působení potvrzují a jsou tedy v souladu s našimi. V neposlední řadě Wang a Shailer (2015) formulují svůj vlastní index, složený ze dvou indexů měřících ochranu minoritních vlastníků a využitých již Shleiferem a Vishnym (1997). Jedná se o indexy antidirector rights, tedy ten, který využíváme i my, a anti-self dealing index. Tyto indexy průměrují a země rozdělují do tří skupin: nízká, střední a vysoká ochrana vlastníků, a to především minoritních. I Wang a Shailer dochází ke stejnému závěru jako my a Heugens a kol. (2009). Hypotézu H18 tedy můžeme považovat za potvrzenou.

Kvalita správy společností (GMI)

Kvalita správy společností jako taková může mít dvojitý účinek na námi analyzovaný vztah. Může snižovat riziko zastupitelského problému prvního typu, tudíž motivovat k rozptýlenému vlastnictví, které nebude vykoupeno ani vyššími monitorovacími/sladovacími náklady, ani nižší výkonností (Jensen a Meckling, 1976), stejně jako může snižovat riziko zastupitelského problému druhého typu, tudíž motivovat ke koncentrovanému vlastnictví, které nebude vykoupeno vyšším vyvlastňováním dominantním vlastníkem (Mueller, 2006) a zároveň může mít lepší předpoklady pro uplatnění pozitivních efektů na výkonnost a kvalita správy společností tak nemusí být substitutem koncentrace vlastnictví, ale komplementem (Aoki, 2001, cit. z Heugens a kol., 2009). Naše výsledky potvrzují spíše substituční hypotézu a řešení zastupitelského problému druhého typu, protože čím vyšší je kvalita správy společností, tím nižší jsou efekty reportované primárními studii. Ostatní meta-analýzy na toto téma, pokud zvažují tyto aspekty makro prostředí, nevyužívají GMI index ale již představené indexy, které jsou indexu GMI alternativou. S výjimkou pozitivního působení vymahatelnosti práva dle Heugense a kol. (2009) jsou ostatní výsledky působení právních aspektů makro prostředí v souladu s naším výsledkem působení kvality správy společností měřeným indexem GMI. Hypotézu č. 19 tedy můžeme považovat za potvrzenou.

HDP na obyvatele

Hrubý domácí produkt na obyvatele je jedním z ukazatelů životní úrovně a ekonomického rozvoje a může souviset s vícero proměnnými, které jsme již analyzovali. La Porta a kol. (1997) ukazují, že úzce souvisí s vymahatelností práva. North (1990, cit. z Heugens a kol., 2009) vysvětluje, že ekonomický rozvoj souvisí se sociálním smírem, individuálními svobodami činit investiční a nákupní rozhodnutí, jistotou a převoditelností majetkových práv, vynutitelností smluvních závazků prostřednictvím právního systému. Johnson a kol. (2000) tvrdí, že v časech krize je vyvlastňování mnohem vyšší, než jindy, přičemž hodnota HDP na obyvatele může být aproximací ekonomické situace. Naše výsledky ukazují, že HDP na obyvatele má významný vliv na výši efektů reportovaných primárními studii, nicméně pouze v případě modelu, kde je HDP na obyvatele jediným analyzovaným moderátorem. Vliv HDP na obyvatele je negativní, tudíž čím vyšší je životní úroveň/ekonomický rozvoj země, tím nižší jsou efekty reportované primárními studii. Ekonomickou vyspělost do své meta-analýzy zařadili i Wang a Shailer (2015), také se silně negativním dopadem na efekty reportované primárními studii, nicméně v jejich případě měřili ekonomickou vyspělost jako podíl průmyslu na HDP a takto vstupovala do kompozitního indexu spolu s indexy ekonomické svobody (The Heritage Foundation Index of Economic Freedom) a ochrany věřitelských práv (Strength of Legal Rights Index). Heugens a kol. (2009) našli silný negativní vliv HDP na hlavu, který nebyl zpochybněn ani dalšími proměnnými ve vícerozměrném modelu (vymahatelnost práva, ochrana minoritních vlastníků, rok publikování, kvalita primární studie, zda byla primární studie longitudinální, tržní kapitalizace). V našem případě však vysvětlovací schopnost HDP na hlavu zjevně přebírají jiné proměnné, zahrnuté do plného modelu a hypotézu H20 nemůžeme potvrdit.

Tržní kapitalizace v poměru k HDP

Velikost kapitálového trhu určuje likviditu trhu, která ovlivňuje náklady změny vlastnické struktury (Maug, 1998), možnost nepřátelského převzetí, investiční rozhodnutí, apod. Li a kol. (2013) našli silnou pozitivní korelaci mezi velikostí kapitálového trhu a ochranou minoritních vlastníků. Velikost trhu je také ukazatelem ekonomické vyspělosti, tedy se k ní vztahují podobné předpoklady, jako výše k HDP na obyvatele. V našem vzorku je moderující vliv tržní kapitalizace v poměru k HDP negativní, tedy stejný jako HDP na obyvatele: čím větší je velikost kapitálového trhu dané země, tím nižší jsou efekty reportované primárními studii. I u velikosti trhu se tedy zdá, že dokáže substituovat koncentraci vlastnictví jako mechanismus správy společností. Nezdá se však, že dokáže mírnit negativní aspekty vyšší koncentrace, což mohou být právě vyšší transakční náklady na změnu vlastnické struktury. Nicméně v plném modelu se vliv velikosti trhu stává statisticky nevýznamným a je tak pravděpodobně nahrazen vlivy jiných proměnných. V práci Heugense a kol. zůstává velikost trhu statisticky významným ukazatelem i v jejich období plného modelu (vymahatelnost práva, ochrana minoritních vlastníků, rok publikování, kvalita primární studie, zda byla primární studie longitudinální, HDP na obyvatele) a označují její vliv za pozitivní. V jejich případě asijských ekonomik je vliv velikosti trhu spíše komplementární ke koncentraci vlastnictví, transakční náklady zmenšuje, než že by byl substituční a koncentraci vlastnictví nahrazoval. V našem případě však musíme hypotézu H21 zamítnout.

Individualismus

Aspekty národní kultury velmi silně ovlivňují institucionální nastavení jednotlivých zemí i chování lidí jako ekonomických aktérů, ať již coby vlastníků drobných, dominantních nebo manažerů. Davis a kol. (1997) predikují, že v kolektivistických kulturách budou panovat vztahy mezi zastupujícím a zastupovaným ve smyslu teorie správcovství, tedy že první typ zastupitelského problému nebude tak výrazným, jak postuluje teorie zastupitelnosti. Doposud však nevznikla studie, která by brala míru individualismu v potaz při vysvětlování souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností, ačkoli koncentrace vlastnictví by měla být dle teorie zastupitelnosti cestou právě k minimalizaci zastupitelského problému prvního typu. Dokonce ani na meta-analytické úrovni nebyly zatím kulturní

aspekty brány v potaz. Z našich dat však vyplývá, že míra individualismu je významným moderátorem souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku a že čím vyšší je individualismus, tím vyšší jsou efekty reportované primárními studii. To je v souladu jak s předpoklady teorie zastupitelnosti, tak s předpoklady teorie správcovství. Ukazuje se tedy, že platí obě tyto teorie, jejich platnost je však kontextuální. Pokud je míra individualismu vysoká, platí předpoklady a závěry teorie zastupitelnosti, pokud je nízká, platí předpoklady a závěry teorie správcovství. Hypotézu H22 můžeme potvrdit.

Vzdálenost moci

Naše argumentace u vzdálenosti moci je velmi podobná, jako u předchozí míry individualismu. Předpokládáme vliv kulturních aspektů na předmětnou problematiku a opíráme se o predikci Davise a kol. (1997), že v kulturách s nižší vzdáleností moci se bude spíše utvářet vztah principál-správce, než vztah principál-zastupitel. Opět žádná předchozí studie nebrala v potaz vzdálenost moci při vysvětlování souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, a to ani na meta-analytické úrovni. Z našich dat vyplývá, podobně jako u míry individualismu, že vzdálenost moci je významným moderátorem souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku a čím vyšší vzdálenost moci je, tím vyšší jsou efekty reportované primárními studii. Potvrzuje se tedy předpoklad Davise a kol. (1997), že v případě vysoké vzdálenosti moci budou vztahy mezi zastupovaným a zastupujícím spíše ve smyslu teorie zastupitelství, se všemi jejími důsledky: koncentrované vlastnictví bude efektivní obranou proti zastupitelskému problému prvního typu. Naopak v zemích s nízkou vzdáleností moci budou vznikat vztahy typu správce a koncentrované vlastnictví nebude třeba v takové míře. Hypotézu H23 můžeme potvrdit.

Tab. č. 28: Souhrn výsledků REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, porovnání základních a plných modelů

Moderátor	Samostatné působení							Vícerozměrný model						
	Moderátor			Q			I ²	Moderátor			Q			I ²
	t/χ ²	df	p	χ ²	df	p		t/χ ²	df	p	χ ²	df	p	
StudyID	900,565	156	0,001	430,037	357	0,005	17,0	904,960	156	0,001	378,633	336	0,054	11,3
Identita vlastníka	0,635	1	0,426	846,092	512	0,001	39,5	1,120	1	0,290				
Operacionalizace koncentrace vlastnictví	19,910	3	0,001	828,969	510	0,001	38,5	8,445	3	0,038				
Operacionalizace závisle proměnné	25,349	3	0,001	821,447	510	0,001	37,9	18,936	3	0,001				
Právní systém	7,594	2	0,022	836,116	511	0,001	38,9	28,860	2	0,001				
Koeficient účinku	19,425	2	0,001	864,919	511	0,001	40,9	0,643	2	0,725				
Kontrola endogeneity	0,001	1	0,992	841,455	512	0,001	39,2	0,483	1	0,487				
Kontrola linearity	0,744	1	0,389	841,339	512	0,001	39,1	2,781	1	0,095				
Kontrola velikosti	0,924	1	0,336	841,387	512	0,001	39,1	5,050	1	0,025				
Kontrola odvětví	0,162	1	0,687	844,400	512	0,001	39,4	0,463	1	0,496				
Kontrola rizika na úrovni podniku	4,925	1	0,026	837,299	512	0,001	38,9	11,115	1	0,001				
Kontrola kapitálové a výdajové strukt.	0,197	1	0,657	844,530	512	0,001	39,4	2,878	1	0,090				
Kontrola charakteristik CG na úrovni podniku	0,345	1	0,557	845,957	512	0,001	39,5	1,359	1	0,244				
Kontrola charakteristik země	0,557	1	0,456	845,720	512	0,001	39,5	2,222	1	0,136				
Kontrola ostatních charakteristik vlastnické strukt.	0,339	1	0,561	846,587	512	0,001	39,5	0,599	1	0,439				
Zkoumané období	2,042	511	0,042	849,139	512	0,001	39,7	0,374	335	0,709				
Vymahatelnost práva ¹	14,843	1	0,001	562,895	330	0,001	41,4	10,488	1	0,001	490,534	310	0,001	36,8
Ochrana minoritních vlastníků	13,227	4	0,010	500,361	305	0,001	39,0	4,511	287	0,001	426,195	288	0,001	32,4
Kvalita správy společností (GMI) ¹	14,518	1	0,001	594,216	369	0,001	37,9	15,059	1	0,001	525,979	349	0,001	33,6
HDP na obyvatele ¹	4,786	1	0,029	675,682	415	0,001	38,6	0,020	1	0,889	615,876	395	0,001	35,9
Tržní kapitalizace v poměru k HDP	-3,046	368	0,002	579,621	369	0,001	36,3	-1,694	347	0,091	524,568	348	0,001	33,7
Individualismus	-3,430	419	0,001	702,479	420	0,001	40,2	3,117	398	0,002	599,033	399	0,001	33,4
Vzdálenost moci	4,711	419	0,001	687,478	420	0,001	38,9	4,491	398	0,001				

Pozn.: Hodnoty 0,001 mohou ve skutečnosti znamenat menší než 0,001. Statisticky významné moderátory jsou kurzívou.

¹ Tyto proměnné vstoupily do modelu jako dichotomické vzhledem ke svému problematickému rozložení.

7.1 Shrnutí

Metodická rozhodnutí

Z našich výsledků vyplývá, že řada metodických rozhodnutí, která Wang a Shailer (2015) označují za „modelling choices“, silně ovlivňuje výsledky, které primární studie nalézají. Jedná se o operacionalizaci koncentrace vlastnictví, operacionalizaci závisle proměnné, zařazené kontrolní proměnné a může se jednat o metodu odhadu modelu. V našich datech se naopak nepotvrdil vliv kontroly problému endogeneity a vliv toho, zda primární studie zvažovala možnou nelinearitu souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku.

Hned první z těchto rozhodnutí, tedy operacionalizace koncentrace vlastnictví, má ne zcela jednoznačný vliv. Ačkoli je tento metodický aspekt v literatuře hojně diskutován, aktuální trend snažit se měřítkem koncentrace vlastnictví zohlednit relativní sílu velkých vlastníků zatím není v primárních studiích příliš reflektován. Realitou jsou spíše jednodušší měřítka typu součtu podílů x největších vlastníků (Tx), typicky jednoho až pěti největších, nebo součtu podílů vlastníků s vlastnickým podílem vyšším než definovaný práh (block), typicky 1 %, 3 % nebo 5 %. Avšak i tato volba významně ovlivňuje efekty reportované primárními studii. *Pokud se studie vztahuje k zemím s anglosaským zdrojem práva, pak volba Tx znamená silnější nalézané pozitivní souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, kdežto volba block nachází souvislosti slabší a je možné, že tato souvislost je dokonce záporná.* V zemích s kontinentálním zdrojem práva volba mezi měřítka Tx a block nehraje roli, což ale nemusí znamenat, že volba měřítka koncentrace vlastnictví ve studiích vztahujících se k zemím s kontinentálním zdrojem práva nehraje roli. Pro země s kontinentálním zdrojem práva je typická vyšší koncentrace vlastnictví a pravděpodobnější je zastupitelský problém druhého typu, tedy vyvlastňování dominantním vlastníkem na úkor ostatních vlastníků. Tento problém však nevystihuje ani Tx, ani block. Zůstává zde nezodpovězena ještě otázka, proč volba Tx nalézá silnější souvislosti a volba block ne. Její zodpovězení by ale bylo možné pouze pomocí prozkoumání jednotlivých případů, meta-analýza k tomuto nedisponuje dostatečnými daty.

I operacionalizace závisle proměnné je zásadním rozhodnutím. Ačkoli by z logiky zkoumané problematiky mělo vyplývat, který způsob vyjádření výkonnosti je adekvátní, v naší oblasti neexistuje tendence směrem k jednomu obecně uznávanému měřítku. Nejčastější operacionalizace tak jsou různá vyjádření rentability, případně Tobinovo Q. Tyto dva přístupy také reprezentují odlišné pohledy na výkonnost podniku. Rentability se ohlíží zpět na uzavřené účetní období, kdežto Tobinovo Q v sobě obsahuje očekávání trhu, tedy pohled dopředu. V tomto ohledu platí, že *koncentrace vlastnictví pozitivně ovlivňuje účetně měřenou výkonnost a negativně výkonnost zohledňující očekávání trhu.* Trh pravděpodobně očekává s vyšší koncentrací vlastnictví vyšší výskyt možného zastupitelského problému druhého typu (vyvlastňování dominantním vlastníkem na úkor slabších vlastníků), případně kalkuluje s vyššími transakčními náklady na změnu koncentrovaného vlastnictví, nebo nedůvěřuje kvalitě rozhodnutí dominantního vlastníka, který typicky dokáže ovlivňovat správní orgány a tím určení strategie i její výkon bez velkého zohlednění názorů dalších vlastníků. Naopak účetní ukazatele mohou objektivněji měřit pozitivní dopady koncentrace vlastnictví, například snižování možnosti výskytu zastupitelského problému prvního typu, či faktu, že velcí vlastníci neváhají v časech krize poskytnout podniku dodatečné financování, know-how apod.

Způsob odhadu modelu, zda se jedná o vícerozměrnou nebo bivariační statistiku, v našem vzorku nehrál roli, stejně jako kontrolování problému endogeneity nebo ošetření možné nelinearity. Zvláště problém endogeneity, či přesněji reverzní kauzality, je nyní v oblasti správy společností aktuálním tématem, který zatím nemá jednoznačný závěr. Podle našich výsledků by bylo možné říci, že problém endogeneity není obecně platný, resp. není v primární studii nezbytně nutné problém endogeneity metodicky adresovat. Vezmeme-li však v potaz testy robustnosti, vzhledem k tomu, že některé

primární studie dochází k opačnému závěru a vzhledem k tomu, že v našem vzorku bylo o reverzní kauzalitu očištěno jen 32 efektů, je možné, že náš závěr platí jen pro některé okolnosti. Literatura naznačuje, že by problém zpětné kauzality mohl nastávat spíše v případě využití tržních ukazatelů a likvidních trhů, které jsou typičtější v zemích s relativně nižší koncentrací vlastnictví a obvykle s anglosaským zdrojem práva, tedy *je pravděpodobné, že výskyt zpětné kauzality souvisí i s uplatňovaným systémem správy společností, což potvrzují i naše testy robustnosti.*

Ačkoli řada primárních studií našla nelineární souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, z našich dat na první pohled nevyplývá, že by ošetření nelinearity, a to ať již zařazením kvadratického či kubického členu, využitím ordinálního měřítka koncentrace, nebo využitím piecewise regrese apod., bylo nezbytné. Opět však teoretické předpoklady, některé primární studie a testy robustnosti naznačují opak. Proto *adresování možnosti nelinearity můžeme doporučit, ale není nezbytné.*

Z kontrolních proměnných, které bývají primárními studii využívány, se ukazuje jako důležité zařazovat do analýzy velikost podniku a riziko na úrovni podniku. *Kontrola velikosti podniku a kontrola rizika na úrovni podniku znamená silnější nacházené účinky koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku.* V obou případech se jedná o jevy, které mají vliv jak na koncentraci vlastnictví, tak na výkonnost podniku, přičemž na koncentraci vlastnictví mají negativní vliv, zatímco na výkonnost podniku pozitivní vliv. Protože koncentrace vlastnictví má obecně pozitivní vliv na výkonnost podniku, očištění souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku o působení velikosti podniku a rizika na úrovni podniku znamená silnější nacházené účinky koncentrace na výkonnost.

[Charakteristiky základních/výběrových souborů, charakteristiky země](#)

Další množina proměnných, které mohou ovlivňovat nalézané souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, se týká charakteristik populací – základních souborů, k nimž se efekty reportované primárními studii vztahují. Proměnnými, které se v našem případě ukazují jako důležité, jsou pramen práva, vymahatelnost práva, ochrana minoritních vlastníků, kvalita správy společností, individualismus a vzdálenost moci. V případě, že se jedná o meta-analýzu nebo o analýzu podniků z více zemí, měly by být tyto proměnné součástí odhadovaného modelu. Naopak ekonomiku popisující proměnné HDP na obyvatele a tržní kapitalizace se jako silné moderátory nepotvrdily.

Právní systém je zásadním moderátorem, nezohledníme-li další faktory (např. metodické aspekty), pak platí, že *v zemích s anglosaským pramenem práva se souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku blíží nule, kdežto v zemích s kontinentálním pramenem práva je pozitivní.* Podle tohoto výsledku jsou tedy v zemích s anglosaským zdrojem práva vnější kontrola a právní ochrana vlastníků dostatečně efektivní, zastupitelský problém prvního typu (vyvlastňování managementem na úkor vlastníků) je zřejmě minimalizován a koncentrace vlastnictví vedoucí k vyššímu monitorování managementu není třeba. Není však třeba ani rozptýleného vlastnictví (souvislost není záporná), například k lepšímu přístupu k dodatečnému kapitálu úpisem dalšího základního jmění. Zároveň pozitivní efekt koncentrace vlastnictví v zemích s kontinentálním zdrojem práva znamená, že případné vyšší náklady na změnu vlastnické struktury v podmínkách vyšší koncentrace vlastnictví a ilikvidních trhů jsou vyváženy přínosy koncentrovaného vlastnictví, jako jsou dodatečné financování v případě poklesu výkonnosti, dodávání know-how, zástupci vlastníků ve správních orgánech. Obávaný zastupitelský problém druhého typu, tedy vyvlastňování dominantním vlastníkem na úkor ostatních, buď reálně neexistuje, nebo je vyváženo pozitiviv.

Vymahatelnost práva úzce souvisí s pramenem právního systému a přestavuje konkrétnější specifikaci makro prostředí. Předpokládali jsme, že čím vyšší bude vymahatelnost práva, tím nižší bude souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku a opačně. Tento předpoklad se potvrdil a skutečně

platí, že *čím nižší je vymahatelnost práva, tím vyšší je účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku, ovšem pouze v zemích s kontinentálním zdrojem práva*. V zemích s anglosaským pramenem práva nemá vymahatelnost práva vliv na souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. Je pravděpodobné, že moderující vliv vymahatelnosti práva je nelineární. V zemích s anglosaským zdrojem práva je vymahatelnost práva typicky na vysoké úrovni a další nárůst úrovně vymahatelnosti již pravděpodobně neoslabuje souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku. V zemích s kontinentálním zdrojem práva je vymahatelnost práva typicky nižší a v tomto oboru hodnot vymahatelnosti práva se vliv vymahatelnosti práva projevuje. Lze tedy předpokládat, že s vyšší vymahatelností práva klesá motivace vlastníků bránit se managementu koncentrací vlastnictví, protože management se dostatečně snaží konat v souladu s cíli vlastníků.

Dalšími operacionalizacemi kvality právního rámce byly v našem případě ochrana minoritních vlastníků a kvalita správy společností. Na rozdíl od proměnné vymahatelnost práva se jejich moderující účinek neomezuje na nějakou podmnožinu a platí všeobecně. Můžeme tedy říci, že *čím méně kvalitní právní rámec je, tím vyšší je efekt koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku*. Kvalita právního rámce může být považována za komplementární ke koncentraci vlastnictví, jinými slovy kvalita právního rámce může posilovat působení koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Naše data však ukazují, že kvalita právního rámce specifikovaná jako ochrana minoritních vlastníků (rule of law index, anti-director index či jako GMI index) je spíše substitutem koncentrace vlastnictví a je-li prostředí kvalitní, není pro dosažení vyšší výkonnosti potřeba vlastnictví koncentrovat.

Kulturní odlišnosti, ač doposud v tomto kontextu nezkoumány, moderují souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku silně. *Čím vyšší je míra individualismu, tedy integrace členů společnosti do skupin, v dané zemi, tím vyšší je pozitivní účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost*. Námí nalezený výsledek tedy znamená, že mohou platit jak teorie zastupitelnosti, tak teorie správcovství, ačkoli mají rozdílná východiska a dochází k odlišným závěrům. Tam, kde je míra individualismu vysoká, je koncentrované vlastnictví cestou k vyšší výkonnosti, tedy pravděpodobně řeší zastupitelský problém prvního typu – vyvlastňování manažery na úkor vlastníků. Kvůli nízkému vnitřnímu souladu cílů vlastníků s cíli manažerů je třeba tyto monitorovat, což je jednodušší při koncentrovaném vlastnictví. Teorie správcovství naopak věří ve vnitřní soulad cílů manažerů s cíli vlastníků, i dalších zúčastněných, což jsou podmínky vysoké míry kolektivismu, a pokud tyto panují, pak není třeba manažery monitorovat, důsledkem čehož je absence vlivu koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku.

Identický vliv jako míra individualismu má vzdálenost moci. *Čím vyšší je vzdálenost moci, tedy míra, do jaké méně mocní členové institucí a organizací dané země očekávají a akceptují, že moc je rozdělena nerovnoměrně, tím vyšší je pozitivní účinek koncentrace vlastnictví*. Pokud je vysoká vzdálenost moci, nedochází ke ztotožnění cílů manažerů, vlastníků a dalších zúčastněných a k dosažení vyšší výkonnosti je třeba manažery dostatečně monitorovat, což je jednodušší a spíše se to vyplatí při vyšší koncentraci vlastnictví, vedoucí z tohoto důvodu k vyšší výkonnosti. Při nízkém mocenském odstupu se cíle manažerů, vlastníků a dalších zúčastněných ztotožňují jednodušeji, možná až automaticky a není třeba vyšší koncentrace ke značnému monitorování, resp. vyšší koncentrace vlastnictví buď neznamená vyšší monitorování, nebo toto nevede k vyšší výkonnosti, protože její úroveň na monitorování nezávisí.

Indikátory ekonomické vyspělosti mohou být významnými moderátory souvislosti mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, nicméně jejich působení na souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku může být i pouze zdánlivá. Proto *není jednoznačné, zda HDP na obyvatele či tržní kapitalizace v poměru k HDP ovlivňují účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku*.

Charakteristiky studie

Charakteristiky studie, odhlédnuto od těch metodických, jsou poslední možnou zkoumanou kategorií potenciálních moderátorů. Patří sem zkoumané období nebo rok publikace, statut publikace (publikační standardy), identifikace publikace a možné publikační zkreslení. V našem případě hraje důležitou roli z tohoto výčtu pouze identifikace studie (StudyID).

Dokázali jsme, že naše výsledky nejsou ohroženy možným publikačním zkreslením ani ve smyslu tzv. „šuplíkového“ efektu, tedy že by v našem vzorku chyběly studie, jež by nenacházely dostatečně silné nebo zobecnitelné souvislosti, ani v tom smyslu, že by v našem vzorku byly i studie nekvalitní. Výsledky nejsou ovlivněny ani zkoumaným obdobím nebo rokem publikování.

Velmi silným moderátorem je však proměnná identifikující konkrétní studie. To znamená, že v našem vzorku zůstává značná jinak nevysvětlená heterogenita. Je to pravděpodobně důsledkem naší metodické volby nezužovat rešeršované primární studie kritérii, jako jsou například konkrétní zodpovídaná výzkumná otázka, okruh časopisů, v nichž byly publikovány, apod. Zatímco tento přístup přináší větší vzorek a menší riziko šuplíkového efektu, dalším důsledkem je i vyšší heterogenita. Na druhou stranu, *provedli jsme řadu testů robustnosti a ty ověřily, že námi dosažené výsledky jsou reliabilní.*

Koncentrace vlastnictví a účinek na výkonnost podniku

Doposud jsme se věnovali rozličným aspektům zkoumání účinku koncentrace vlastnictví na výkonnost, ale k samotnému účinku koncentrace na výkonnost jsme se zatím komplexně nevyjádřili. Konstanta v odhadovaných modelech reprezentuje právě průměrný účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. Je-li statisticky významná, znamená, že zkoumaný účinek je odlišný od nuly. To je případ všech dílčích modelů, které obsahovaly pouze jeden moderátor. Pokud není konstanta statisticky významná, pak nelze s jistotou říci, že účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost se odlišuje od nuly a mohlo by se zdát, že o účinku koncentrace vlastnictví na výkonnost nelze hovořit, tedy že zamítáme hypotézu H1. To je případ všech „plných modelů“. Všechny modely jsou zároveň vysoce statisticky významné, tedy naše závěry můžeme zobecňovat.

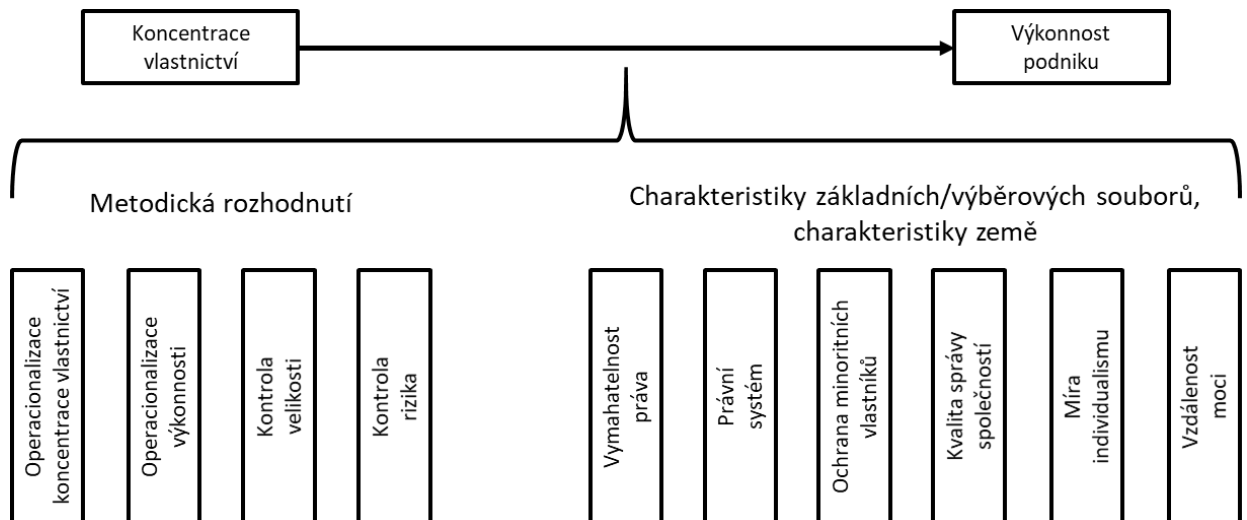
Zároveň ale víme, že na zkoumanou souvislost působí řada velmi silných moderátorů, kdy některé úrovně některých moderátorů dost možná mění směr zkoumané souvislosti (účinek koncentrace vlastnictví na tržní/smíšenou výkonnost, některé aspekty systémů s anglosaským zdrojem práva) na negativní. Na základě hlubších analýz *můžeme s jistotou tvrdit, že koncentrace vlastnictví má pozitivní účinek na výkonnost podniků v zemích s kontinentálním zdrojem práva a je dost možné, že účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniků existuje i v zemích s anglosaským zdrojem práva.* V zemích s anglosaským zdrojem práva však směr účinku může více záviset na moderátorech, tedy na okolnostech, než v zemích s kontinentálním zdrojem práva.

Pokud u nějakého statistického testu vyslovíme závěr, že je statisticky významný, znamená to zamítnutí nulové hypotézy, v našem případě o neexistenci souvislosti. Statistická významnost však neznamená významnost věcnou. Další otázka tedy zní, jak je daná souvislost významná meritorně. Typická interpretace u měřítek souvislosti (r , d , V) je zhruba 0,1 – 0,3 malá síla souvislosti, 0,3 – 0,7 střední a 0,7 – 1,0 velká (Hendl, 2009, s. 246) s tím, že se přihlíží ke specifickým zkoumané oblasti i daného koeficientu asociace/korelace (např. Durlak, 2009). V našem případě se vždy jedná o průměrné souvislosti v oblasti 0,020, tedy podle běžných měřítek „slabší než slabé“. Neznamená to však, že bychom dokázali, že zkoumaný efekt sice existuje, ale je tak slabý, že není třeba se jím zabývat. Jednak průměrné efekty nalézané v meta-analýzách na dané téma jsou obdobně vysoké, Wang a Shailer (2015) nalézají průměrný efekt $r_m = 0,034$. Dále když si představíme jediný průměrný účinek statisticky významný bez ohledu na působení moderátorů, který činil 0,039, pak zdvojnásobení koncentrace

vlastnictví vede, v průměru, ke zvýšení výkonnosti o 0,15 %. Zvláště v případě velkých společností s rozptýleným vlastnictvím to může být motivující účinek, který navíc může být za určitých podmínek (vyšší individualismus, vyšší vzdálenost moci, nižší kvalita právního systému) podstatně vyšší.

Následující Obr. č. 18 shrnuje ty moderátory, jejichž působení se nám podařilo prokázat.

Obr. č. 18: Grafické shrnutí potvrzených moderátorů vztahu koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniku



Závěr

Ačkoli se může zdát, že základní výzkumná otázka řešená v této práci je velmi úzce vymezena („*Existuje souvislost mezi mírou koncentrace vlastnictví a výkonností podniku?*“), opak je pravdou. Na prvním místě se musíme zeptat: *existuje důvod, aby koncentrace vlastnictví souvisela s výkonností podniku? Aby ji dokonce ovlivňovala?* K takto formulované otázce se vyslovuje řada teorií. Dominantní je teorie zastupitelnosti, jíž však oponuje mladší teorie správcovství. Další odpovědi nalezneme v teorii firmy a jejích různých alternativách. V neposlední řadě se ukazuje, že svou roli hrají i psychologické faktory a ačkoli institucionální teorie postuluje vliv celé řady nejen formálních, ale i neformálních institucí, vliv kulturních odlišností na předmětnou problematiku explicitně nezmiňuje. Psychologické faktory ve formě kulturních odlišností tak k tématu přidávají až v 90. letech Davis a Donaldson (např. Davis a kol., 1997), když formulují teorii správcovství. Právě ty však nebyly doposud testovány ani v širším kontextu zastupitelského problému, natož v kontextu souvislosti koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniku.

Samotná souvislost mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku byla naopak empiricky zkoumána už mnohokrát, přesto nejen že nedošlo k definitivnímu konsenzu, zda tato souvislost existuje, naopak vyvstala řada dalších otázek. Vzhledem k velmi odlišným výsledkům jednotlivých studií jsou jimi především „*za jakých podmínek daná souvislost platí a jak ji tyto podmínky mohou zesilovat či oslabovat, měnit její směr či tvar*“. Historicky nejvíce studií tohoto tématu pocházelo z USA, případně Velké Británie a navazovaly na teze Berleho a Meanse o oddělení vlastnictví od řízení s následným slabým postavením vlastníků vůči manažerům. Teorie zastupitelnosti toto téma dále rozpracovala, formulovala problém principál – agent a definovala náklady zastupitelnosti. V tomto pojetí je koncentrace vlastnictví cestou k redukci problému principál – agent. Teprve s odstupem začala být zkoumána realita dalších zemí a teorie zastupitelnosti reagovala rozšířením o problém zastupování v podobě konfliktu mezi vlastníky (vyvlastňování dominantním vlastníkem). Přesto se začalo ukazovat, že závěry teorie zastupitelnosti nemusí platit a začala být zpochybňována i její východiska. Mezi jinými se tak začala pro zodpovězení výše formulovaných otázek prosazovat i institucionální teorie a vznikla i již zmíněná teorie správcovství.

Z našeho souboru empirických studií je zřejmé, že po rozmachu studií z Evropy přišla vlna článků z Asie, především Číny a následně i dalších zemí, a v poslední době i z arabských zemí. To přináší nové perspektivy, nové výsledky, nové názory. Zároveň došlo k rozvoji analytických metod a kladení většího důrazu na metodické aspekty analýz, především za účelem testování případné nelinearity a zohlednění možné obousměrné kauzality. Přesto úsilí v této oblasti ke shodě nekonverguje. Je však zřejmé, že pokud existuje vztah mezi koncentrací vlastnictví a výkonností podniku, pak je kontextuálně podmíněn. Právě meta-analýza nabízí řešení. Volba modelu náhodných efektů předpokládá existenci více „populací“, v nichž je zkoumaná souvislost homogenní, ale napříč těmito populacemi, tedy v tzv. „superpopulaci“ jsou heterogenní. Pomocí detailní analýzy moderátorů pak pomáhá definovat tyto populace a nalézt v nich „pravdivé“ souvislosti (underlying population effect). To se podařilo i v této práci.

Na prvním místě jsme zjistili, že účinek koncentrace vlastnictví je silnější v zemích s kontinentálním zdrojem práva, kde je zároveň pozitivní. V zemích s anglosaským zdrojem práva je pak tento účinek slabší a může být negativní. Dále čím kvalitnější je právní rámec, tím nižší je pozitivní efekt koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. V zemích s kontinentálním zdrojem práva hraje roli také vymahatelnost práva a platí, že čím vyšší je vymahatelnost práva, tím nižší je efekt koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. V neposlední řadě pak platí, že čím vyšší je míra individualismu nebo vzdálenost moci, tím vyšší je pozitivní účinek koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku. S pomocí těchto výsledků (a k nim vedoucích podrobnějších analýz) se můžeme vyslovit k několika teoriím. Můžeme potvrdit závěry učiněné na základě institucionální teorie, tedy že jak formální, tak neformální

instituce ovlivňují oblast správy společností silně; v případě zde zkoumané souvislosti mají dokonce potenciál obrátit směr působení z pozitivního na negativní (či naopak, záleží na úhlu pohledu). Z našich výsledků také jasně vyplývá, že ač staví na protichůdných předpokladech, platí jak teorie zastupitelnosti, tak teorie správcovství: záleží totiž na okolnostech. V případě vysoké míry individualismu nebo velké vzdálenosti moci se ukazují jako správné předpoklady teorie zastupitelnosti a relevantní jsou tak její doporučení. V případě nízké míry individualismu a nízké vzdálenosti moci jsou správné předpoklady a doporučení teorie správcovství. Psychologické aspekty se promítají dokonce do nalézáných souvislostí s ohledem na operacionalizaci výkonnosti podniku. Účetně měřená finanční výkonnost podniku je koncentrací vlastnictví ovlivněna spíše pozitivně, kdežto výkonnost zohledňující očekávání trhu spíše negativně. Uvedené jevy do značné míry vysvětlují heterogenitu výsledků reportovaných primárními studii.

Doporučení

Z práce plyne řada implikací a doporučení. V diskuzi jsme naznačili věcnou interpretaci růstu koncentrace vlastnictví a dopadu na ekonomickou situaci podniku. Výsledky jsou ale zajímavé i pro tvůrce institucionálního prostředí. Pokud je koncentrované vlastnictví vnímáno jako ochrana vlastníků (vůči manažerům, vůči prostředí), pak směr působení vymahatelnosti práva a kvality právního rámce říká, že vymahatelnost práva a kvalita právního rámce dokáží v tomto směru koncentrované vlastnictví substituovat. Vzhledem k tomu, že rozptýlené vlastnictví může také přinášet řadu výhod, umožní zkvalitnění institucionálního prostředí, což je politickým úkolem, tyto výhody čerpat. Právě v zemích s anglosaským zdrojem práva je typická vyšší kvalita institucionálního rámce a v těchto zemích je za určitých podmínek vliv koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku negativní, jinými slovy výkonnost prospívá rozptýlené vlastnictví.

Další sada doporučení, které můžeme formulovat na základě této práce, se týká metodických aspektů. Můžeme je rozdělit na doporučení pro primární studie a pro meta-analýzy. Je evidentní, že současné nejčastější způsoby měření koncentrace vlastnictví nejsou adekvátní pro země s vysoce koncentrovaným vlastnictvím. Herfindahlův index nebo součet podílů blockholderů či několika největších vlastníků nezobrazí dobře potenciál pro jev, který se v angličtině nazývá contestability, tedy pravděpodobnost a vážnost střetů názorů významných vlastníků, ani potenciál pro vyvlastňování dominantním vlastníkem na úkor vlastníka slabšího. Důležitost operacionalizace výkonnosti jsme již zmínili, koncentrace vlastnictví pozitivně ovlivňuje účetně měřenou výkonnost a negativně výkonnost zohledňující očekávání trhu; trh nejspíše od dominantního vlastníka nečeká větší monitorovací a manažery disciplinující úsilí, ale spíše větší míru vyvlastňování, a to přes to, že účetně měřená výkonnost dokazuje opak. Účetní ukazatele finanční výkonnosti se, přes kritiku, kterou jsme zmínili na příslušných místech, ukazují býti objektivnějšími. Testovat možnou reverzní kauzalitu a případnou nelinearitu můžeme doporučit spíše na základě rešerše literatury, než že by k takovým požadavkům směřovaly výsledky naší meta-analýzy. Ukazuje se však jako nezbytné kontrolovat přinejmenším vliv velikosti podniku a rizika na úrovni podniku. Spíše než doporučovat lze apelovat, aby autoři primárních studií uváděli statistiky nezbytné pro následné meta-analýzy: alespoň bivariační korelace včetně přesných p hodnot, t statistiky u vícerozměrných metod, včetně jednoznačně uvedených stupňů volnosti (df) a počtu pozorování, z nichž daná statistika vychází (N).

Na úrovni strukturované rešerše je dnes již zřejmé, že v oblasti správy společností je třeba zohledňovat řadu moderátorů. Jednoduché postupy, jako jsou různá počítání hlasů (vote counting), jsou zcela nedostatečné a je třeba volit postupy umožňující testovat jak kategoriální, tak intervalové moderátory, jejichž hodnoty navíc nemusí pocházet přímo z primárních analýz. Aplikace modelu náhodných efektů by měla být normou, protože nelze předpokládat jednu homogenní populaci, z níž by efekty reportované primárními studii měly v případě modelu pevných efektů pocházet. V neposlední řadě by se měly meta-analytické studie (ale potenciál mají v tomto ohledu i primární studie) v oblasti správy společností zabývat nejen standardně zkoumanými institucemi (právní prostředí), ale zohlednit i psychologické aspekty.

Omezení výzkumu

Tato práce má samozřejmě i svá omezení. Například zůstává nezodpovězena otázka, proč studie volící součet podílů x největších vlastníků (Tx) nalézají silnější souvislosti než studie volící součty podílů blockholderů (vlastníků s podílem větším než je definovaná hranice, typicky 5 %). Bohužel z pozice meta-analýzy nedisponujeme dostatečnými daty, která by nám pomohla tento problém vyřešit. Dále jsme zamítli řadu hypotéz o moderačních efektech, obzvláště metodického typu (kontrola reverzní kauzality, kontrola nelinearity). Je však možné, že jsme je zamítli jen díky nedostatečnému počtu efektů v daných kategoriích. Výsledky práce mohou být také ovlivněny typickými neduhy meta-analýz. Ve snaze redukovat možné publikační zkreslení jsme do výzkumného vzorku akceptovali jakýkoli efekt koncentrace vlastnictví na výkonnost podniku, bez ohledu na výzkumnou otázku, již se snažili odpovědět autoři primární studie. Riziko publikačního zkreslení se tímto postupem snižuje, což dokázaly i naše testy publikačního zkreslení, ale zvyšuje se riziko „míchání jablek s hruškami“. Dále, vzhledem k tomu, že autor práci zpracoval sám včetně kódování všech primárních studií, nehrozí sice heterogenita vnesená různými kódéry, nicméně kódování je vystaveno větší subjektivitě (které se autor snažil bránit robustní rešerší možných moderátorů a mediátorů). Nakonec, metody statistické analýzy se rozvíjí a nejpřesnější výsledky by byly dosaženy odhadem víceúrovňového modelu. Autor však neví o žádné v současnosti běžně dostupné implementaci víceúrovňových modelů pro potřeby meta-analýzy.

Literatura

- [1] Abe, Naohito, and Ichiro Iwasaki. 2010. "Organisational Culture and Corporate Governance in Russia: A Study of Managerial Turnover." *Post-Communist Economies* 22 (4): 449–70.
- [2] Aboody, David, and Lev Baruch. 2002. "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains." *The Journal of Finance* 55 (6): 2747–66. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00305>.
- [3] Abor, Joshua, and Nicholas Biekpe. 2007. "Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of SMEs in Ghana: Implications for Financing Opportunities." *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance* 7 (3): 288–300.
- [4] Abrams, Frank W. 1954. "Management's Responsibilities in a Complex World." *Harvard Business Review* 29: 29–34.
- [5] Ades, A. E., G. Lu, and J. P. T. Higgins. 2005. "The Interpretation of Random-Effects Meta-Analysis in Decision Models." *Medical Decision Making: An International Journal of the Society for Medical Decision Making* 25 (6): 646–54. <https://doi.org/10.1177/0272989X05282643>.
- [6] Aghion, Philippe, and Jean Tirole. 1997. "Formal and Real Authority in Organizations." *Journal of Political Economy* 105 (1): 1–29. <https://doi.org/10.1086/262063>.
- [7] Agle, Bradley R., Ronald K. Mitchell, and Jeffrey A. Sonnenfeld. 1999. "Who Matters to Ceos? An Investigation of Stakeholder Attributes and Salience, Corpate Performance, and Ceo Values." *Academy of Management Journal* 42 (5): 507–25. <https://doi.org/10.5465/256973>.
- [8] Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber. 1996. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3): 377–97.
- [9] Ailon, Galit. 2008. "Mirror, Mirror on the Wall: Culture's Consequences in A Value Test of Its Own Design." *Academy of Management Review* 33 (4): 885–904. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.34421995>.
- [10] Ajzen, Icek. 1991. "The Theory of Planned Behavior." *Organizational Behavior and Human Decision Processes, Theories of Cognitive Self-Regulation*, 50 (2): 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T).
- [11] Akerlof, George A. 1970. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>.
- [12] Albanese, R, Mt Dacin, and Ic Harris. 1997. "Agents as Stewards." *ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW* 22 (3): 609–11.
- [13] Alchian, Armen A., and Harold Demsetz. 1972. "Production, Information Costs, and Economic Organization." *American Economic Review* 62 (5): 777–95.
- [14] Aldamen, Husam, Keith Duncan, Simone Kelly, Ray McNamara, and Stephan Nagel. 2012. "Audit Committee Characteristics and Firm Performance during the Global Financial Crisis." *Accounting & Finance* 52 (4): 971–1000. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00447.x>.
- [15] Alexander, John C., Scott W. Barnhart, and Stuart Rosenstein. 2007. "Do Investor Perceptions of Corporate Governance Initiatives Affect Firm Value: The Case of TIAA-CREF." *Quarterly Review of Economics and Finance* 47 (January): 198–214. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2006.07.005>.
- [16] Aloe, Ariel M. 2015. "Inaccuracy of Regression Results in Replacing Bivariate Correlations." *Research Synthesis Methods* 6 (1): 21–27. <https://doi.org/10.1002/jrsm.1126>.
- [17] Altman, Edward. 2000. "Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta." *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance* 5 (September). <https://doi.org/10.4337/9780857936097.00027>.
- [18] Ammann, Manuel, David Oesch, and Markus M. Schmid. 2011. "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence." *Journal of Empirical Finance* 18 (January): 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>.

- [19] Anderson, Anne, and Parveen P. Gupta. 2009. "A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance: Do Financial Structure and the Legal System Matter?" *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 5 (2): 61–79. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2009.06.002>.
- [20] Andrews, Rhys, and George A. Boyne. 2010. "Capacity, Leadership, and Organizational Performance: Testing the Black Box Model of Public Management." *Public Administration Review* 70 (3): 443–54. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291540-6210/issues>.
- [21] Ang, James S., and David K. Ding. 2006. "Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore." *Journal of Multinational Financial Management* 16 (January): 64–88. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.04.010>.
- [22] Ansoff, H. Igor. 1965. *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. McGraw-Hill.
- [23] Aoki, Masahiko. 1984. *The Co-Operative Game Theory of the Firm*. Clarendon Press.
- [24] ———. 2001. *Toward a Comparative Institutional Analysis*. MIT Press.
- [25] Argyris, Chris. 1964. *Integrating the Individual and the Organization*. New York: Wiley.
- [26] Arrow, Kenneth J. 1969. "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Non-Market Allocation." In *In The Analysis and Evaluation of Public Expenditures: The PBB-System, Joint Economic Committee, 91st Cong., 1st Sess.*
- [27] Arrow, Kenneth Joseph. 1963. *Social Choice and Individual Values*. Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University: Wiley.
- [28] Artiach, Tracy, Darren Lee, David Nelson, and Julie Walker. 2010. "The Determinants of Corporate Sustainability Performance." *Accounting and Finance : Journal of the Accounting Association of Australia and New Zealand* 50 (1): 31–51.
- [29] Aslam, Sumaira, Madiha Latif, Muhammad Abdul Majid Makki, and Hassan Mujtaba Nawaz Saleem. 2012. "Relating Corporate Governance with Market Valuation and Organizational Performance: An Empirical Study on KSE Pakistan." *International Journal of Research in Commerce and Management* 3 (9): 22–27. <https://doi.org/http://ijrcm.org.in/commerce/index.php>.
- [30] Attig, Najah, Sadok El Ghouli, and Omrane Guedhami. 2009. "Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia." *Journal of Financial Research* 32 (4): 395–422. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>.
- [31] Attig, Najah, Omrane Guedhami, and Dev Mishra. 2008. "Multiple Large Shareholders, Control Contests, and Implied Cost of Equity." *Journal of Corporate Finance* 14 (5): 721–37. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008>.
- [32] Barnard, Chester Irving. 1938. *The Functions of the Executive*. Harvard University Press.
- [33] Barney, Jay. 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage." *Journal of Management* 17 (1): 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>.
- [34] Barney, Jay B. 1986a. "Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy." *Management Science* 32 (10): 1231–41.
- [35] ———. 1986b. "Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage?" *Academy of Management Review* 11 (3): 656–65.
- [36] ———. 2001. "Resource-Based Theories of Competitive Advantage: A Ten-Year Retrospective on the Resource-Based View." *Journal of Management* 27 (6): 643–50. <https://doi.org/10.1177/014920630102700602>.
- [37] Barucci, Emilio, and Jury Falini. 2005. "Determinants of Corporate Governance in the Italian Financial Market." *Economic Notes* 34 (3): 371–405. <https://doi.org/10.1111/j.0391-5026.2005.00155.x>.
- [38] Bauer, Rob, Bart Frijns, Rogér Otten, and Alireza Tourani-Rad. 2008. "The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance: Evidence from Japan." *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (3): 236–51. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.05.001>.
- [39] Baumol, William J. 1970. "Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm." *The Review of Economics and Statistics* 52 (4): 345–55.

- [40] Bebchuk, Lucian A., and Yaniv Grinstein. 2005. "The Growth of Executive Pay." SSRN Scholarly Paper ID 648682. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=648682>.
- [41] Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman, and George Triantis. 2000. "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights." NBER Chapters. National Bureau of Economic Research, Inc. <https://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/9013.htm>.
- [42] Bedó, Zsolt, and Barnabás Ács. 2007. "The Impact of Ownership Concentration, and Identity on Company Performance in the US and in Central and Eastern Europe." *Baltic Journal of Management* 2 (2): 125–39. <https://doi.org/10.1108/17465260710750955>.
- [43] Begg, Colin B., and Madhuchhanda Mazumdar. 1994. "Operating Characteristics of a Rank Correlation Test for Publication Bias." *Biometrics* 50 (4): 1088–1101. <https://doi.org/10.2307/2533446>.
- [44] Beiner, Stefan, Wolfgang Drobetz, Markus M. Schmid, and Heinz Zimmermann. 2006. "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation." *European Financial Management* 12 (2): 249–83. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291468-036X/issues>.
- [45] Belanes, Amel, and Malek Saihi. 2016. "Evidence on Complementarity and Substitution Contingency in Monitoring and Bonding Mechanisms." *Research in International Business and Finance* 38 (September): 161–71. <https://doi.org/http://www.sciencedirect.com/science/journal/02755319>.
- [46] Ben-Nasr, Hamdi, Sabri Boubaker, and Wael Rouatbi. 2015. "Ownership Structure, Control Contestability, and Corporate Debt Maturity." *Journal of Corporate Finance* 35 (December): 265–85. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.001>.
- [47] Berle, Adolf A., and Gardiner C. Means. 1932. "The Modern Corporation and Private Property."
- [48] Bhagat, Sanjai, and Bernard Black. 1999. "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." *The Business Lawyer* 54 (3): 921–63.
- [49] ———. 2002. "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance." *Journal of Corporation Law* 27 (2): 231.
- [50] Bhattacharya, Prasad S., and Michael A. Graham. 2009. "On Institutional Ownership and Firm Performance: A Disaggregated View." *Journal of Multinational Financial Management* 19 (5): 370–94. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2009.07.004>.
- [51] Bhaumik, Sumon Kumar, and Ekta Selarka. 2012. "Does Ownership Concentration Improve M&A Outcomes in Emerging Markets?: Evidence from India." *Journal of Corporate Finance* 18 (4): 717–26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.001>.
- [52] Bhide, Amar. 1993. "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity." *Journal of Financial Economics* 34 (1): 31–51. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90039-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90039-E).
- [53] Bijmolt, Tammo H. A., and Rik G. M. Pieters. 2001. "Meta-Analysis in Marketing When Studies Contain Multiple Measurements." *Marketing Letters* 12 (2): 157–69. <https://doi.org/10.1023/A:1011117103381>.
- [54] Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim. 2006. "Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea." *Journal of Corporate Finance* 12 (January): 660–91. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.001>.
- [55] Blažek, Ladislav. 2014. *Management: Organizování, rozhodování, ovlivňování - 2., rozšířené vydání*. Grada Publishing, a.s.
- [56] Borenstein, Michael, Larry V. Hedges, Julian P. T. Higgins, and Hannah R. Rothstein. n.d. *Introduction to Meta-Analysis*. Chichester: John Wiley and Sons, Ltd. Accessed April 24, 2018. <https://www.wiley.com/en-us/Introduction+to+Meta+Analysis-p-9780470057247>.
- [57] Bottazzi, Giulio, Angelo Secchi, and Federico Tamagni. 2008. "Productivity, Profitability and Financial Performance." *Industrial and Corporate Change* 17 (July): 711–51. <https://doi.org/10.1093/icc/dtn027>.
- [58] Boudreaux, Kenneth J. 1973. "'Managerialism' and Risk-Return Performance." *Southern Economic Journal* 39 (3): 366–72.

- [59] Bowman, Nicholas A. 2012. "Effect Sizes and Statistical Methods for Meta-Analysis in Higher Education." *Research in Higher Education* 53 (3): 375–82. <https://doi.org/10.1007/s11162-011-9232-5>.
- [60] Boyd, Brian K., and Angelo M. Solarino. 2016. "Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda." *Journal of Management* 42 (5): 1282–1314. <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>.
- [61] Brennan, M.J., and J. Franks. 1997. "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK." *Journal of Financial Economics* 45 (January): 391–413. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00022-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00022-6).
- [62] Brounen, Dirk, Nils Kok, and David C. Ling. 2012. "Shareholder Composition, Share Turnover, and Returns in Volatile Markets: The Case of International REITs." *Journal of International Money & Finance* 31 (7): 1867–89. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.05.015>.
- [63] Bushman, Robert M., Joseph D. Piotroski, and Abbie J. Smith. 2004. "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207–52. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x>.
- [64] Cadbury, Adrian. 1992. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee.
- [65] Caldwell, Cam, Sheri J. Bischoff, and Ranjan Karri. 2002. "The Four Umpires: A Paradigm for Ethical Leadership." *Journal of Business Ethics* 36 (1/2): 153–63.
- [66] Campbell, Kevin, and Antonio Mínguez-Vera. 2008. "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance." *Journal of Business Ethics* 83 (3): 435–51. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>.
- [67] Capon, Noel, John U. Farley, and Scott Hoenig. 1990. "Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis." *Management Science*, no. 10: 1143–59.
- [68] Caprio, Gerard, Jonathan L. Fiechter, Robert E. Litan, and Michael Pomerleano. 2010. *The Future of State-Owned Financial Institutions*. Brookings Institution Press.
- [69] Carlson, Steven J., and Chenchuramaiah Bathala. 1997. "Ownership Differences and Firms' Income Smoothing Behavior." *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (2): 179–96.
- [70] Carney, Michael, and Eric Gedajlovic. 2001. "Corporate Governance and Firm Capabilities: A Comparison of Managerial, Alliance, and Personal Capitalisms." *Asia Pacific Journal of Management* 18 (3): 335–54. <https://doi.org/10.1023/A:1010649828352>.
- [71] Částek, Ondřej. 2010. *Využití stakeholderského přístupu při strategické analýze podniku*. Brno: Masarykova univerzita. <https://is.muni.cz/auth/publication/929668?vysledek=22989>.
- [72] ———. 2018. "Performance Factors of Czech Companies Identified Using Statistical Pattern Recognition: Interpretation of Results." *Prague Economic Papers*, no. Online first: 1–35. <https://doi.org/10.18267/j.pep.659>.
- [73] Částek, Ondřej, Ladislav Blažek, Pavel Pudil, and Petr Somol. 2013. "Comparison of the multivariate and bivariate analysis of corporate competitiveness factors synergy." Ekonomicko-správní fakulta MU. 2013. <https://www.econ.muni.cz/vyzkum/publikace/prehled/1115251>.
- [74] Částek, Ondřej, O. Gombojav, and J. Brkic. 2018. *Ownership Structure and Firm Performance of Mongolian Listed Companies*. Vol. Zatím nepublikováno.
- [75] Částek, Ondřej, and Lukáš Konečný. 2015. "Ownership Concentration and Foreign Investment in the Czech Republic: Development and Context." *Proceedings of the European Conference on Management, Leadership & Governance*, January, 53–62.
- [76] Částek, Ondřej, and Jana Pokorná. 2013. *Konkurenční Schopnost Podniků : Výsledky Empirického Výzkumu*. Brno : Masarykova univerzita.
- [77] Čerović, Slobodan, Nemanja Stanišić, Tijana Radojević, and Nikica Radović. 2015. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Performance in Transitional Economies." *Amfiteatru Economic* 17 (38): 441–54.
- [78] Chaganti, R, and F Damanpour. 1991. "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance." *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL* 12 (7): 479–91.

- [79] Chang, Eric C., and Sonia M.L. Wong. 2004. "Political Control and Performance in China's Listed Firms." *Journal of Comparative Economics* 32 (January): 617–36. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.08.001>.
- [80] Charkham, Jonathan P. 1994. *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Clarendon Press.
- [81] Chen, Kevin C. W., Zhihong Chen, and K. C. John Wei. 2009. "Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital." *Journal of Corporate Finance* 15 (3): 273–89. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001>.
- [82] Chen, Victor, Jing Li, Daniel Shapiro, and Xiaoxiang Zhang. 2014. "Ownership Structure and Innovation: An Emerging Market Perspective." *Asia Pacific Journal of Management* 31 (1): 1–24. <https://doi.org/10.1007/s10490-013-9357-5>.
- [83] Chevalier, Jean-Marie. 1969. "The Problem of Control in Large American Corporations." *Antitrust Bulletin* 14: 163.
- [84] Cho, Myeong-Hyeon. 1998. "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 47 (1): 103–21.
- [85] Chourou, Lamia, Ezzeddine Abaoub, and Samir Saadi. 2008. "The Economic Determinants of CEO Stock Option Compensation." *Journal of Multinational Financial Management* 18 (1): 61–77. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.05.001>.
- [86] Claessens, Stijn. 1997. "Corporate Governance and Equity Prices : Evidence from the Czech and Slovak Republics." *The Journal of Finance : The Journal of the American Finance Association* 52 (4): 1641–58.
- [87] Claessens, Stijn, and Simeon Djankov. 1999a. "Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic." *European Economic Review* 43 (4–6): 1115–24. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00119-6](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00119-6).
- [88] ———. 1999b. "Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic." *Journal of Comparative Economics* 27 (3): 498–513. <https://doi.org/10.1006/jcec.1999.1598>.
- [89] Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Gerhard Pohl. 1999. *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*. Policy Research Working Papers. The World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-1737>.
- [90] Clarkson, Max B. E. 1995. "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance." *The Academy of Management Review* 20 (1): 92–117. <https://doi.org/10.2307/258888>.
- [91] Clyde, Paul. 1997. "Do Institutional Shareholders Police Management?" *Managerial & Decision Economics* 18 (1): 1–10.
- [92] Coase, R. H. 1937. "The Nature of the Firm." *Economica* 4: 386–405.
- [93] Cochran, Philip L., and Steven Leslie Wartick. 1988. *Corporate Governance: A Review of the Literature*. Financial Executives Research Foundation.
- [94] Collingwood, H. 2001. "The Earnings Game. Everyone Plays, Nobody Wins." *Harvard Business Review* 79 (6): 65–67, 70–74, 146.
- [95] Commons, John R. 1931. "Institutional Economics." *History of Economic Thought Articles* 21: 648–57.
- [96] Conyon, Martin J., and Simon I. Peck. 1998. "Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation." *Academy of Management Journal* 41 (2): 146–57. <https://doi.org/10.2307/257099>.
- [97] Coursol, Allan, and Edwin E. Wagner. 1986. "Effect of Positive Findings on Submission and Acceptance Rates: A Note on Meta-Analysis Bias." *Prof Psychol* 17 (April): 136–37. <https://doi.org/10.1037/0735-7028.17.2.136>.
- [98] Craig, Justin B., Clay Dibrell, Do Neubaum, and Christopher H. Thomas. 2011. "Stewardship Climate Scale: Measurement and an Assessment of Reliability and Validity." *Academy of Management Annual Meeting Proceedings* 2011 (1): 1–6. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2011.65869743>.

- [99] Cremers, K. J. Martijn, and Vinay B. Nair. 2005. "Governance Mechanisms and Equity Prices." *The Journal of Finance*, 2005.
- [100] Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson. 2003. "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis : JFQA* 38 (4): 695–719.
- [101] Crossan, Mary M., Henry W. Lane, and Roderick E. White. 1999. "An Organizational Learning Framework: From Intuition to Institution." *Academy of Management Review* 24 (3): 522–37. <https://doi.org/10.5465/amr.1999.2202135>.
- [102] Cubbin, John, and Dennis Leech. 1983. "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies : Theory and Measurement." *The Economic Journal : The Journal of the Royal Economic Society* 93: 351–69.
- [103] Cyert, Richard M, and James G March. 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs : Prentice-hall. <https://trove.nla.gov.au/version/17501242>.
- [104] Daily, Catherine M., and Dan R. Dalton. 1994a. "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure." *The Academy of Management Journal* 37 (6): 1603–17. <https://doi.org/10.2307/256801>.
- [105] ———. 1994b. "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure." *Academy of Management Journal* 37 (6): 1603.
- [106] Dalton, Dan R., Catherine M. Daily, S. Trevis Certo, and Rungpen Roengpitya. 2003. "Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?" *The Academy of Management Journal*, no. 1: 13–26.
- [107] Dalton, Dan R., Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand, and Jonathan L. Johnson. 1998. "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance." *Strategic Management Journal* 19 (3): 269–90.
- [108] David, Parthiban, Michael A. Hitt, and Wee Liang Tan. 2007. "The Benefits and Costs of Large Block Ownership before and During the East Asian Crisis (Working Paper)." http://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research_smu/13.
- [109] David, Parthiban, Rahul Kochhar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *The Academy of Management Journal*, 1998.
- [110] David, René, and John E. C Brierley. 1985. *Major Legal Systems in the World Today : An Introduction to the Comparative Study of Law /*. 3rd ed. London : Stevens & Sons,.
- [111] Davis, James H., F. David Schoorman, and Lex Donaldson. 1997. "Toward a Stewardship Theory of Management." *Academy of Management Review* 22 (1): 20–47. <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9707180258>.
- [112] Dean, James W., and Tatiana Andreyeva. 2001. "Privatisation, Ownership Structure and Company Performance: The Case of Ukraine." *Journal for Institutional Innovation, Development & Transition* 5 (May): 62.
- [113] Dedman, Elisabeth, Julio Martins, and Andrew Stark. 2004. "Corporate Governance and Information Asymmetries: A Study of the UK Biotechnology Sector." *The School of Management, University of Liverpool*, November.
- [114] Delios, Andrew, and Zhi Jian Wu. 2005. "Legal Person Ownership, Diversification Strategy and Firm Profitability in China." *Journal of Management and Governance* 9 (2): 151–69. <https://doi.org/http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/10997>.
- [115] Demiralp, Ilhan, Ranjan D'Mello, Frederik P. Schlingemann, and Venkat Subramaniam. 2011. "Are There Monitoring Benefits to Institutional Ownership? Evidence from Seasoned Equity Offerings." *Journal of Corporate Finance* 17 (5): 1340–59. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.002>.
- [116] Demsetz, Harold. 1983. "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm." *The Journal of Law & Economics* 26 (2): 375–90.
- [117] ———. 2011. "Transaction Cost and the Organization of Ownership-- an Introduction." *Arizona Law Review* 53 (1): 1–7.

- [118] Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn. 1985. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy* 95 (6): 1155–77.
- [119] Demsetz, Harold, and Belén Villalonga. 2001. "Ownership Structure and Corporate Performance." *Journal of Corporate Finance* 7 (3): 209–33. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7).
- [120] Devinney, Timothy, George Yip, and Gerry Johnson. 2010. "Using Frontier Analysis to Evaluate Company Performance." *British Journal of Management* 21 (November). <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00650.x>.
- [121] Dicke, Lisa A. 2002. "Ensuring Accountability in Human Services Contracting: Can Stewardship Theory Fill the Bill?" *The American Review of Public Administration* 32 (4): 455–70. <https://doi.org/10.1177/027507402237870>.
- [122] DiMaggio, Paul J., and Walter W. Powell. 1983. "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields." *American Sociological Review* 48 (2): 147–60. <https://doi.org/10.2307/2095101>.
- [123] Ding, Yuan, Hua Zhang, and Junxi Zhang. 2007. "Private vs State Ownership and Earnings Management: Evidence from Chinese Listed Companies." *Corporate Governance: An International Review* 15 (2): 223–38. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00556.x>.
- [124] Djankov, Simeon, and Bernard Hoekman. 2000. "Foreign Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises." *The World Bank Economic Review* 14 (1 (January 2000)): 49–64.
- [125] Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2008. "The Law and Economics of Self-Dealing." *Journal of Financial Economics* 88 (3): 430–65.
- [126] Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz. 2007. "Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?" *Journal of Financial Economics* 86 (1): 1–39. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>.
- [127] Donaldson, L., and J.h. Davis. 1991. "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns." *Australian Journal of Management* 16 (1): 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>.
- [128] Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston. 1995. "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications." *The Academy of Management Review* 20 (1): 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>.
- [129] Doucouliagos, Chris. 1994. "A Note on the Evolution of Homo Economicus." *Journal of Economic Issues* 28 (3): 877–83. <https://doi.org/10.1080/00213624.1994.11505586>.
- [130] Douma, Sytse, Rejie George, and Rezaul Kabir. 2006. "Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market." *Strategic Management Journal* 27 (7): 637–57. <https://doi.org/10.1002/smj.535>.
- [131] Duggal, Rakesh, and James A. Millar. 1994. "Institutional Investors, Antitakeover Defenses and Success of Hostile Takeover Bids." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 34 (4): 387–402. [https://doi.org/10.1016/1062-9769\(94\)90022-1](https://doi.org/10.1016/1062-9769(94)90022-1).
- [132] Durlak, Joseph A. 2009. "How to Select, Calculate, and Interpret Effect Sizes." *Journal of Pediatric Psychology* 34 (9): 917–28. <https://doi.org/10.1093/jpepsy/jsp004>.
- [133] Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *The Journal of Finance* 59 (2): 537–600.
- [134] Earle, John, Csaba Kucsera, and Álmos Telegdy. 2005. "Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash?" *Corporate Governance: An International Review* 13 (2): 254–64. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00420.x>.
- [135] Edmans, Alex. 2009. "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia." *Journal of Finance* 64 (December): 2481–2513. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x>.
- [136] Edwards, J., and M. Nibler. 2000. "Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration." *Economic Policy*, no. 31 (01): 239–67.

- [137] Ehrhardt, Olaf, and Eric Nowak. 2003. "Private Benefits of Control in Founding-Family Owned Firms: An Analysis of the Dynamics of Disproportionate Ownership and Control in Family Firm Ipos." SSRN Scholarly Paper ID 423506. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=423506>.
- [138] Eisenhardt, Kathleen M. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review* 14 (1): 57–74. <https://doi.org/10.5465/AMR.1989.4279003>.
- [139] Elliott, J. W. 1972. "Control, Size, Growth, and Financial Performance in the Firm." *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 7 (1): 1309–20.
- [140] Etzioni, Amitai. 1995. *Morální dimenze ekonomiky*. Victoria Publishing.
- [141] Eulaiwi, Baban, Ahmed Al-Hadi, Grantley Taylor, Khamis Hamed Al-Yahyaee, and John Evans. 2016. "Multiple Directorships, Family Ownership and the Board Nomination Committee: International Evidence from the GCC." *Emerging Markets Review* 28 (September): 61–88. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.06.004>.
- [142] Eun, Cheol S., Lingling Wang, and Steven C. Xiao. 2015. "Culture and R2." *Journal of Financial Economics* 115 (2): 283–303. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.003>.
- [143] Faccio, Mara, and M. Ameziane Lasfer. 2000. "Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes?" *Journal of Corporate Finance* 6 (1): 71–110. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(99\)00016-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(99)00016-4).
- [144] Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. 1983a. "Separation of Ownership and Control." *The Journal of Law & Economics* 26 (2): 301–25.
- [145] ———. 1983b. "Agency Problems and Residual Claims." *Journal of Law & Economics* 26 (2): 327–50.
- [146] Fama, Eugene F., and Merton H. Miller. 1972. *The Theory of Finance*. Dryden Press.
- [147] Fauzi, Fitriya, and Stuart Locke. 2012. "Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms." *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance* 8 (2): 43–67.
- [148] Field, Andy P. 2003. "The Problems in Using Fixed-Effects Models of Meta-Analysis on Real-World Data." *Understanding Statistics* 2 (2): 105–24. https://doi.org/10.1207/S15328031US0202_02.
- [149] ———. 2005. *Discovering Statistics Using SPSS: (And Sex, Drugs and Rock "N" Roll)*. Sage Publications.
- [150] Field, Andy P., and Raphael Gillett. 2010. "How to Do a Meta-Analysis." *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology* 63 (3): 665–94. <https://doi.org/10.1348/000711010X502733>.
- [151] Fisher, Fm, and Jj Mcgowan. 1983. "On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits." *American Economic Review* 73 (1): 82–97.
- [152] Follett, Mary Parker. 1918. *The New State: Group Organization the Solution of Popular Government*. Penn State Press.
- [153] Fox, Ma, and Rt Hamilton. 1994. "Ownership and Diversification - Agency Theory or Stewardship Theory." *JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES* 31 (1): 69–81.
- [154] Franks, J, C Mayer, and S Rossi. 2009. "Ownership: Evolution and Regulation." *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES* 22 (10): 4009–56.
- [155] Franks, Julian, and Colin Mayer. 1994. "Ownership and Control of German Corporations." London Business School. <http://www.jstor.org/stable/2696732>.
- [156] Freeman, R. Edward. n.d. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Vol. 1984. Boston: Harper Collins. Accessed March 29, 2016.
- [157] Freeman, R. Edward, and David L. Reed. 1983. "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance." *California Management Review* 25 (3): 88–106.
- [158] Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton. 2003. "Propping and Tunneling." *Journal of Comparative Economics* 31 (4): 732–50. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.004>.

- [159] Friedman, Milton. 1970. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.
- [160] ———. 2007. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." In *Corporate Ethics and Corporate Governance*, 173–78. Springer, Berlin, Heidelberg.
https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14.
- [161] Gadhoun, Yoser, Marie-Helene Noiseux, and Daniel Zeghal. 2005. "Demystifying the Illusion of the Positive Effects of Ownership Concentration on Corporate Performance." *Investment Management and Financial Innovations* 2 (4): 50–68.
https://doi.org/http://businessperspectives.org/component/option,com_journals/task,allissue/s/id,4/Itemid,74/.
- [162] Galbraith, John Kenneth. 2015. *The New Industrial State*. Princeton University Press.
- [163] Gamble, John E. 2000. "Management Commitment to Innovation and Esop Stock Concentration." *Journal of Business Venturing* 15 (5–6): 433–47.
[https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00037-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00037-3).
- [164] Garcia-Fuentes, Pablo A., Gustavo F. C. Ferreira, and P. Lynn Kennedy. 2013. "Economic Performance of U.S. Multinational Agribusinesses: Foreign Direct Investment and Firm Strategy." *Agribusiness* 29 (2): 242–55. <https://doi.org/10.1002/agr.21316>.
- [165] Gavaghan, D. J., R. A. Moore, and H. J. McQuay. 2000. "An Evaluation of Homogeneity Tests in Meta-Analyses in Pain Using Simulations of Individual Patient Data." *Pain* 85 (3): 415–24.
- [166] Gedajlovic, E., and D.m. Shapiro. 2002. "Ownership Structure and Firm Profitability in Japan." *Academy of Management Journal* 45 (3): 565–75.
- [167] Gedajlovic, Eric R., and Daniel M. Shapiro. 1998. "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries." *Strategic Management Journal* 19 (6): 533–53.
- [168] Gelfand, Michele J., Harry C. Triandis, and Darius K. -S. Chan. 1996. "Individualism versus Collectivism or versus Authoritarianism?" *European Journal of Social Psychology* 26 (3): 397–410.
- [169] Gibson, James L., John M. Ivancevich, J. H. Donnelly, and R. Konopaske. 2005. *Organizations: Behavior, Structure, Processes*. McGraw-Hill/Irwin.
- [170] Gibson, James L, John M Ivancevich, and James H Donnelly. 1991. *Organizations: Behavior, Structure, Processes*. Homewood, IL: Irwin.
- [171] Glassman, Cynthia A., and Stephen A. Rhoades. 1980. "Owners vs. Manager Control Effects on Bank Performance." *The Review of Economics and Statistics* 62 (2): 263–70.
- [172] Goldsmith, Raymond William, Rexford C. Parmelee, and Irwin Friend. 1940. *The Distribution of Ownership in the 200 Largest Non-Financial Corporations ...* U.S. Government Printing Office.
- [173] Gómez-Mejía, Luis R., Henry L. (Sonstige beteiligte Personen) Tosi, and Timothy (Sonstige beteiligte Personen) Hinkin. 1987. "Managerial Control, Performance, and Executive Compensation." *Academy of Management Journal : AMJ* 30 (1): 51–70.
- [174] Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." *The Quarterly Journal of Economics*, no. 1: 107–55.
- [175] Gonzalez Mendez, Victor M. 2009. "Large Shareholders, Bank Ownership and Informativeness of Earnings." *Revista de Economia Aplicada* 17 (51): 81–102.
<https://doi.org/http://www.revecap.com/revista/>.
- [176] Gopinath, Dinesh, Moshe Ben-Akiva, and Rohit Ramaswamy. 1994. "Modeling Performance of Highway Pavements." *Transportation Research Record*, no. 1449 (December): 1–7.
- [177] Gordon, Lilli A., and John Poundt. 1993. "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals." *Journal of Finance* 48 (2): 697–718.
- [178] Gordon, Robert Aaron. 1961. *Business Leadership in the Large Corporation: With a New Pref.* University of California Press.

- [179] Gorton, Gary, and Frank Schmid. 1999. "Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking." *Journal of Corporate Finance* 5 (2): 119–40. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00019-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00019-4).
- [180] Gorton, Gary, and Frank A. Schmid. 1996. "Universal Banking and the Performance of German Firms." Working Paper 5453. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w5453>.
- [181] GovernanceMetrics International. 2010. "GMI Country Rankings as of September 27,2010." 9 2010. <https://www.yumpu.com/en/document/view/21488252/country-rankings-as-of-september-27-2010-gmi-ratings>.
- [182] Grant, Robert M. 1991. "The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation." *California Management Review* 33 (3): 114–35. <https://doi.org/10.2307/41166664>.
- [183] Graves, Samuel B. 1988. "Institutional Ownership and Corporate R&d in the Computer Industry." *Academy of Management Journal* 31 (2): 417–28.
- [184] Graves, S.B., and S.A. Waddock. 1990. "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-Term Corporate Strategy." *Academy of Management Executive* 4 (1): 75–83.
- [185] Greenwald, Anthony G. 1975. "Consequences of Prejudice Against the Null Hypothesis." *Psychological Bulletin* 82 (January): 1–20. <https://doi.org/10.1037/h0076157>.
- [186] Gugler, Klaus, Dennis C. Mueller, and B. Burcin Yurtoglu. 2008. "Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison." *Journal of Corporate Finance* 14 (5): 688–705. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.007>.
- [187] Gunasekarage, Abeyratna, Kurt Hess, and Amity (Jie) Hu. 2007. "The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies." *Research in International Business and Finance, Corporate governance and regulation in China: Openness and challenges*, 21 (3): 379–95. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2007.02.002>.
- [188] Gutiérrez, Luis H., and Carlos Pombo. 2009. "Corporate Ownership and Control Contestability in Emerging Markets: The Case of Colombia." *Journal of Economics & Business* 61 (2): 112–39. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.01.002>.
- [189] Haelo. 2016. "Understanding a Funnel Plot." *Haelo* (blog). March 23, 2016. <http://www.haelo.org.uk/funnel-plot/>.
- [190] Han, Ki C., and David Y. Suk. 1998. "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence." *Review of Financial Economics* 7 (2): 143–55. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(99\)80150-5](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(99)80150-5).
- [191] Hansen, Gary S., and Birger Wernerfelt. 1989. "Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors." *Strategic Management Journal* 10 (5): 399–411.
- [192] Harris, Milton, and Artur Raviv. 1990. "Capital Structure and the Informational Role of Debt." *The Journal of Finance* 45 (2): 321–49. <https://doi.org/10.2307/2328660>.
- [193] Hedges, Larry. 1992. "Meta-Analysis." *Journal of Educational Statistics* 17 (January): 279–96. <https://doi.org/10.2307/1165125>.
- [194] Heflin, Frank, and Kenneth W. Shaw. 2000. "Blockholder Ownership and Market Liquidity." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (4): 621–33. <https://doi.org/http://journals.cambridge.org/action/displayBackIssues?jid=JFQ>.
- [195] Hendl, Jan. 2009. *Přehled statistických metod: analýza a metaanalýza dat*. Portál.
- [196] Heracleous, Loizos, and Luh Luh Lan. 2012. "Agency Theory, Institutional Sensitivity, and Inductive Reasoning: Towards a Legal Perspective." *Journal of Management Studies* 49 (1): 223–39. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2011.01009.x>.
- [197] Herman, Edward S. 1982. "Edward S. Herman. Corporate Control, Corporate Power. A Twentieth Century Fund Study. New York: Cambridge University Press, 1981." *Politics & Society* 11 (4): 507–8. <https://doi.org/10.1177/003232928201100411>.

- [198] Hertzler, Joyce Oramel. 1961. *American Social Institutions: A Sociological Analysis*. Allyn and Bacon.
- [199] Herzberg, Frederick, Bernard Mausner, and Barbara B Synderman. 1959. *The motivation to work*. New York: Wiley [u.a.
- [200] Heugens, P.P.M.A.R., M van Essen, and J van Oosterhout. 2009. "Meta-Analyzing Ownership Concentration and Firm Performance in Asia: Towards a More Fine-Grained Understanding." *ASIA PACIFIC JOURNAL OF MANAGEMENT* 26 (3): 481–512.
- [201] Higgins, Julian P. T., Simon G. Thompson, Jonathan J. Deeks, and Douglas G. Altman. 2003. "Measuring Inconsistency in Meta-Analyses." *BMJ (Clinical Research Ed.)* 327 (7414): 557–60. <https://doi.org/10.1136/bmj.327.7414.557>.
- [202] Hill, Charles W. L., and Scott A. Snell. 1988. "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries." *Strategic Management Journal* 9 (6): 577–90.
- [203] Hill, R. Carter, William E. Griffiths, and Guay C. Lim. 2011. *Principles of Econometrics, 4th Edition*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- [204] Hirsch, Paul, Stuart Michaels, and Ray Friedman. 1987. "'Dirty Hands' versus 'Clean Models': Is Sociology in Danger of Being Seduced by Economics?" *Theory and Society* 16 (3): 317–36.
- [205] Hirshleifer, David, and Siew Hong Teoh. 2009. "The Psychological Attraction Approach to Accounting and Disclosure Policy*." *Contemporary Accounting Research* 26 (4): 1067–90. <https://doi.org/10.1506/car.26.4.3>.
- [206] Hodgson, Geoffrey M. 1998. "Evolutionary and Competence-Based Theories of the Firm." *Journal of Economic Studies* 25 (1): 25–56.
- [207] Hofstede, Geert H. 1980. *Culture's Consequences : International Differences in Work-Related Values*. Newbury Park, Calif. : Sage Publications. <https://trove.nla.gov.au/version/45224086>.
- [208] Hofstede Insights. n.d. "Compare Countries." Hofstede Insights. Accessed April 22, 2018. <https://www.hofstede-insights.com/product/compare-countries/>.
- [209] Holderness, Clifford G., Randall S. Kroszner, and Dennis P. Sheenan. 2000. "The Rise in Managerial Stock Ownership." *Journal of Applied Corporate Finance* 13 (3): 105–15.
- [210] Holderness, Clifford G., and Dennis P. Sheehan. 1988. "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. An Exploratory Analysis." *Journal of Financial Economics* 20 (January): 317–46. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90049-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90049-9).
- [211] ———. 2000. "Constraints on Large-Block Shareholders." In *Concentrated Corporate Ownership*, edited by Randall K. Morck, 139–68. NBER Conference Report series.
- [212] Horne, J. F. 2008. "Mary Parker Follett: Visionary Genius Finds Her Own Time." 12 2008. <http://www.psicopolis.com/arips/tecndemo /maryparkerfollett1.htm>.
- [213] Hu, Helen Wei, On Kit Tam, and Monica Guo-Sze Tan. 2010. "Internal Governance Mechanisms and Firm Performance in China." *Asia Pacific Journal of Management* 27 (4): 727–49. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9135-6>.
- [214] Hu, Yabei, and Shigemi Izumida. 2008. "Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data." *Corporate Governance: An International Review* 16 (4): 342–58. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00690.x>.
- [215] Hučka, Miroslav. 2012. *Správa Společností (Corporate Governance) v Zemích Střední a Východní Evropy*. Series on Advanced Economic Issues. Ostrava : VŠB-TU Ostrava, 2012.
- [216] Hučka, Miroslav, Milan Malý, and František Okruhlica, eds. 2007. *Správa Společností*. 1. vyd. Praha: Kernberg Publishing.
- [217] Hult, G. Tomas M., Ketchen, David A. Griffith, Brian R. Chabowski, Mary K. Hamman, Bernadine Johnson Dykes, Wesley A. Pollitte, and S. Tamer Cavusgil. 2008. "An Assessment of the Measurement of Performance in International Business Research." *Journal of International Business Studies*, 2008.
- [218] Hundley, Greg, and Carol Jacobson. 1998. "The Effects of the Keiretsu on the Export Performance of Japanese Companies: Help or Hindrance?" *Strategic Management Journal* 19 (10): 927–37. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199810\)19:10<927::AID-SMJ989>3.0.CO;2-1](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199810)19:10<927::AID-SMJ989>3.0.CO;2-1).

- [219] Hunter, John E., and Frank L. Schmidt. 1990. *Methods of Meta-Analysis: Correcting Error and Bias in Research Findings*. Newbury Park, Calif.; London and New Delhi:
- [220] ———. 2000. "Fixed Effects vs. Random Effects Meta-Analysis Models: Implications for Cumulative Research Knowledge." *International Journal of Selection and Assessment* 8 (4): 275–92. <https://doi.org/10.1111/1468-2389.00156>.
- [221] International Finance Corporation. n.d. "Corporate Governance: Overview." Accessed April 22, 2018. http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG/Priorities/Overview.
- [222] Investopedia. 2004. "SEC Form 13F." Investopedia. June 27, 2004. <https://www.investopedia.com/terms/f/form-13f.asp>.
- [223] Isakov, Dušan, and Jean-Philippe Weiskopf. 2014. "Are Founding Families Special Blockholders? An Investigation of Controlling Shareholder Influence on Firm Performance." *Journal of Banking & Finance* 41 (April): 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.012>.
- [224] Janošová, Lenka, and Petr Mikuš. 2017. "A Relationship between Gender and Age Diversity among Board Members and Firm Performance." In . Masarykova univerzita. <https://www.muni.cz/vyzkum/publikace/1372356>.
- [225] Jensen, Michael C. 1989. "Eclipse of the Public Corporation." *Harvard Business Review* 67 (5): 61.
- [226] ———. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48 (3): 831–80.
- [227] Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- [228] ———. 1994. "The Nature of Man*." *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (2): 4–19. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x>.
- [229] Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy. 1990. "Performance Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy* 98 (2): 225–64. <https://doi.org/10.1086/261677>.
- [230] Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2000. "Tunneling." *American Economic Review* 90 (2): 22–27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>.
- [231] Jurajda, Štěpán, and Juraj Stančík. 2009. "Foreign Ownership and Corporate Performance: The Czech Republic at EU Entry." *CERGE-EI Working Paper Series*, no. 389: 1–34.
- [232] Kahneman, Daniel, and Mark W. Riepe. 1998. "Aspects of Investor Psychology." *The Journal of Portfolio Management* 24 (4): 52–65. <https://doi.org/10.3905/jpm.1998.409643>.
- [233] Kalezic, Zorica. 2015. "Ownership Concentration and Firm Performance in Transition Economies: Evidence from Montenegro." *Journal of Central Banking Theory and Practice* 4 (3): 5–64. <https://doi.org/http://www.degruyter.com/view/j/jcbtp>.
- [234] Kamerschen, David R. 1968. "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates." *The American Economic Review* 58 (3): 432–47.
- [235] Kaplan, Robert S., ROBERT S. AUTOR KAPLAN, Robert E. Kaplan, David P. Norton, David P. Norton, and Thomas H. Davenport. 2004. *Strategy Maps: Converting Intangible Assets Into Tangible Outcomes*. Harvard Business Press.
- [236] Kessler, Alexander. 2007. "Success Factors for New Businesses in Austria and the Czech Republic." *Entrepreneurship & Regional Development* 19 (5): 381.
- [237] Kester, W. Carl. 1992. "Industrial Groups as Systems of Contractual Governance." *Oxford Review of Economic Policy* 8 (3): 24–44.
- [238] Khanna, Tarun, and Krishna Palepu. 2000. "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence From Chile." *Academy of Management Journal* 43 (3): 268–85. <https://doi.org/10.5465/1556395>.
- [239] Kimball, Ralph C. 1998. "Economic Profit and Performance Measurement in Banking." *New England Economic Review*, no. Jul: 35–53.

- [240] Kirby, Julia. 2005. "Toward a Theory of High Performance." *Harvard Business Review* 83 (7): 30–39.
- [241] Kirchmaier, T, and J Grant. 2005. "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe." *EUROPEAN MANAGEMENT REVIEW* 2 (3): 231–45.
- [242] Klapper, Leora F., and Inessa Love. 2004. "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets." *Journal of Corporate Finance* 10 (5): 703–28. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4).
- [243] Kočenda, Evžen, and Jan Švejnar. 2003. *Ownership and Firm Performance after Large-Scale Privatization*. Working Paper Series: 209. Prague : CERGE-EI, 2003.
- [244] Koiranen, Matti. 2007. "Family's Collective Motivation to Business Ownership : A Review of Alternative Theoretical Approaches." *Electronic Journal of Family Business Studies*. <https://jyx.jyu.fi/dspace/handle/123456789/20257>.
- [245] Konečný, Lukáš, and Ondrej Částek. 2016. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Financial Performance in the Czech Republic 1." *Ekonomicky Casopis; Bratislava* 64 (5): 477–98.
- [246] Konijn, Sander J. J., Roman Kräussl, and Andre Lucas. 2011. "Blockholder Dispersion and Firm Value." *Journal of Corporate Finance* 17 (5): 1330–39. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>.
- [247] Krištof, Martin. 2005. *Měření ekonomické efektivity podniku*. Masarykova univerzita v Brně. <https://www.muni.cz/vyzkum/publikace/586523>.
- [248] Kultys, Jan. 2016. "Controversies about Agency Theory as Theoretical Basis for Corporate Governance." *Oeconomia Copernicana* 7 (4): 613–34. <https://doi.org/10.12775/OeC.2016.034>.
- [249] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1996. "Law and Finance." *NBER Working Papers*, no. 5661.
- [250] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, Special Issue on International Corporate Governance, 58 (1–2): 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).
- [251] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance." *NBER Working Papers*, January, 1.
- [252] La Porta, Rafael, Florencio Lopez de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–55. <https://doi.org/10.1086/250042>.
- [253] La Rocca, Maurizio, and Raffaele Staglianò. 2011. "Corporate Diversification of British and German Non-Financial Firms." *IUP Journal of Managerial Economics* 9 (2): 23–33.
- [254] Larner, Robert J. 1970. "The Effect of Management-Control on the Profits of Large Corporations." *American Society, Inc. : Studies of the Social Structure and Political Economy of the United States*, 251–62.
- [255] ———. 1971. *Management Control and the Large Corporation [by] Robert J. Larner*. New York: Dunellen.
- [256] Lawler, E. E. Iii. 1992. "The Ultimate Advantage: Creating the High-Involvement Organization." <http://agris.fao.org/agris-search/search.do?recordID=XF2015027462>.
- [257] Lawler, Edward E. 1986. *High-Involvement Management. Participative Strategies for Improving Organizational Performance*. Jossey-Bass Inc.
- [258] Le Breton-Miller, Isabelle, Danny Miller, and Franck Bares. 2015. "Governance and Entrepreneurship in Family Firms: Agency, Behavioral Agency and Resource-Based Comparisons." *Journal of Family Business Strategy* 6 (1): 58–62. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.10.002>.
- [259] Lee, Sanghoon. 2008. "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea," 43 pages. https://doi.org/http://www.econ.utah.edu/activities/papers/2008_17.pdf.
- [260] Leech, D, and J Leahy. 1991. "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies." *ECONOMIC JOURNAL* 101 (409): 1418–37.

- [261] Leech, Dennis. 1987. "Corporate Ownership and Control: A New Look at the Evidence of Berle and Means." *Oxford Economic Papers*, no. 3: 534–51.
- [262] Li, Jiatao, and J. Richard Harrison. 2008. "Corporate Governance and National Culture: A Multi-country Study." *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 8 (5): 607–21. <https://doi.org/10.1108/14720700810913278>.
- [263] Li, Kai, Dale Griffin, Heng Yue, and Longkai Zhao. 2013. "How Does Culture Influence Corporate Risk-Taking?" *Journal of Corporate Finance* 23 (December): 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.07.008>.
- [264] Licht, Amir N., Chanan Goldschmidt, and Shalom H. Schwartz. 2005. "Culture, Law, and Corporate Governance." *International Review of Law & Economics* 25 (January): 229–55. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2005.06.005>.
- [265] Livingston, D. T., and James B. Henry. 1980. "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits." *Journal of Risk & Insurance* 47 (3): 491–505.
- [266] Lowenstein, Louis. 1988. *What's Wrong with Wall Street: Short-Term Gain and the Absentee Shareholder*. Addison-Wesley.
- [267] Lukášová, Růžena. 2010. *Organizační kultura a její změna*. Grada Publishing a.s.
- [268] Lukeš, Martin, and Ivan Nový. 2005. *Psychologie podnikání: osobnost podnikatele a rozvoj podnikatelských dovedností*. Management Press.
- [269] Lyu, Chan, Desmond Chun Yip Yuen, and Xu Zhang. 2017. "Individualist-Collectivist Culture, Ownership Concentration and Earnings Quality." *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 24 (1–2): 23–42.
- [270] Maassen, Gregory Francesco. 2002. *An International Comparison of Corporate Governance Models*. 3rd ed. Erasmus University, Rotterdam: Amsterdam : S. Stuart. <https://trove.nla.gov.au/version/39316215>.
- [271] Makhija, Mona V. 2004. "The Value of Restructuring in Emerging Economies: The Case of the Czech Republic." *Strategic Management Journal* 25 (3): 243–67. <https://doi.org/10.1002/smj.378>.
- [272] Malkiel, Burton G. 2003. "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics." *Journal of Economic Perspectives* 17 (1): 59–82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>.
- [273] Maquieira, Carlos P., Christian E. Espinosa, and Joao Paulo Vieito. 2011. "Corporate Performance and Ownership Structure: Empirical Evidence for Chile." *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 50 (1): 75–96. <https://doi.org/http://business.creighton.edu/centers-programs/quarterly-journal-finance-and-accounting>.
- [274] Marris, R.L. 1964. *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*. Palgrave Macmillan UK. <http://www.springer.com/us/book/9781349817320>.
- [275] Marvel, Mary K., and Howard P. Marvel. 2008. "Government-to-Government Contracting: Stewardship, Agency, and Substitution." *International Public Management Journal* 11 (2): 171–92. <https://doi.org/10.1080/10967490802095870>.
- [276] Maslow, Abraham H. 1970. *Motivation and Personality*. New York: Harper & Row.
- [277] Maug, Ernst. 1996. "Corporate Control and the Market for Managerial Labour: On the Decision to Go Public." *European Economic Review, Papers and Proceedings of the Tenth Annual Congress of the European Economic Association*, 40 (3): 1049–56. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00113-1](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00113-1).
- [278] ———. 1998. "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?" *The Journal of Finance* 53 (1): 65–98. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.35053>.
- [279] Maury, B. 2006. "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations." *JOURNAL OF CORPORATE FINANCE* 12 (2): 321–41.
- [280] Maury, Benjamin, and Anete Pajuste. 2005. "Multiple Large Shareholders and Firm Value." *Journal of Banking & Finance* 29 (7): 1813–34. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>.
- [281] McClelland, David C. 1961. *The Achieving Society*.

- [282] McConnell, John J., and Henri Servaes. 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics* 27 (January): 595–612. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C).
- [283] McGregor, Douglas. 1960. *The Human Side of Enterprise*. McGraw-Hill.
- [284] McSweeney, Brendan. 2002a. "Hofstede's Model of National Cultural Differences and Their Consequences: A Triumph of Faith - a Failure of Analysis." *Human Relations* 55 (1): 89–118. <https://doi.org/10.1177/0018726702551004>.
- [285] ———. 2002b. "The Essentials of Scholarship: A Reply to Geert Hofstede." *Human Relations* 55 (11): 1363–72. <https://doi.org/10.1177/00187267025511005>.
- [286] Mello, Antonio S., and John E. Parsons. 1998. "Going Public and the Ownership Structure of the Firm." *Journal of Financial Economics* 49 (1): 79–109. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00018-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00018-X).
- [287] Meyer, M. W., and V. Gupta. 1994. "The Performance Paradox." In *B. M. Staw & L. L. Cummings (Eds.), Research in Organizational Behavior*, 309–69. Greenwich: CT: JAI Press.
- [288] Milgrom, Paul, and John Roberts. 1997. *Modely rozhodování v ekonomii a managementu*. Grada Publishing.
- [289] Millet-Reyes, Benedicte, and Ronald Zhao. 2010. "A Comparison Between One-Tier and Two-Tier Board Structures in France." *Journal of International Financial Management & Accounting* 21 (3): 279–310. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2010.01042.x>.
- [290] Milnor, J. W., and L. S. Shapley. 1978. "Values of Large Games II: Oceanic Games." *Mathematics of Operations Research* 3 (4): 290–307. <https://doi.org/10.1287/moor.3.4.290>.
- [291] Mínguez-Vera, Antonio, and Juan Francisco Martín-Ugedo. 2007. "Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market." *International Review of Financial Analysis* 16 (1): 81–98. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2005.10.004>.
- [292] Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, and Donna J. Wood. 1997. "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts." *The Academy of Management Review*, 1997.
- [293] Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* 48 (3): 261–97.
- [294] ———. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review* 53 (3): 433–43.
- [295] Mokhtar, Shabnam, Zulkarnain Muhamad Sori, and Zaharuddin Zainal Abidin. 2018. "Corporate Governance Practices and Firms Performance: The Malaysian Case," April.
- [296] Monks, R.A.G., and N. Minow. 1995. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell Business.
- [297] Mosen, Joseph R, and Anthony Downs. 1965. "A Theory of Large Managerial Firms." *Journal of Political Economy* 73 (February): 221–221. <https://doi.org/10.1086/259012>.
- [298] Mosen, R.j., J.s. Chitj, and D.e. Cooley. 1968. "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm." *Quarterly Journal of Economics* 82 (3): 435–51. <https://doi.org/10.2307/1879516>.
- [299] Montgomery, Cynthia A., and S. Hariharan. 1991. "Diversified Expansion by Large Established Firms." *Journal of Economic Behavior & Organization* 15 (February): 71–89. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(91\)90005-I](https://doi.org/10.1016/0167-2681(91)90005-I).
- [300] Montgomery, Cynthia A., and Birger Wernerfelt. 1988. "Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's Q." *RAND Journal of Economics* 19 (February): 623–32. <https://doi.org/10.2307/2555461>.
- [301] Morck, Randall, Masao Nakamura, and Anil Shivdasani. 2000. "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan." *Journal of Business* 73 (4): 539–67.
- [302] Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20 (1–2): 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7).

- [303] Morgenson, Gretchen. 2004. "MARKET WATCH; Explaining (or Not) Why the Boss Is Paid So Much." *The New York Times*, January 25, 2004, sec. Business Day. <https://www.nytimes.com/2004/01/25/business/market-watch-explaining-or-not-why-the-boss-is-paid-so-much.html>.
- [304] Mudambi, R. (1), and C. (2) Nicosia. 1998. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry." *Applied Financial Economics* 8 (2): 175–80.
- [305] Mueller, Dennis C. 1972. "A Life Cycle Theory of the Firm." *Journal of Industrial Economics* 20 (3): 199–219.
- [306] ———. 2006. "Corporate Governance and Economic Performance." *International Review of Applied Economics* 20 (5): 623–43. <https://doi.org/http://www.tandfonline.com/loi/cira20>.
- [307] Mueller, Dennis C., and Elizabeth A. Reardon. 1993. "Rates of Return on Corporate Investment." *Southern Economic Journal* 60 (2): 430–53. <https://doi.org/10.2307/1060090>.
- [308] Murphy, Kevin. 1985. "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 7 (1–3): 11–42.
- [309] Neely, A., M. Gregory, and K. Platts. 2005. "Performance Measurement System Design: A Literature Review and Research Agenda." *International Journal of Operations and Production Management* 25 (12): 1228–63. <https://doi.org/10.1108/01443570510633639>.
- [310] Nelson, Richard R., and Sidney G. Winter. 1982. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge: Harvard University Press. <http://www.hup.harvard.edu/catalog.php?isbn=9780674272286>.
- [311] Neubaum, Donald O., Christopher H. Thomas, Clay Dibrell, and Justin B. Craig. 2017. "Stewardship Climate Scale: An Assessment of Reliability and Validity." *Family Business Review* 30 (1): 37–60. <https://doi.org/10.1177/0894486516673701>.
- [312] Neun, Stephen P., and Rexford E. Santerre. 1986. "Dominant Stockownership and Profitability." *Managerial & Decision Economics* 7 (3): 207.
- [313] Ng, Alex, Ayse Yuce, and Eason Chen. 2009. "Determinants of State Equity Ownership, and Its Effect on Value/Performance: China's Privatized Firms." *Pacific-Basin Finance Journal* 17 (4): 413–43. <https://doi.org/http://www.sciencedirect.com/science/journal/0927538X>.
- [314] Nguyen, Nhut H., and Cameron Truong. 2013. "The Information Content of Stock Markets around the World: A Cultural Explanation." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 26 (October): 1–29. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.03.001>.
- [315] Nguyen, Pascal. 2011. "Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms." *Pacific-Basin Finance Journal* 19 (3): 278–97. <https://doi.org/http://www.sciencedirect.com/science/journal/0927538X>.
- [316] Nguyen, Pascal, Nahid Rahman, and Ruoyun Zhao. 2013. "Ownership Structure and Divestiture Decisions: Evidence from Australian Firms." *International Review of Financial Analysis* 30 (December): 170–81. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.08.003>.
- [317] North, Douglass C. 1990. "Institutions, Institutional Change and Economic Performance / D.C. North.," January. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678.007>.
- [318] NRC, Mordecai Ezekiel, Alvin H. Hansen, John Maurice Clark, Donald Ewan Montgomery, and Gardiner C. Means. 1939. *The Structure of the American Economy. National Resources Committee*. Washington, D.C.: U.S. Govt. print. off. <https://catalog.hathitrust.org/Record/001312880>.
- [319] Nyman, Steve, and Aubrey Silberston. 1978. "The Ownership and Control of Industry." *Oxford Economic Papers* 30 (1): 74–101.
- [320] O'Boyle, Ernest H., Pankaj C. Patel, and Erik Gonzalez-Mulé. 2016. "Employee Ownership and Firm Performance: A Meta-Analysis." *Human Resource Management Journal* 26 (4): 425–48. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12115>.
- [321] Odehnalová, Pavla. 2014. *Family Business Governance in the Czech Republic*. Academic Conferences and Publishing International Limited. <https://www.muni.cz/vyzkum/publikace/1205207>.

- [322] Odehnalová, Pavla, and Petr Pirožek. 2015. "Family Businesses in the Corporate Governance of MNCs." *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 63 (3): 979–84. <https://doi.org/10.11118/actaun201563030979>.
- [323] OECD. 1997. *Economic Surveys: France*. PARIS CEDEX 16: OECD. http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-fra-1997-en.
- [324] ———. 2004. *OECD Principles of Corporate Governance*. PARIS CEDEX 16. <http://www.oecd.org/daf/ca/oecd-principles-corporate-governance-2004.htm>.
- [325] Omran, Mohammed M., Ali Bolbol, and Ayten Fatheldin. 2008. "Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity Markets: Does Ownership Concentration Matter?" *International Review of Law and Economics* 28 (1): 32–45. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2007.12.001>.
- [326] Orwin, Robert G. 1983. "A Fail-SafeN for Effect Size in Meta-Analysis." *Journal of Educational and Behavioral Statistics - J EDUC BEHAV STAT* 8 (June): 157–59. <https://doi.org/10.3102/10769986008002157>.
- [327] Oswald, Frederick, and Rodney McCloy. 2003. "Meta-Analysis and the Art of the Average." *Validity Generalization: A Critical Review*, January, 311–38.
- [328] Oyserman, Daphna, Heather M. Coon, and Markus Kemmelmeier. 2002. "Rethinking Individualism and Collectivism: Evaluation of Theoretical Assumptions and Meta-Analyses." *Psychological Bulletin* 128 (1): 3–72.
- [329] Palmer, Donald A., P. Devereaux Jennings, and Xueguang Zhou. 1993. "Late Adoption of the Multidivisional Form by Large U.S. Corporations: Institutional, Political, and Economic Accounts." *Administrative Science Quarterly*, 1993.
- [330] Palmer, John. 1973. "The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations." *The Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1): 293–303.
- [331] Papanastasopoulos, Georgios A. 2014. "Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets." *European Accounting Review* 23 (4): 729–68.
- [332] Park, Hong Y., Geon-Cheol Shin, and Iksu Jurn. 2009. "Corporate Strategies and Performances of Korean Firms: The Unified Theory of the Firm Perspective." *Global Economic Review* 38 (2): 185–203. <https://doi.org/10.1080/12265080902891818>.
- [333] Park, Sangsoo, and Moon H. Song. 1995. "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders." *Financial Management* 24 (4): 52–65.
- [334] Pedersen, Torben, and Steen Thomsen. 2003. "Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity." *Journal of Management and Governance* 7 (1): 27–55. <https://doi.org/http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/10997>.
- [335] Peng, Mike W., Garry D. Bruton, Ciprian Stan, and Yuanyuan Huang. 2016. "Theories of the (State-Owned) Firm." *Asia Pacific Journal of Management* 33 (2): 293–317. <https://doi.org/10.1007/s10490-016-9462-3>.
- [336] Peng, Mike W., and Yi Jiang. 2009. "Institutions Behind Family Ownership and Control in Large Firms." *Journal of Management Studies* 47 (2): 253–73. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00890.x>.
- [337] Penrose, Edith. 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Wiley.
- [338] ———. 1995. *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Oxford University Press.
- [339] Perfect, Steven B., and Kenneth W. Wiles. 1994. "Alternative Constructions of Tobin's Q: An Empirical Comparison." *Journal of Empirical Finance* 1 (3): 313–41. [https://doi.org/10.1016/0927-5398\(94\)90007-8](https://doi.org/10.1016/0927-5398(94)90007-8).
- [340] Perlo, Victor. 1957. *The Empire of High Finance*. International Publishers.
- [341] Peteraf Margaret A. 1993. "The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-based View." *Strategic Management Journal* 14 (3): 179–91. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140303>.
- [342] Peterson, Ra, and Sp Brown. 2005. "On the Use of Beta Coefficients in Meta-Analysis." *JOURNAL OF APPLIED PSYCHOLOGY* 90 (1): 175–81.

- [343] Pfeffer, Jeffrey, and Gerald R. Salancik. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper and Row.
- [344] Pichhadze, Aviv. 2010. "The Nature of Corporate Ownership in the USA: The Trend towards the Market Oriented Blockholder Model." *Capital Markets Law Journal* 5 (1): 63–88. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmp043>.
- [345] Pokorná, J., and O. Cástek. 2013. "How to Measure Organizational Performance in Search for Factors of Competitiveness." *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 61 (2): 451–61. <https://doi.org/10.11118/actaun201361020451>.
- [346] Pokorná, Jana. 2012. "Finanční výkonnost českých podniků se zahraničním kapitálem." *Trendy ekonomiky a managementu* VI (11): 27–34.
- [347] Pound, John. 1988. "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight." *Journal of Financial Economics, The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, 20 (January): 237–65. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90046-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90046-3).
- [348] Priem, Richard L., and John E. Butler. 2001. "Is the Resource-Based 'View' a Useful Perspective for Strategic Management Research?" *The Academy of Management Review* 26 (1): 22–40. <https://doi.org/10.2307/259392>.
- [349] Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. 2003. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century." *Journal of Financial Economics* 69 (1): 5–50.
- [350] Randoy, T, and S Goel. 2003. "Ownership Structure, Founder Leadership, and Performance in Norwegian SMEs: Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities." *JOURNAL OF BUSINESS VENTURING* 18 (5): 619–37.
- [351] Razzaque, Rushdi Md. Rezaur, Muhammad Jahangir Ali, and Paul R. Mather. 2016. "Real Earnings Management in Family Firms: Evidence from an Emerging Economy." *Pacific-Basin Finance Journal* 40 (December): 237–50. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.12.005>.
- [352] Rechner, Paula L., and Dan R. Dalton. 1991. "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis." *Strategic Management Journal* 12 (2): 155–60.
- [353] Regan, P. 1989. "Pension Fund Perspective." *Financial Analysts Journal* 45: 18–21.
- [354] Reitz, H. Joseph. 1979. "The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective." *Academy of Management Review* 4 (2): 309–10. <https://doi.org/10.5465/AMR.1979.4289039>.
- [355] Renneboog, Luc. 2000. "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange." *Journal of Banking & Finance* 24 (12): 1959–95. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00128-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00128-4).
- [356] Richard, Pj, Tm Devinney, Gs Yip, and G Johnson. 2009. "Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice." *JOURNAL OF MANAGEMENT* 35 (3): 718–804.
- [357] Robinson, Gail, and Kathleen Dechant. 1997. "Building a Business Case for Diversity." *The Academy of Management Executive*, 1997.
- [358] Roe, Mark J. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press. <http://www.jstor.org/stable/j.ctt7rv1g>.
- [359] Romano, Roberta. 1993. "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered." *Columbia Law Review* 93 (May). <https://doi.org/10.2307/1122989>.
- [360] Rosenthal, R. 1984. *Meta-Analytic Procedures for Social Research*. Beverly Hills: Sage.
- [361] Šafrová Drážilová, Alena, and Ladislav Blažek. 2015. "Comparison of Labor Productivity between Enterprises under Local and Foreign Control." In *Current Problems of the Corporate Sector 2015: Miscellany of Scientific Papers*, 21–26. Vydavatelstvo EKONÓM. <https://is.muni.cz/auth/publication/1301554/cs?lang=cs>.
- [362] Sanchez-Ballesta, Jp, and E Garcia-Meca. 2007. "A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance." *CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW* 15 (5): 879–93.

- [363] Santerre, Rexford E., and Stephen P. Neun. 1993. "Corporate Control and Performance in the 1930s." *Economic Inquiry : Journal of the Western Economic Association International* 31 (3): 466–80.
- [364] Sautner, Zacharias, and Martin Weber. 2011. "Corporate Governance and the Design of Stock Option Contracts." *Betriebswirtschaft/Business Administration Review* 71 (4): 331–54. <https://doi.org/http://www.dbwnet.de>.
- [365] Schein, Edgar H. 2006. *Organizational Culture and Leadership*. John Wiley & Sons.
- [366] Schultz, Emma, Gloria Y. Tian, and Garry Twite. 2013. "Corporate Governance and the CEO Pay-Performance Link: Australian Evidence." *International Review of Finance* 13 (4): 447–72. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291468-2443/issues>.
- [367] Schwartz, Shalom. 1994. "Beyond Individualism/Collectivism: New Cultural Dimensions of Values." In *Cross-Cultural Research and Methodology*, 18:85–119.
- [368] Scott, Wr. 1987. "The Adolescence of Institutional Theory." *Administrative Science Quarterly* 32 (4): 493–511. <https://doi.org/10.2307/2392880>.
- [369] Segal, L, and M Lehrer. 2012. "The Institutionalization of Stewardship: Theory, Propositions, and Insights from Change in the Edmonton Public Schools." *ORGANIZATION STUDIES* 33 (2): 169–201.
- [370] Selznick, Philip. 1949. *TVA and the Grass Roots: A Study in the Sociology of Formal Organization*. University of California Press.
- [371] ———. 2011. *Leadership in Administration: A Sociological Interpretation*. Quid Pro Books.
- [372] Shepherd, W. G. 1989. "Public Enterprise: Criteria and Cases." In *The Structure of European Industry, de Jong HW (Ed.)*, 355–88. Dordrecht: Kluwer.
- [373] Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance* 52 (2): 737–83.
- [374] Shoham, Amir, and Miki Malul. 2013. "Cultural Attributes, National Saving and Economic Outcomes." *The Journal of Socio-Economics* 47 (December): 180–184. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2012.07.008>.
- [375] Shome, Dilip K., and Sudhir Singh. 1995. "Firm Value and External Blockholdings." *Financial Management* 24 (4): 3–14. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291755-053X/issues>.
- [376] Short, Helen. 1994. "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms." *Journal of Economic Surveys* 8 (3): 203–49. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291467-6419/issues>.
- [377] Silverman, David. 1970. *The Theory of Organisations: A Sociological Framework*. Heinemann.
- [378] Šiška, Ladislav. n.d. "Skupiny Podniků Vytvořené Dle Ukazatelů Hospodářské Úspěšnosti." In *Konkurenční Schopnost Podniků (Analýza Faktorů Hospodářské Úspěšnosti)*, 51–66. Brno: Masarykova univerzita.
- [379] Šiška, Ladislav, and Lenka Lízalová. 2011. "Výběr Ekonomických Ukazatelů pro Měření Dlouhodobé Výkonnosti Podniku." *Journal of Competitiveness*, no. 1: 4.
- [380] Smith, Aileen, and Evelyn C. Hume. 2005. "Linking Culture and Ethics: A Comparison of Accountants' Ethical Belief Systems in the Individualism/Collectivism and Power Distance Contexts." *Journal of Business Ethics* 62 (3): 209–20. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-4773-1>.
- [381] Soukup, Petr. 2006. "Proč Užívat Hierarchické Lineární Modely? / Why Use Hierarchical Linear Models?" *Sociologický Časopis / Czech Sociological Review* 42 (5): 987–1012.
- [382] Stanworth, Philip, and Anthony Giddens. 1975. "The Modern Corporate Economy: Interlocking Directorships in Britain, 1906–1970." *The Sociological Review* 23 (1): 5–28. <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.1975.tb00515.x>.
- [383] StatsDirect. n.d. "Heterogeneity in Meta-Analysis (Q, I-Square)." Accessed April 22, 2018. https://www.statsdirect.com/help/meta_analysis/heterogeneity.htm.
- [384] Steigenberger, Norbert. 2014. "Only a Matter of Chance? How Firm Performance Measurement Impacts Study Results." *European Management Journal* 32 (February): 46–65. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.09.003>.

- [385] Sten, Jan. 2007. "What Is a Business Family?" *Electronic Journal of Family Business Studies*. <https://jyx.jyu.fi/dspace/handle/123456789/20259>.
- [386] Sterling, Theodore D. 1959. "Publication Decisions and Their Possible Effects on Inferences Drawn from Tests of Significance--Or Vice Versa." *Journal of The American Statistical Association - J AMER STATIST ASSN* 54 (March): 30–34. <https://doi.org/10.1080/01621459.1959.10501497>.
- [387] Stigler, George J., and Claire Friedland. 1983. "The Literature of Economics: The Case of Berle and Means." *Journal of Law and Economics* 26 (2): 237–68. <https://doi.org/http://www.jstor.org/action/showPublication?journalCode=jlaweconomics>.
- [388] Strange, Roger, Igor Filatotchev, Trevor Buck, and Mike Wright. 2009. "Corporate Governance and International Business." *Management International Review* 49 (4): 395–407. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0001-z>.
- [389] Stulz, René M. 1988. "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics, The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, 20 (January): 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6).
- [390] Stulz, René M., and Rohan Williamson. 2003. "Culture, Openness, and Finance." *Journal of Financial Economics* 70 (3): 313–49. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00173-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00173-9).
- [391] Sturdivant, Frederick D. 1979. "Executives and Activists: Test of Stakeholder Management." *California Management Review* 22 (1): 53–59. <https://doi.org/10.2307/41164849>.
- [392] Suchánek, Petr. 2007. *Hodnocení konkurenceschopnosti*. MU ESF. <https://www.muni.cz/vyzkum/publikace/728205>.
- [393] Sullivan, Mary K. 1988. "Outsider versus Insider Boards Revisited: A New Look at Performance and Board Composition." In . Anaheim, CA: Academy of Management.
- [394] Sundaramurthy, C, P Rechner, and Wr Wang. 1996. "Governance Antecedents of Board Entrenchment the Case of Classified Board Provisions." *JOURNAL OF MANAGEMENT* 22 (5): 783–99.
- [395] Sundaramurthy, C., D.I. Rhoades, and P.I. Rechner. 2005. "A Meta-Analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance." *Journal of Managerial Issues* 17 (4): 494–510.
- [396] Teece David J., Pisano Gary, and Shuen Amy. 1998. "Dynamic Capabilities and Strategic Management." *Strategic Management Journal* 18 (7): 509–33. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z).
- [397] The Economist. 2007. "Our Company Right or Wrong," March 15, 2007. <https://www.economist.com/node/8848426>.
- [398] ———. 2012. "The Rise of State Capitalism." *The Economist*, January 21, 2012. <https://www.economist.com/node/21543160>.
- [399] The Wall Street Journal. 1992. "Small Investors Continue to Give Up Control of Stocks," May 11, 1992.
- [400] The World Bank. n.d. "GDP per Capita (Constant 2010 US\$)." Accessed February 5, 2018a. https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD?year_low_desc=false.
- [401] ———. n.d. "Market Capitalization of Listed Domestic Companies (% of GDP)." Accessed January 29, 2018b. https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart&year_high_desc=false.
- [402] Thomsen, Steen, and Torben Pedersen. 1996. "Nationality and Ownership Structures : The 100 Largest Companies in Six European Nations." *Management International Review* 36 (2): 149–66.
- [403] ———. 1998. "Industry and Ownership Structure." *International Review of Law and Economics* 18 (4): 385–402. [https://doi.org/10.1016/S0144-8188\(98\)00022-2](https://doi.org/10.1016/S0144-8188(98)00022-2).
- [404] ———. 2000. "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies." *Strategic Management Journal* 21 (6): 689–705.

- [405] Thomsen, Steen, Torben Pedersen, and Hans Kurt Kvist. 2006. "Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems." *Journal of Corporate Finance* 12 (2): 246–69. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.001>.
- [406] Thonet, P. J., and O. H. Poensgen. 1979. "Managerial Control and Economic Performance in Western Germany." *Journal of Industrial Economics* 28 (1): 23–37.
- [407] Tilba, Anna, and Terry McNulty. 2013. "Engaged versus Disengaged Ownership: The Case of Pension Funds in the UK." *Corporate Governance: An International Review* 21 (2): 165–82. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00933.x>.
- [408] Tobin, James. 1969. "A General Equilibrium Approach To Monetary Theory." *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1): 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>.
- [409] Topak, Mehmet Sabri. 2011. "The Effect of Board Size on Firm Performance: Evidence from Turkey." *Middle Eastern Finance and Economics*, no. 14 (June): 119–27.
- [410] Triandis, H. C. 1989. "Cross-Cultural Studies of Individualism and Collectivism." *Nebraska Symposium on Motivation. Nebraska Symposium on Motivation* 37: 41–133.
- [411] Tricker, Bob. 1993. "EDITORIAL: Corporate Governance—the New Focus of Interest." *Corporate Governance: An International Review* 1 (1): 1–4. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1993.tb00001.x>.
- [412] Tsionas, Mike G., Andreas G. Merikas, and Anna A. Merika. 2012. "Concentrated Ownership and Corporate Performance Revisited: The Case of Shipping." *Transportation Research: Part E: Logistics and Transportation Review* 48 (4): 843–52. <https://doi.org/http://www.sciencedirect.com/science/journal/13665545>.
- [413] U. S. Government Accountability Office. 2002. "Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges," no. GAO-03-138 (October). <https://www.gao.gov/products/GAO-03-138>.
- [414] Van der Elst, Christoph. 2004. "Industry-Specificities and Size of Corporations: Determinants of Ownership Structures." *International Review of Law and Economics* 24 (4): 425–46. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2005.01.003>.
- [415] Vance, Stanley C. 1978. "Corporate Governance: Assessing Corporate Performance by Boardroom Attributes." *Journal of Business Research* 6 (3): 203–20. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(78\)90024-3](https://doi.org/10.1016/0148-2963(78)90024-3).
- [416] Veblen, Thorstein. 1921. *The Engineers and the Price System*. New York: Huebsh.
- [417] Villiers, Charl de, Vic Naiker, and Chris J. van Staden. 2011. "The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance." *Journal of Management* 37 (6): 1636–63. <https://doi.org/10.1177/0149206311411506>.
- [418] Wahba, Hayam. 2014. "Capital Structure, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Egypt." *Journal of Management and Governance* 18 (4): 1041–61. <https://doi.org/http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/10997>.
- [419] Wang, K., and G. Shailer. 2015. "Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-Analysis." *Journal of Economic Surveys* 29 (2): 199–229. <https://doi.org/10.1111/joes.12048>.
- [420] Wei, Zuobao, Feixue Xie, and Shaorong Zhang. 2005. "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (1): 87–108.
- [421] Weinstein, David E., and Yishay Yafeh. 1998. "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan." *The Journal of Finance* 53 (2): 635–72. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.254893>.
- [422] Weiss, Andrew, and Georgiy A. Nikitin. 2004. "Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence from the Czech Republic." *Topics in Economic Analysis and Policy* 4 (1): 1–47.
- [423] Wernerfelt, Birger. 1984. "A Resource-Based View of the Firm." *Strategic Management Journal* 5 (2): 171–80.

- [424] Westphal, J.d. 1999. "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of Ceoboard Social Ties." *Academy of Management Journal* 42 (1): 7–24.
- [425] Williams, K., and C. O'Reilly. 1998. "Forty Years of Diversity Research: A Review." In *B. M. Staw and L. L. Cummings (Eds.), Research in Organizational Behavior*, 77–140. Greenwich: CT: JAI Press.
- [426] Williamson, Óliver. 2000. "The New Institutional Economics: Take Stock, Looking Ahead." *Journal of Economic Literature* 38 (February): 595–613. <https://doi.org/10.1257/jel.38.3.595>.
- [427] Wiseman, Robert M., Gloria Cuevas-Rodriguez, and Luis R. Gomez-Mejia. 2012. "Towards a Social Theory of Agency." *Journal of Management Studies* 49 (1): 202–22. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2011.01016.x>.
- [428] Wruck, Karen Hopper. 1989. "Equity Ownership Concentration and Firm Value. Evidence from Private Equity Financings." *Journal of Financial Economics* 23 (January): 3–28. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90003-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90003-2).
- [429] Yeh, Y.-H. 2005. "Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?" *Corporate Governance* 13 (2): 313–25. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00425.x>.
- [430] Yermack, David. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40 (2): 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5).
- [431] Zahra, Shaker A., and John A. Pearce. 1989. "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model." *Journal of Management* 15 (2): 291–334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>.
- [432] Zeckhauser, Richard J., and John Pound. 1990. "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance." In *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, edited by R. Glenn Hubbard, 149–80. A National Bureau of Economic Research Project Report.
- [433] Zeitlin, Maurice. 1974. "Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class." *American Journal of Sociology* 79 (5): 1073–1119. <https://doi.org/10.1086/225672>.
- [434] Zemplerova, Alena. 1998. "Impact of Foreign Direct Investment on the Restructuring and Growth in Manufacturing." *Prague Economic Papers* 7 (4): 329–45.
- [435] Zhang, Hong, Shuai Gao, Michael J. Seiler, and Chen Jiawei. 2016. "Ownership Structure, Diversification, and Corporate Performance Based on Structural Equation Modeling." *Journal of Real Estate Portfolio Management* 22 (1): 63–73. <https://doi.org/http://ares.metapress.com/content/121545/>.
- [436] Zhang, Qing, Lilin Chen, and Tianjun Feng. 2014. "Mediation or Moderation? The Role of R&D Investment in the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from the Chinese IT Industry." *Corporate Governance: An International Review* 22 (6): 501–17. <https://doi.org/10.1111/corg.12073>.
- [437] Zhang, Xu, Xing Liang, and Hongyan Sun. 2013. "Individualism–Collectivism, Private Benefits of Control, and Earnings Management: A Cross-Culture Comparison." *Journal of Business Ethics* 114 (4): 655–64. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1711-5>.
- [438] Zouari, Sarra Ben Slama, and Neila Boulila Taktak. 2014. "Ownership Structure and Financial Performance in Islamic Banks: Does Bank Ownership Matter?" *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 7 (2): 146–60. <https://doi.org/http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?issn=1753-8394>.

Seznam grafik

Obr. č. 1: Institucionální kontext a jeho dopad na problémy zastupitelství a mechanismy správy společností	29
Obr. č. 2: Model volby mezi zastupitelstvím a správčovstvím	34
Obr. č. 3: Struktura právního a finančního rámce správy společností	43
Obr. č. 4: Konceptuální model studie Aslam a kol. 2012, zmiňující vlastnickou strukturu na prvním místě	44
Obr. č. 5: Jednoduché schéma správních orgánů v anglosaském systému	47
Obr. č. 6: Jednoduché schéma správních orgánů v kontinentálním systému.....	50
Obr. č. 7: Jednoduché schéma správních orgánů v japonském systému.....	52
Obr. č. 8: Efekt dominantního vlastnictví na ziskovost	64
Obr. č. 9: Interní mechanismy správy společností a výkonnost podniku.....	70
Obr. č. 10: Příklad pyramidálního vlastnictví společnosti Fiat	74
Obr. č. 11: Trychtýřový graf	99
Obr. č. 12: Období popsaná studiiemi ve vzorku	104
Obr. č. 13: Četnost studií dle roku publikace	105
Obr. č. 14: Histogram četností efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví v celém souboru	115
Obr. č. 15: Graf stonku a listů efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví v celém souboru	115
Obr. č. 16: Trychtýřový graf efektů reportovaných primárními studiiemi ve vztahu k velikosti jejich vzorku.....	136
Obr. č. 17: Možná vysvětlení souvislostí mezi operacionalizací koncentrace vlastnictví, právním systémem a výší reportovaných efektů	142
Obr. č. 18: Grafické shrnutí potvrzených moderátorů vztahu koncentrace vlastnictví a výkonnosti podniku	155

Seznam tabulek

Tab. č. 1: Klíčové charakteristiky a porovnání systémů správy společností	53
Tab. č. 2: Bezprostřední kontrola 200 největších amerických zalistovaných společností podle kategorií Berleho a Meanse na začátku 30. let 20. století.....	83
Tab. č. 3: Seznam a operacionalizace proměnných.....	112
Tab. č. 4: Popisné statistiky efektů vztahujících se ke koncentraci vlastnictví.....	114
Tab. č. 5: Model náhodných efektů podle Hunter-Schmidta pro koncentraci vlastnictví v celém souboru	116
Tab. č. 6: Test homogenity pro koncentraci vlastnictví v celém souboru dle Hedges-Vevea, model náhodných efektů.....	116
Tab. č. 7: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole StudyID.....	118
Tab. č. 8: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole identity vlastníka.....	119
Tab. č. 9: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole operacionalizace koncentrace vlastnictví.....	120
Tab. č. 10: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole operacionalizace závisle proměnné	121
Tab. č. 11: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole právního systému	122
Tab. č. 12: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole způsobu imputace bivariačního r	123
Tab. č. 13: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kontroly endogeneity	124
Tab. č. 14: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kontroly linearity.....	124
Tab. č. 15: Skupiny kontrolních proměnných	125
Tab. č. 16: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole definovaných skupin kontrolních proměnných.....	126
Tab. č. 17: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole zkoumaného období	127
Tab. č. 18: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole vymahatelnosti právních institucí	128
Tab. č. 19: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole ochrany minoritních vlastníků ...	128
Tab. č. 20: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole kvality správy společností (GMI index)	129
Tab. č. 21: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole HDP na hlavu.....	130
Tab. č. 22: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole velikosti trhu	130
Tab. č. 23: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole míry individualismu.....	131
Tab. č. 24: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví při kontrole míry vzdálenosti moci	132
Tab. č. 25: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot	133
Tab. č. 26: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model plus daná proměnná	134
Tab. č. 27: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model plus míra individualismu a míra vzdálenosti moci	135
Tab. č. 28: Souhrn výsledků REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, porovnání základních a plných modelů.....	150

Seznam příloh

Příl. č. 1: Seznam raných studií zabývajících se koncentrací vlastnictví.....	185
Příl. č. 2: Počty efektů vztahující se k jednotlivým zemím nebo jejich kombinacím ve vzorku.....	192
Příl. č. 3: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, bez StudyID	194
Příl. č. 4: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, efekty bez těch, které se vztahují k provozní výkonnosti	195
Příl. č. 5: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, efekty bez těch, které se vztahují k provozní výkonnosti, závisle proměnná vyjádřena jako účetní ukazatel ano/ne	196
Příl. č. 6: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot bez StudyID, efekty bez těch, které se vztahují k imputovaným z beta koeficientů	197
Příl. č. 7: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, proměnná identifikující zemi místo proměnné identifikující právní systém	198
Příl. č. 8: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, s proměnnou Journal	199
Příl. č. 9: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez efektů reportovaných v kategorii Journal = Ostatní	200
Příl. č. 10: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, proměnná rok publikování místo zkoumaného období.....	201
Příl. č. 11: Seznam studií zahrnutých v meta-analýze (N = počet extrahovaných efektů)	202

Seznam zkratek

AGM	Annual general meeting
CEO	Chief executive officer
CG	Corporate Governance
CLI	Cubbin-Leech index
DEA	data envelopment analysis
ESOP	employee stock ownership plans
EVA	economic value added
FDI	foreign direct investment
FEM	fixed effect model, model fixních efektů
GMI	Governance Metrics International
HDP	Hrubý domácí produkt
H-S	Hunter-Shmidt method
IDV	Individualism versus collectivism
ISS	Institutional Shareholders Service
KCGI	Korean Corporate Governance index (Black et al., 2006)
MLS	Multiple large shareholders
PDI	Power Distance Index
PPP	Purchasing Power Parity
RBV	Teorie zdrojové závislosti (Resource-based view, Resource-based theory)
REM	random effect model, model náhodných efektů
SEC	U. S. Securities and Exchange Commission
SLO	Single largest owner
TCT	Teorie transakčních nákladů (Transaction cost theory, Transaction cost economy)
WoS	Web of Science

Přílohy

Příl. č. 1: Seznam raných studií zabývajících se koncentrací vlastnictví

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
Berle a Means (1932)	Začátek 30. let 20. století 200 největších amerických podniků	OC - 80 % a více společnosti vlastněno „kompaktní skupinou“ majoritní OC - 20-50 % vlastněno „veřejností“, tedy alespoň 50 % vlastněno „kompaktní skupinou“ minoritní OC - 20-50 % vlastněno „kompaktní skupinou“ MC- žádný podíl nepřesahuje 20 %	n/a	n/a
Monsen a kol. (1968)	1952-63 500 největších průmyslových firem v USA	OC \geq 10% a důkaz aktivní kontroly, nebo \geq 20%. MC \leq 5% jediný blok hlasovacích akcií	Čistý příjem/ čisté jmění tržby/celková aktiva čistý příjem/celkové aktiva čistý příjem/tržby dlouhodobé závazky/kapitalizace	V průměru všechny poměry jsou vyšší pro OC firmy, kromě poměru dlouhodobé závazky/kapitalizace nižšího pro velké firmy. Čistý příjem/čistá hodnota je výrazně vyšší pro velké firmy.
Kamerschen (1968)	1959-64 200 největších nefinančních firem v USA	OC \geq 10% MC < 10%	ROE	Žádný výrazný rozdíl mezi MC a OC firmami, ale výrazně pozitivní vztah mezi závisle proměnnou a změnou kontroly
Larner (1970)	1956-62 187 z 500 největších nefinančních firem v US.	OC \geq 10% MC < 10%	ROE	Slabý statisticky významný negativní vztah mezi MC a ROE
Radice (1971)	1957-67 86 velkých firem ve třech oborech.	OC > 15% MC < 5%	Nezdaněný zisk/čistá aktiva růst v čistých aktiv	OC firmy spojovány s vyšším ziskovým poměrem a růstovým poměrem. OC

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
Elliott (1972)	1964-67 88 firem z S&P's Compustat Data	Shodné s Mosen et. al.	Likvidita Růst příjmů vlastníků Růst příjmů manažerů Poměr dluh/kapitál Kapitálové investice	firmy mají vyšší variability ve vztahu mezi ziskovým a růstovým poměrem. Jediný významný rozdíl mezi MC a OC firmami spočíval v jejich likviditě.
Boudreaux (1973)	1952-63 72 z 500 největších průmyslových firem v US.	Shodné s Mosen et. al.	Rentabilita kapitálu	OC firmy spojovány výrazně vyššími nebo variabilnějšími mírami návratnosti než MC firmy.
Palmer (1973)	1961-69 500 největších firem v US	SOC > 3% WOC 10-29% MC < 10%	Průměrná návratnost čistého jmění	Průměrná míra ziskovosti výrazně nižší pro MC firmy, ale jenom když má firma monopolní sílu.
Sorenson (1974)	1948-66 30 OC a 30 MC firem z 11 odvětví	OC ≥ 20% MC < 5%	Zisk po zdanění/čisté jmění Míra návratnosti pro akcionáře Poměr výplat dividend Růst tržeb Růst čistého jmění.	Výrazné rozdíly mezi některými odvětvími, ale žádný všeobecný rozdíl mezi OC a MC firmami.
Holl (1975)	1948-60 185 veřejně obchodovaných firem	OC ≥ 50% Nebo 20-50%, pokud 20% držených 20 největšími akcionáři (s určitými omezeními) MC – všechny ostatní firmy	Zisk před zdaněním/čisté jmění Tempo růstu aktiv Rozptyl a šikmost ziskovosti Poměr dividendových výplat	Žádný výrazný rozdíl po odstranění vlivu odvětví.
Ware (1975)	1960-70 74 velkých zralých firem z potravinářského průmyslu z US	OC > 15% a přítomnost v radě ředitelů nebo managementu nebo > 25% MC ≤ 5%	Čistý příjem/čisté jmění Čistý odbyt/ počet zaměstnanců	MC firmy ziskovější ale méně efektivní než OC firmy.

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
			Nerozdělený zisk/čistý příjem Dluh/celková aktiva	
McEachern (1975)	1963-72 48 velkých US firem ze 3 odvětví	O-M $\geq 4\%$ a manažerská reprezentace E-C $\geq 4\%$ bez manažerské reprezentace MC $< 4\%$	Průměrná tržní míra návratnosti Poměr dividendových výplat Riziko Růst tržeb	O-M a E-C firmy výrazně vyšší míra návratnosti než MC firmy. O-M firmy vyšší výkonnost než E-C firmy. O-M firmy výrazně vyšší tržní riziko než E-C firmy. MC firmy v těchto ukazatelích vždy mezi O-M a E-C. O-M firmy udržely výrazně vyšší výnosy než E-C a MC firmy.
Stano (1976)	1963-72 354 velkých US firem	Shodné s Palmerem.	Výnosnost akcií	Výkonnost výrazně vyšší u silně OC firem. OC firmy averznější k riziku, nižší fúzní aktivita.
Round (1976)	1962-64 289 velkých australských firem	OC $> 10\%$ držených osobami mezi největším 20 vlastníky. MC- osoby drží $< 5\%$. CC $> 15\%$ držených jinou společností	Čistý příjem/celková aktiva.	OC firmy nevýrazně vyšší míry návratnosti než MC firmy.
Holl (1977)	1962-72 343 z největších 500 US firem	Shodné s Palmerem.	Průměrná tržní míra návratnosti (včetně návratnosti dividend a zhodnocení ceny akcií).	OC firmy výrazně vyšší výkonnost oproti těm MC firmám, které byly schopny vyhnout se trhu pro korporátní kontrolu (= násilnému převzetí).
Steer a Cable (1978)	1967-71 82 UK firem z největších 250	OC $> 15\%$ soudržnou skupinou nebo $> 3\%$ manažeři. MC- ostatní.	Míra návratnosti kapitálu. Míra návratnosti kapitálu a dlouhodobé závazky. Přirážka ceny nad náklady. (zisk/obrat).	OC firmy výrazně vyšší výkon než MC firmy u všech měřítek výkonnosti.

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
Thonet a Poensgen (1979)	1961-70 52-92 jmenovaných německých zpracovatelských firem	OC >25% vlastněných soudržnou skupinou. MC <25% vlastněných soudržnou skupinou (kromě společností kde > 25% vlastní vláda, jiná společnost nebo instituce).	Návratnost kapitálu. Tržní míra návratnosti. Tržní hodnota/účetní hodnota firmy. Růst celkových aktiv. Rozptyl ROE.	MC firmy mají výrazně vyšší návratnost kapitálu a tržní hodnotu/účetní hodnotu a nevýrazně vyšší tržní míru návratnosti. OC firmy mají větší růst celkových aktiv. Pro firmy v odvětvích s vysokou koncentrací, OC firmy mají nevýrazně vyšší rozptyly ROE než MC firmy, opak platí v odvětvích s nízkou koncentrací.
Jacquemin a de Ghellinck (1980)	103 z 200 největších francouzských firem	Většinová kontrola ≥50%. Menšinová kontrola – mezi 5-50%. Interní – žádná skupina >5% Individuální přístup ke každému případu při dělení na rodinnou (FA) a nerodinnou (NFA) kontrolu.	Čisté cash flow/ účetní hodnota kapitálu a rezerv.	Žádný výrazný rozdíl mezi většinovou kontrolou a menšinovou kontrolou anebo mezi FA a NFA. Pozitivní efekt velikosti na FA firmy, ale ne na NFA.
Bothwell (1980)	1960-67 150 velkých průmyslových firem z US a top 500.	Shodné s Palmer.	Rizikově-upravená (CAPM) ROS. ROE.	Pro ROS: SOC a WOC > MC (Stat. význam). pro firmy v odvětvích s vysokými nebo značnými bariérami vstupu. Pro ROE: Obecně SOC a WOC > MC.
Levin a Levin (1982)	1967-76 200 největších nefinančních US firem	OC ≥10% MC <10% FC ≥10% vlastněných finančními institucemi pokud jiná skupina vlastnila ≥10%, nebo ≥5% pokud žádná jiná skupina nevlastnila ≥10%, nebo finanční instituce byla hlavním dodavatelem kapitálu a v představenstvu a žádná jiná skupina nevlastnila ≥10%.	ROE. Celková návratnost pro akcionáře. Směrodatná odchylka zisku. COD zisku. Růst tržeb. Zadluženost. Dividendy.	Výrazný rozdíl mezi typy kontroly pro návratnost pro akcionáře, riziko (směrodatná odchylka) a růst tržeb.

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
Demsetz a Lehn (1985)	1976-80 511 firem z USA	Koncentrace vlastnictví: A5 % kapitálu vlastněného 5 největšími akcionáři. A20 % kapitálu vlastněného 20 největšími akcionáři. AH – přibližný odhad Herfindalhova měřítka koncentrace vlastnictví.	ROE.	Žádný výrazný vztah mezi koncentrací vlastnictví a ROE.
Morck et al. (1988)	1980 371 US firem z Fortune 500	% kapitálu vlastněného členy představenstva. Umělá proměnná pro označení přítomnosti zakladatele nebo jeho rodiny v představenstvu.	Tobinovo Q.	Positivní vztah mezi manažerskou kontrolou a Q v 0% až 5% rozsahu manažerského vlastnictví, negativní, méně výrazný vztah v 5% až 25% rozsahu, pozitivní ale méně výrazný vztah nad úrovní 25%. Ve starých firmách má přítomnost zakladatele negativní efekt na Q, opačně pro mladé firmy.
Holderness a Sheehan (1988)	1979-1984. 101 firem s majoritním držením a 101 s difusním držením z USA.	MH $\geq 50\%$ ale $< 95\%$ jedním jednotlivcem, rodinou nebo entitou. DH $\leq 20\%$ držených každým akcionářem	Účetní míra návratnosti. Tobinovo Q	MH firmy mají statisticky nevýznamně vyšší účetní míry návratnosti a statisticky nevýznamně nižší hodnotu Tobinova Q
Murali a Welch (1989)	1977-1981. 43 těsně držených a 83 široce držených US firem ze shodných odvětví	CH $> 50\%$ malou skupinou nebo jednotlivcem. WH - všechny ostatní firmy	Tržní návratnost. Účetní míra návratnosti. Tržní hodnota	Žádný výrazný rozdíl v závisle proměnných mezi těsně a široce drženými firmami.

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
McConnell a Servaes (1990)	1976 a 1986. 1173 a 1093 US firem	OC % akcií vlastněných insidery. LB1 - % akcií vlastněných největších samostatným blockholderem (akcionář vlastníci $\geq 5\%$). LB2 - % akcií vlastněných všemi blockholdery LB3 - umělá proměnná pro přítomnost blockholdera. INSTO-% akcií vlastněných institucemi	Tobinovo Q	Výrazný nelineární vztah mezi Q a OC. Žádný vztah mezi Q a proměnnými LB1, LB2 a LB3, ale výrazný pozitivní vztah za předpokladu, že blockholdeři a insideři kooperují. INSTO pozitivní vztah k Q.
Zeckhauser a Pound (1990)	1988-89. 286 US firem z 22 odvětví klasifikováno jako s otevřenou informační strukturou a 11 jako s uzavřenou informační strukturou, na základě poměru R&D k tržbám	Velký akcionář definovaný jako samostatná externí entita vlastníci 15% nebo více	Zisk v poměru k ceně akcií.	Výrazně nižší pro firmy s velkými akcionáři pracujícími v odvětvích s otevřenou informační strukturou v porovnání s firmami bez velkých akcionářů. Žádný výrazný rozdíl v odvětvích s uzavřenou informační strukturou.

Autorský kolektiv	Období a vzorek	Klasifikace kontroly	Závisle proměnné	Výsledky
Leech a Leahy (1991)	1981-85. 470 jmenovaných firem v UK	Typ kontroly – fixní pravidla: OC1, OC2, OC3 - největší vlastník <5%, 10% a 20% v tomto pořadí. Typ kontroly – variabilní pravidla: OC90, OC95, OC99 – stupeň kontroly největšího podílu přesahuje 90%, 95% a 99% v tomto pořadí (kontrola určena pomocí pravděpodobnostního hlasovacího modelu Cubbina a Leecha (1982) Měřítka koncentrace vlastnictví: H - Herfindahlův index. C1, C5, C10, C20 - kombinované vlastnictví 1, 5, 10 a 20 největších akcionářů, v tomto pořadí.	Oceňovací ukazatel (VAL). Marže zisku z obchodování (TPM). Míra návratnosti akcionářského kapitálu (RSHC). Růst tržeb (TSG). Růst čistých aktiv (NAG).	Výrazně pozitivní vztah mezi typy kontroly a TPM, RSHC, TSG a NAG. Obecně, proměnné ad variabilní pravidla měly významný vliv, ad fixní pravidla ne. Výrazně negativní vztah mezi koncentrací vlastnictví a ziskovostí (VAL, TPM) i růstem (NAG). Obecně, vliv C20 byl statisticky významný.
Pozn.:	OC	owner control – vlastnická kontrola		
	MC	manager control – manažerská kontrola		
	SOC	strong owner control – silná vlastnická kontrola		
	WOC	weak owner control – slabá vlastnická kontrola		
	CC	company control – kontrola jinou společností		
	FC	financial control – finanční kontrola		
	O-M	owner managed – vlastník se bezprostředně podílí na řízení společnosti		
	E-C	external control – vnější kontrola		
	CH	closely held – těsně držená firma		
	WH	widely held – široce držená firma		
	MH	majority held – firma s majoritním vlastníkem		
	DH	diffusely held – firma s rozptýleným vlastnictvím		

Zdroj: Autor na základě Short (1994), Cubbin a Leech (1983) a s vlastním doplněním, s pomocí L. Holbíkové

Příl. č. 2: Počty efektů vztahující se k jednotlivým zemím nebo jejich kombinacím ve vzorku

Země	Počet efektů	Právní okruh	Právní okruh
Arab	6	MIX	MIX
Asia	1	MIX	MIX
AT	2	Germanic	Continental
AU	1	English-origin	Anglo-Saxon
BD	2	English-origin	Anglo-Saxon
BH	2	Civil	Continental
CA	41	English-origin	Anglo-Saxon
CEE	12	Civil	Continental
CivL	4	Civil	Continental
CivL+UK	3	MIX	MIX
CL	4	French-origin	Continental
CL+EO	2	MIX	MIX
CN	55	Germanic	Continental
CN+IN	2	Civil	Continental
CO	8	French-origin	Continental
CZ	25	Germanic	Continental
CZ+SK	2	Germanic	Continental
CZ+UK+PL	1	MIX	MIX
DE	5	Germanic	Continental
EO	8	English-origin	Anglo-Saxon
ES	24	French-origin	Continental
EU	1	MIX	MIX
FR	2	French-origin	Continental
GR	1	French-origin	Continental
HK	6	English-origin	Anglo-Saxon
CH	2	Germanic	Continental
IT	22	French-origin	Continental
JO	2	French-origin	Continental
JP	19	Asian-germanic	Continental
KE	3	English-origin	Anglo-Saxon
KR	11	Asian-germanic	Continental
ME	1	Germanic	Continental
MIX	23	MIX	MIX
MK	2	Germanic	Continental
NG	7	English-origin	Anglo-Saxon
NO	2	Scandinavian	Continental
NZ	20	English-origin	Anglo-Saxon
PK	31	English-origin	Anglo-Saxon
RO	6	French-origin	Continental
RU	2	Civil	Continental
TN	8	French-origin	Continental
TR	10	French-origin	Continental
TW	3	Asian-germanic	Continental
UK	14	English-origin	Anglo-Saxon
USA	92	English-origin	Anglo-Saxon
VN+SG	2	English-origin	Anglo-Saxon
WE	12	MIX	MIX

Příl. č. 3: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, bez StudyID

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Period2
2.000 = IdentCon
3.000 = OCMeasur
4.000 = AccMarMi
5.000 = System
6.000 = r_t_b
7.000 = Endogen
8.000 = Linyesno
9.000 = Size
10.000 = Industry
11.000 = Firmrisk
12.000 = CapExp
13.000 = xCGfirmlevel
14.000 = xCountryChar
15.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      -,478  -1,875  ,918  ,711  491,000  -,673  ,501

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000      ,000  ,000  ,001  ,000  491,000  ,697  ,486

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2  df  p
      2,000  2,287  1,000  ,130
      Predictr  Chi2  df  p
      3,000  11,300  3,000  ,010
      Predictr  Chi2  df  p
      4,000  27,748  3,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      5,000  5,696  2,000  ,058
      Predictr  Chi2  df  p
      6,000  21,183  2,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      7,000  ,060  1,000  ,806
      Predictr  Chi2  df  p
      8,000  ,003  1,000  ,955
      Predictr  Chi2  df  p
      9,000  ,012  1,000  ,912
      Predictr  Chi2  df  p
      10,000  ,261  1,000  ,609
      Predictr  Chi2  df  p
      11,000  4,035  1,000  ,045
      Predictr  Chi2  df  p
      12,000  ,998  1,000  ,318
      Predictr  Chi2  df  p
      13,000  ,823  1,000  ,364
      Predictr  Chi2  df  p
      14,000  1,686  1,000  ,194
      Predictr  Chi2  df  p
      15,000  2,277  1,000  ,131

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      783,411  492,000  ,000

```

Příl. č. 4: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, efekty bez těch, které se vztahují k provozní výkonnosti

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
 == MODEL WITHOUT PREDICTORS ==

OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO

Mean	Lower	Upper	t	p	n
,018	,010	,027	4,296	,000	479,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==

PREDICTOR NUMBERING

- .000 = Constant
- 1.000 = Period2
- 2.000 = StudyID
- 3.000 = IdentCon
- 4.000 = OCMeasur
- 5.000 = AccMarMi
- 6.000 = System
- 7.000 = r_t_b
- 8.000 = Endogen
- 9.000 = Linyesno
- 10.000 = Size
- 11.000 = Industry
- 12.000 = Firmrisk
- 13.000 = CapExp
- 14.000 = xCGfirmlevel
- 15.000 = xCountryChar
- 16.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr	B-Coeff	Lower	Upper	Std Err	df	t	p
,000	-1,416	-20,311	17,479	9,605	303,000	-,147	,883
1,000	,001	-,009	,010	,005	303,000	,150	,881

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr	Chi2	df	p
2,000	867,003	154,000	,000
3,000	1,471	1,000	,225
4,000	8,651	3,000	,034
5,000	8,357	2,000	,015
6,000	8,797	2,000	,012
7,000	3,821	2,000	,148
8,000	,044	1,000	,834
9,000	,924	1,000	,336
10,000	3,589	1,000	,058
11,000	,463	1,000	,496
12,000	11,442	1,000	,001
13,000	3,609	1,000	,057
14,000	1,285	1,000	,257
15,000	1,612	1,000	,204
16,000	,843	1,000	,358

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)

Chi2	df	p
333,643	304,000	,117

Příl. č. 5: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot, efekty bez těch, které se vztahují k provozní výkonnosti, závisle proměnná vyjádřena jako účetní ukazatel ano/ne

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t          p          n
      ,018      ,010      ,027      4,296      ,000      479,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Period2
2.000 = StudyID
3.000 = IdentCon
4.000 = OCMeasur
5.000 = AccMarMi
6.000 = System
7.000 = r_t_b
8.000 = Endogen
9.000 = Linyesno
10.000 = Size
11.000 = Industry
12.000 = Firmrisk
13.000 = CapExp
14.000 = xCGfirmlevel
15.000 = xCountryChar
16.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000     -1,408  -20,315  17,499   9,612  304,000  -,147  ,884

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000     ,001    -,009   ,010   ,005  304,000  ,149  ,881

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2  df  p
      2,000   864,673  154,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      3,000    1,446   1,000  ,229
      Predictr  Chi2  df  p
      4,000    8,632   3,000  ,035
      Predictr  Chi2  df  p
      5,000    2,956   1,000  ,086
      Predictr  Chi2  df  p
      6,000    9,096   2,000  ,011
      Predictr  Chi2  df  p
      7,000    4,808   2,000  ,090
      Predictr  Chi2  df  p
      8,000     ,009   1,000  ,924
      Predictr  Chi2  df  p
      9,000     ,924   1,000  ,336
      Predictr  Chi2  df  p
      10,000   3,419   1,000  ,064
      Predictr  Chi2  df  p
      11,000     ,409   1,000  ,522
      Predictr  Chi2  df  p
      12,000   11,461   1,000  ,001
      Predictr  Chi2  df  p
      13,000    3,774   1,000  ,052
      Predictr  Chi2  df  p
      14,000    1,381   1,000  ,240
      Predictr  Chi2  df  p
      15,000    1,645   1,000  ,200
      Predictr  Chi2  df  p
      16,000     ,902   1,000  ,342

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      338,683  305,000  ,090

```

Příl. č. 6: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, proměnné bez chybějících hodnot bez StudyID, efekty bez těch, které se vztahují k imputovaným z beta koeficientů

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,022      ,014      ,030      5,468      ,000      473,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Period2
2.000 = IdentCon
3.000 = OCMeasur
4.000 = AccMarMi
5.000 = System
6.000 = r_t_b
7.000 = Endogen
8.000 = Linyesno
9.000 = Size
10.000 = Industry
11.000 = Firmrisk
12.000 = CapExp
13.000 = xCGfirmlevel
14.000 = xCountryChar
15.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      -,115  -1,393  1,163  ,650  451,000  -,177  ,860

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000      ,000  -,001  ,001  ,000  451,000  ,210  ,834

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2  df  p
      2,000      4,038  1,000  ,044
      Predictr  Chi2  df  p
      3,000      20,104  3,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      4,000      41,593  3,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      5,000      6,508  2,000  ,039
      Predictr  Chi2  df  p
      6,000      2,269  1,000  ,132
      Predictr  Chi2  df  p
      7,000      1,048  1,000  ,306
      Predictr  Chi2  df  p
      8,000      1,064  1,000  ,302
      Predictr  Chi2  df  p
      9,000      ,264  1,000  ,608
      Predictr  Chi2  df  p
      10,000      ,124  1,000  ,725
      Predictr  Chi2  df  p
      11,000      4,040  1,000  ,044
      Predictr  Chi2  df  p
      12,000      1,487  1,000  ,223
      Predictr  Chi2  df  p
      13,000      1,378  1,000  ,241
      Predictr  Chi2  df  p
      14,000      5,979  1,000  ,014
      Predictr  Chi2  df  p
      15,000      3,577  1,000  ,059

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      793,536  452,000  ,000

```

Příl. č. 7: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, proměnná identifikující zemi místo proměnné identifikující právní systém

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****

== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==

OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO

Mean	Lower	Upper	t	p	n
,017	,008	,026	3,842	,000	514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==

.000 = Constant
 1.000 = Period2
 2.000 = IdentCon
 3.000 = OCMeasur
 4.000 = AccMarMi
 5.000 = CountryCode
 6.000 = r_t_b
 7.000 = Endogen
 8.000 = Linyesno
 9.000 = Size
 10.000 = Industry
 11.000 = Firmrisk
 12.000 = CapExp
 13.000 = xCGfirmlevel
 14.000 = xCountryChar
 15.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr	B-Coeff	Lower	Upper	Std Err	df	t	p
,000	,541	-1,297	2,379	,935	447,000	,579	,563
1,000	,000	-,001	,001	,000	447,000	-,557	,578

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr	Chi2	df	p
2,000	1,269	1,000	,260
3,000	4,073	3,000	,254
4,000	42,852	3,000	,000
5,000	228,774	46,000	,000
6,000	60,836	2,000	,000
7,000	,085	1,000	,770
8,000	,000	1,000	,995
9,000	1,481	1,000	,224
10,000	2,768	1,000	,096
11,000	5,497	1,000	,019
12,000	,328	1,000	,567
13,000	,977	1,000	,323
14,000	1,444	1,000	,229
15,000	,534	1,000	,465

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)

Chi2	df	p
646,959	448,000	,000

Příl. č. 8: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, s proměnnou Journal

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
 == MODEL WITHOUT PREDICTORS ==

OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO

Mean	Lower	Upper	t	p	n
,017	,008	,026	3,842	,000	514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==

PREDICTOR NUMBERING

- .000 = Constant
- 1.000 = Period2
- 2.000 = IdentCon
- 3.000 = OCMeasur
- 4.000 = AccMarMi
- 5.000 = CountryCode
- 6.000 = r_t_b
- 7.000 = Endogen
- 8.000 = Linyesno
- 9.000 = Size
- 10.000 = Industry
- 11.000 = Firmrisk
- 12.000 = CapExp
- 13.000 = xCGfirmlevel
- 14.000 = xCountryChar
- 15.000 = xOwnerStruct
- 16.000 = Journal

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

Predictr	B-Coeff	Lower	Upper	Std Err	df	t	p
,000	-,649	-2,147	,849	,762	489,000	-,852	,395
1,000	,000	,000	,001	,000	489,000	,874	,383

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST

Predictr	Chi2	df	p
2,000	1,940	1,000	,164
3,000	11,933	3,000	,008
4,000	22,663	3,000	,000
5,000	6,248	2,000	,044
6,000	21,223	2,000	,000
7,000	,129	1,000	,719
8,000	,058	1,000	,809
9,000	,001	1,000	,972
10,000	,159	1,000	,690
11,000	3,525	1,000	,060
12,000	1,343	1,000	,247
13,000	,626	1,000	,429
14,000	2,988	1,000	,084
15,000	2,216	1,000	,137
16,000	6,395	2,000	,041

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)

Chi2	df	p
777,474	490,000	,000

Příl. č. 9: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez efektů reportovaných v kategorii Journal = Ostatní

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,013      ,003      ,023      2,588      ,010      395,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Period2
2.000 = StudyID
3.000 = IdentCon
4.000 = OCMeasur
5.000 = AccMarMi
6.000 = System
7.000 = r_t_b
8.000 = Endogen
9.000 = Linyesno
10.000 = Size
11.000 = Industry
12.000 = Firmrisk
13.000 = CapExp
14.000 = xCGfirmlevel
15.000 = xCountryChar
16.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000     -3,952  -20,647  12,743  8,485  252,000  -,466  ,642

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000     ,002  -,006  ,010  ,004  252,000  ,468  ,640

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2  df  p
      2,000  756,659  120,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      3,000  1,838  1,000  ,175
      Predictr  Chi2  df  p
      4,000  9,720  3,000  ,021
      Predictr  Chi2  df  p
      5,000  12,616  3,000  ,006
      Predictr  Chi2  df  p
      6,000  28,010  2,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      7,000  1,076  2,000  ,584
      Predictr  Chi2  df  p
      8,000  ,020  1,000  ,887
      Predictr  Chi2  df  p
      9,000  4,170  1,000  ,041
      Predictr  Chi2  df  p
      10,000  7,350  1,000  ,007
      Predictr  Chi2  df  p
      11,000  1,326  1,000  ,249
      Predictr  Chi2  df  p
      12,000  2,922  1,000  ,087
      Predictr  Chi2  df  p
      13,000  ,527  1,000  ,468
      Predictr  Chi2  df  p
      14,000  ,007  1,000  ,936
      Predictr  Chi2  df  p
      15,000  ,466  1,000  ,495
      Predictr  Chi2  df  p
      16,000  ,305  1,000  ,581

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      295,309  253,000  ,035

```


Příl. č. 10: REM podle H-S pro koncentraci vlastnictví, plný model, bez StudyID, proměnná rok publikování místo zkoumaného období

```

***** RANDOM EFFECTS REGRESSION ANALYSIS *****
== MODEL WITHOUT PREDICTORS ==
OVERALL MEAN: 95% CONFIDENCE BOUNDS, TEST DIFFERENCE FROM ZERO
      Mean      Lower      Upper      t      p      n
      ,017      ,008      ,026      3,842      ,000      514,000

== MODEL WITH PREDICTORS ==
PREDICTOR NUMBERING
.000 = Constant
1.000 = Year
2.000 = IdentCon
3.000 = OCMeasur
4.000 = AccMarMi
5.000 = System
6.000 = r_t_b
7.000 = Endogen
8.000 = Linyesno
9.000 = Size
10.000 = Industry
11.000 = Firmrisk
12.000 = CapExp
13.000 = xCGfirmlevel
14.000 = xCountryChar
15.000 = xOwnerStruct

CONTINUOUS PREDICTORS: B-COEFFICIENT, 95% CONFID. BOUNDS, STAND. ERROR, T-TEST

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      ,000      -2,217  -5,498  1,063  1,669  491,000  -1,328  ,185

      Predictr  B-Coeff  Lower  Upper  Std Err  df  t  p
      1,000      ,001  -,001  ,003  ,001  491,000  1,338  ,181

CATEGORICAL PREDICTORS: CHI-SQUARED TEST
      Predictr  Chi2  df  p
      2,000  2,171  1,000  ,141
      Predictr  Chi2  df  p
      3,000  4,977  3,000  ,173
      Predictr  Chi2  df  p
      4,000  29,296  3,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      5,000  6,031  2,000  ,049
      Predictr  Chi2  df  p
      6,000  22,293  2,000  ,000
      Predictr  Chi2  df  p
      7,000  ,149  1,000  ,700
      Predictr  Chi2  df  p
      8,000  ,009  1,000  ,923
      Predictr  Chi2  df  p
      9,000  ,025  1,000  ,874
      Predictr  Chi2  df  p
      10,000  ,722  1,000  ,396
      Predictr  Chi2  df  p
      11,000  3,584  1,000  ,058
      Predictr  Chi2  df  p
      12,000  ,620  1,000  ,431
      Predictr  Chi2  df  p
      13,000  1,235  1,000  ,266
      Predictr  Chi2  df  p
      14,000  1,979  1,000  ,159
      Predictr  Chi2  df  p
      15,000  2,361  1,000  ,124

RESIDUAL VARIATION: QE STATISTIC (GOODNESS OF FIT)
      Chi2  df  p
      785,463  492,000  ,000

```

Příl. č. 11: Seznam studií zahrnutých v meta-analýze (N = počet extrahovaných efektů)

StudyID	Autor, rok	Databáze	N
2	Adewuyi, Olowookere, 2009	Jiné	7
3	Agrawal, Knoeber, 1996	WoS	3
4	Acheson, Campbell, Turner, Vanteeva, 2016	WoS	4
6	Alexander, Barnhart, Rosenstein, 2007	Scopus	1
7	Alimehmeti, Paletta, 2012	Jiné	10
9	Ang, Cole, Lin, 2000	WoS	2
11	Anwar, Tabassum, 2011	Jiné	1
12	Azofra, Santamaría, 2011	WoS	1
13	Baghdasaryan, la Cour, 2013	Scopus	1
15	Banghøj, Gabrielsen, Petersen, Plenborg, 2010	WoS	1
16	Bedö, Ács, 2007	Scopus	14
17	Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann, 2006	WoS	2
18	Bektas, Kaymak, 2009	WoS	2
19	Belkhir, 2009	Scopus	1
20	Bergh, 1995	WoS	1
21	Bethel, Liebeskind, 1993	WoS	1
22	Bhagat, Black, 1999	WoS	20
23	Bhagat, Black, 2002	Jiné	6
27	Black, Jang, Kim, 2006	WoS	2
28	Boeker, 1992	WoS	1
32	Boudreaux, 1973	Jiné	1
34	Brennan, Franks, 1997	WoS	1
38	Carlson, Bathala, 1997	WoS	1
39	Carney, Gedajlovic, 2002	WoS	1
40	Claessens, 1997	WoS	2
41	Claessens, Djankov, 1999	WoS	20
43	Coles, Hesterly, 2000	WoS	1
44	Coles, McWilliams, Sen, 2001	WoS	2
45	Conyon, Peck, 1998	WoS	1
46	Conyon, Peck, Sadler, 2009	Jiné	2
47	Crespí-Cladera, Gispert, 2003	Scopus	2
48	Daily, 1995	WoS	2
49	Daily, Dalton, 1994	WoS	4
51	David, Hitt, Gimeno, 2001	WoS	2
53	Davis, 1991	WoS	1
55	De Miguel, Pindado, De La Torre, 2004	WoS	1
57	Delios, Wu, 2005	Scopus	3
59	Demsetz, Lehn, 1985	WoS	3
60	Demsetz, Villalonga, 2001	WoS	2
61	Desender, Epure, 2013	Jiné	1
64	Du, Chen, Shao, 2014	WoS	4
65	Ducassy, Montandrou, 2015	Scopus	2

StudyID	Autor, rok	Databáze	N
68	Ehsan, Javid, 2015	Jiné	8
72	Farooque, Zijl, Dunstan, Karim, 2010	Scopus	2
73	Fauzi, Locke, 2012	Scopus	4
74	Filatotchev, Kapelyushnikov, Dyomina, Aukutsionek, 2001	Jiné	1
75	Gadhoun, Noiseux, Zeghal, 2005	Scopus	40
77	Gaur, Bathula, Singh, 2015	WoS	2
80	Gedajlovic, Shapiro, 2002	WoS	2
81	Gedajlovic, Shapiro, Buduru, 2003	Scopus	1
82	Glassman, Rhoades, 1980	WoS	1
83	Gomez-Mejia, Tosi, Hinkin, 1987	WoS	1
84	Gonenc, 2006	Jiné	4
85	Gorton, Schmid, 1999	Scopus	1
88	Gugler, 1998	Scopus	1
91	Gürsoy, Aydogan, 2002	WoS	4
92	Gutiérrez, Pombo, 2009	Scopus	6
95	Harper, 2002	WoS	2
97	Hess, Gunasekarage, Hovey, 2010	Scopus	6
98	Hill, Snell, 1988	WoS	2
99	Hill, Snell, 1989	WoS	1
101	Holl, 1975	Jiné	1
102	Hoskisson, Johnson, 1992	WoS	1
104	Hu, Izumida, 2008	WoS	12
105	Hu, Tam, Tan, 2010	WoS	1
106	Huang, Boateng, 2013	Scopus	2
113	Chatterjee, Harrison, Bergh, 2003	WoS	1
115	Chen, 2001	WoS	2
117	Chen, Elder, Hung, 2010	Scopus	1
118	Chen, Chen, Lin, Zhong, 2005	Scopus	1
120	Chen, Li, Shapiro, Zhang, 2014	WoS	1
121	Chen, Wei, Qiao, He, 2013	Jiné	2
122	Cheung, Connelly, Limpaphayom, Zhou, 2007	Jiné	4
125	Cho, Kim, 2007	Scopus	7
128	Chourou, Abaoub, Saadi, 2008	Scopus	1
129	Jaafar, El-Shawa, 2009	Scopus	2
131	Javid, Iqbal, 2007	Scopus	2
132	Jiang, Habib, Smallman, 2009	Jiné	6
133	Jiang, Laurenceson, Tang, 2008	WoS	8
135	Judge, Gaur, Muller-Kahle, 2010	WoS	1
136	Kalezić, 2015	Scopus	1
137	Kamerschen, 1968	Jiné	1
138	Kang, Kim, 2012	WoS	2
139	Kerr, Kren, 1992	WoS	1
140	Khamis, Hamdan, Elali, 2015	WoS	2
141	Khan, Kaleem, Nazir, Saeed, 2013	Jiné	2

StudyID	Autor, rok	Databáze	N
151	Kuznetsov, Kapelyushnikov, Dyomina, 2008	WoS	1
152	La Rocca, Montalto, 2013	WoS	4
153	Lane, Cannella, Lubatkin, 1998	WoS	1
155	Lazarides, 2009	WoS	1
156	Lee, 2008	Scopus	2
158	Lehmann, Weigand, 2000	Jiné	3
159	Li, Lam, Qian, Fang, 2006	Scopus	1
163	Liu, Uchida, Yang, 2012	WoS	2
164	López-de-Foronda, López-Iturriaga, Santamaría-Mariscal, 2007	WoS	1
165	Lskavyan, Spatareanu, 2006	WoS	1
166	Luo, 2015	WoS	2
167	Ma, Naughton, Tian, 2010	Scopus	3
168	Ma, Tian, 2009	Scopus	4
173	Maquieira, Espinosa, Vieito, 2011	Jiné	2
174	Maury, 2006	WoS	12
177	Méndez, 2009	WoS	1
178	Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, Laios, 2015	Scopus	4
179	Mihai, 2013	Jiné	6
180	Mínguez-Vera, Martín-Ugedo, 2007	Scopus	19
183	Mnasri, 2015	WoS	6
184	Mnasri, Ellouze, 2015	WoS	2
186	Monsen, Chitj, Cooley, 1968	Scopus	1
188	Mudambi, Nicosia, 1998	Scopus	4
189	Nazir, Butt, Nawaz, 2013	Jiné	2
190	Neun, Santerre, 1986	WoS	9
192	Nguyen, 2011	WoS	2
193	Nguyen, Locke, Reddy, 2015	Jiné	2
195	Omran, Bolbol, Fatheldin, 2008	WoS	6
196	Ongore, K'Obonyo, 2011	Scopus	3
197	O'Reilly, Main, Crystal, 1988	WoS	1
198	Palmer, 1973	Jiné	1
201	Pedersen, Thomsen, 2003	Scopus	3
203	Perrini, Rossi, Rovetta, 2008	Jiné	3
205	Pinto, Augusto, 2014	Jiné	4
207	Pombo, Gutiérrez, 2011	Scopus	2
208	Prowse, 1992	WoS	2
209	Radice, 1971	Jiné	1
213	Randøy, Goel, 2003	WoS	2
214	Reddy, Abidin, He, Sinha, 2015	Jiné	8
217	Riewasathirathorn, Jumroenvong, Jiraporn, 2011	Jiné	1
219	Santerre, Neun, 1993	WoS	6
220	Santos, Moreira, Vieira, 2013	Jiné	1
222	Setija-Atmaja, 2009	WoS	1
223	Shabbir, Tahir, Aziz, 2013	Jiné	4

StudyID	Autor, rok	Databáze	N
224	Shan, Mclver, 2011	WoS	1
225	Sheikh, Karim, 2015	Jiné	6
226	Sheikh, Wang, Khan, 2013	Scopus	6
227	Silva, Majluf, 2008	Scopus	2
228	Sing, Gaur, 2009	WoS	2
240	Thomsen, Pedersen, 1996	Jiné	1
241	Thomsen, Pedersen, 2000	WoS	3
242	Thomsen, Pedersen, Kvist, 2006	WoS	9
243	Thonet, Poensgen, 1979	WoS	2
246	Tsao, Chen, 2012	WoS	2
247	Tsionas, Merikas, Merika, 2012	WoS	2
248	Tucker, Kennedy-Tucker, 2004	Scopus	3
249	Vernon, 1971	Scopus	1
250	Verriest, Gaeremynck, 2009	Jiné	2
253	Wang, Guthrie, Xiao, 2011	WoS	1
255	Weiss, Nikitin, 2004	Scopus	2
256	Westphal, 1999	WoS	2
261	Xu, Wang, 1999	WoS	3
262	Xu, Zeng, Zhang, 2011	WoS	2
263	Xu, Zhang, 2008	WoS	1
265	Yon, 1999	Scopus	1
267	Zalduendo, 2003	Jiné	2
268	Zeckhouser, Pound, 1990	Jiné	1
269	Zeitun, 2014	Jiné	4
270	Zhang, Chen, Feng, 2014	Scopus	3
271	Zhao, 2010	Scopus	1
272	Zouari, Taktak, 2014	Jiné	8