

# SPRÁVA SPOLOČNOSTI

Prednáška v rámci predmetu Management  
Ekonomicko-správni fakulta Masarykova univerzita v Brně  
dňa 03.10.2014

doc. PhDr. František Okruhlica, Ph.D.  
Fakulta ekonomie a podnikania  
Paneurópska vysoká škola, Bratislava

# SPRÁVA SPOLOČNOSTI (CORPORATE GOVERNANCE)

Úvod

1.  
Teoretické  
východiská

2.  
Teoretické  
základy

3.  
Vymedzenie  
základných  
modelov CG

4.  
Trhovo orientované  
systémy CG

5.  
Bankovo  
orientované  
systémy CG

6.  
Porovnanie  
modelov CG

7.  
Vývoj v krajinách  
CEE

8.  
Vývoj v ČR a SR

9.  
Zlyhanie správy  
spoločnosti

Záver

# Úvod

- **správa spoločnosti je systém, akým sú vlastnícky ovládané a kontrolované spoločnosti**
- **existujú 2 odlišné systémy správy spoločnosti**
  - **bankovo orientované systémy (kontinentálna Európa)**
  - **trhovo orientované systémy (anglosaské krajiny)**
- **vysoká úroveň správy spoločnosti sa stáva naliehavou otázkou ich ďalšieho rozvoja**
- **účinná správa spoločnosti pomáha vytvárať potenciál pre konkurenčnú výhodu**

# 1. Teoretické východiská

- inštitucionálna ekonómia – hlavné teoretické východisko pre správu spoločnosti
- inštitúcie – hlavný predmet skúmania
- transakcie – základná jednotka analýzy
- vlastnícke práva – normy správania sa voči statkom
- výmena vlastníckych práv
- vlastníctvo ako zostatkové práva riadenia a zostatkové výnosy
- akciová spoločnosť – oddelenie zostatkových práv riadenia a zostatkových výnosov
- teoretické predpoklady osprávaní sa človeka v zmluvných vzťahoch
  - polosilná racionalita
  - silný sebazáujem
- dokonalé a nedokonalé zmluvy

## 2. Teoretické základy

- oddelenie vlastníctva od riadenia a informačná asymetria
- zastupiteľský problém a jeho náklady
- nedokonalé zmluvné vzťahy
- motivačné schéma manažérov a akcionárov
- voľnosť v jednaní manažérov a stimulačné zmluvy

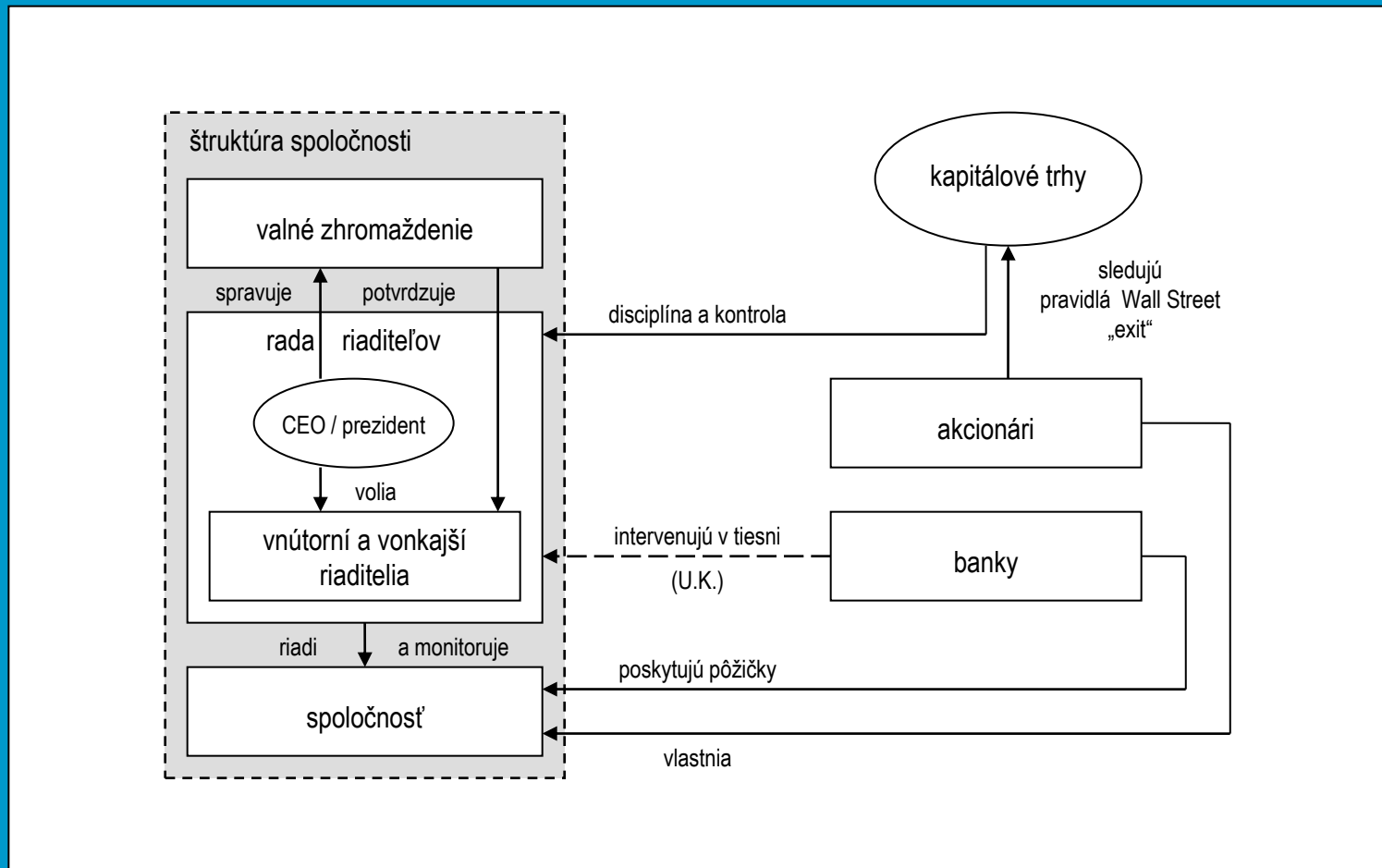
### 3. Vymedzenie základných modelov správy spoločnosti

- v priebehu vývoja inštitúcií kapitalistickej trhovej ekonomiky a v dôsledku odlišných historických a kultúrnych tradícií sa vyvinuli dva typy správy spoločnosti:
  1. anglosaský model (outsider model) ako systém s vonkajšou kontrolou, založený na trhu pre kontrolu spoločností (USA, UK, Kanada, Austrália)
  2. kontinentálny európsky model (insider model) ako systém s vnútornou kontrolou, založený na bankách (Nemecko, Rakúsko, Japonsko)
- zásadné odlišnosti oboch modelov:
  - správne orgány, správa, riadenie a kontrola manažérov
  - vlastnícka štruktúra a spôsob financovania

## 4. Trhovo orientované systémy správy spoločnosti

- teória hodnoty pre akcionára (Shareholder Value Theory)
- vonkajšia kontrola činnosti spoločnosti (Outsider System)
- veľký počet spoločností, kótovaných na burze
- kapitálový trh ako hlavný zdroj financovania rastu
- nepriama kontrola prostredníctvom trhu pre kontrolu spoločností
- prevládajúcimi vlastníkmi sú inštitucionálni investori (penzijné fondy, poisťovne, podielové fondy)
- jednoúrovňové riešenie správneho orgánu
- banky neposkytujú dlhodobé financie a sú vlastnícky pasívne
- hlavný problém – konflikt v záujmoch akcionárov a manažérov

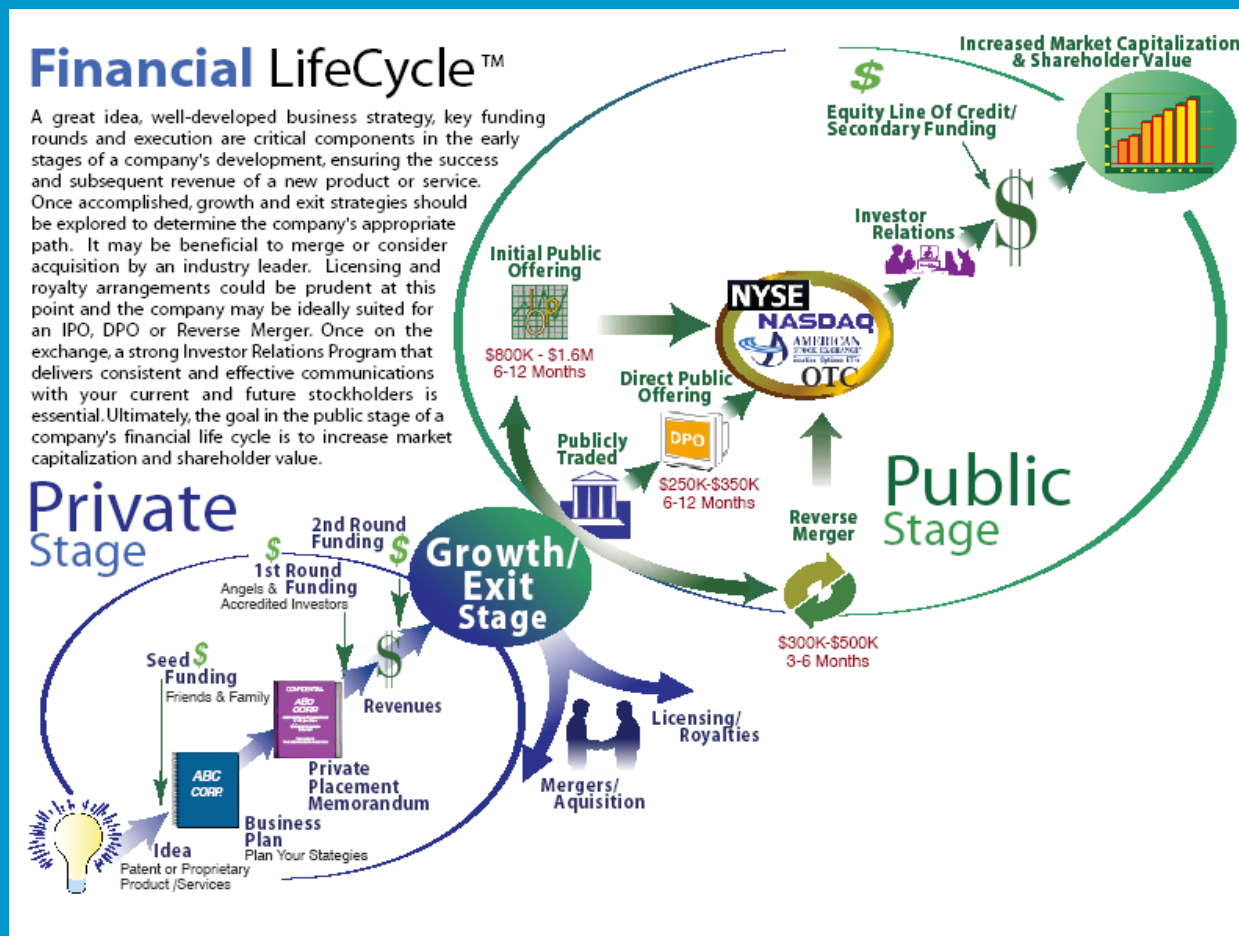
# Model správy anglosaskej spoločnosti



Zdroj: Schütte, C.: *Privatization and Corporate Control in the Czech Republic*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Glos, 2000



# Finančný životný cyklus podniku

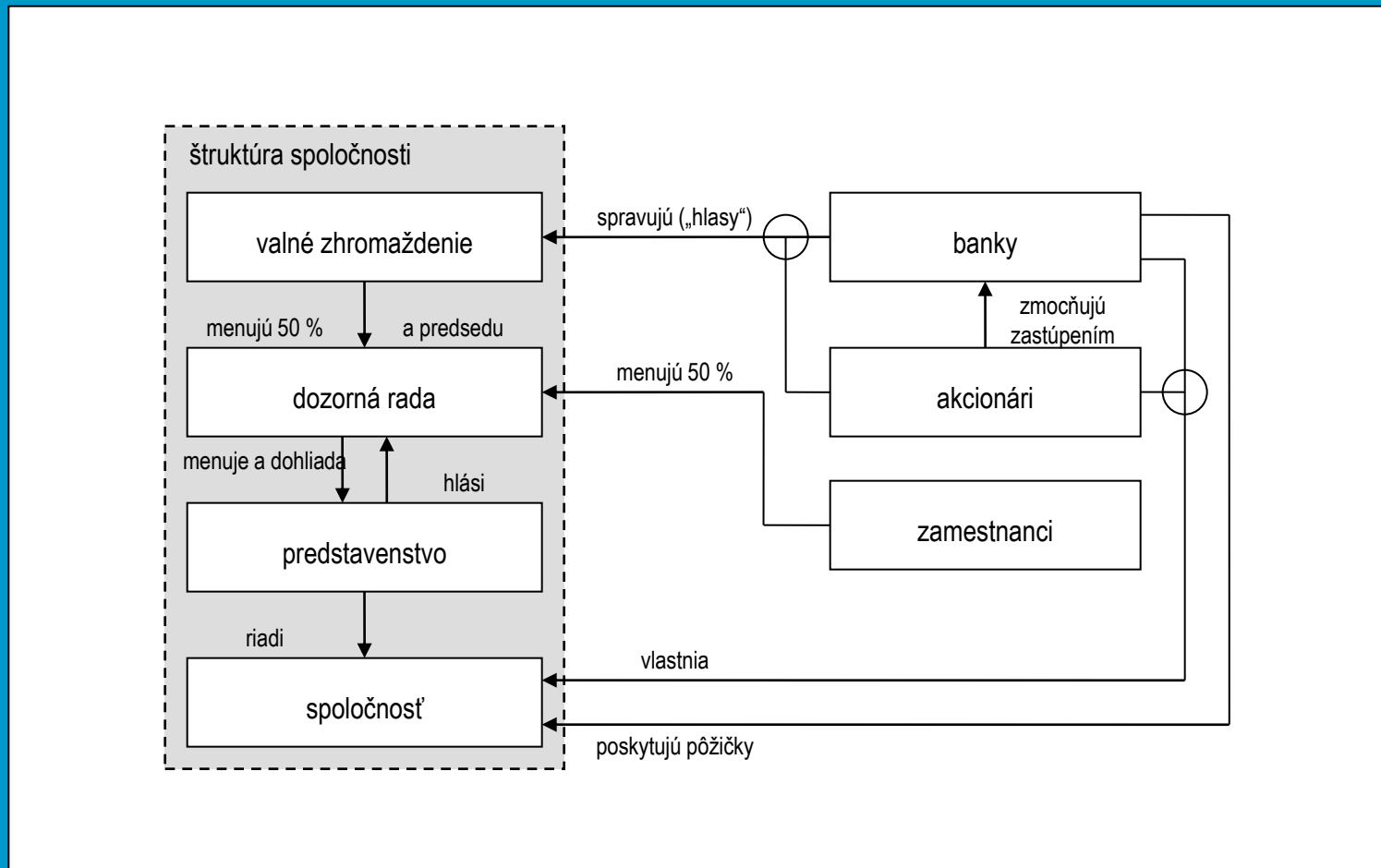


Zdroj: [www.wallstreetorganization.com](http://www.wallstreetorganization.com)

## 5. Bankovo orientované systémy správy spoločnosti

- teória zainteresovaných strán (Stakeholder Theory)
- vnútorná kontrola a činnosti spoločnosti (Insider System)
- banky majú priamu kontrolu prostredníctvom akciových podielov a je vytvorený dlhodobý vzťah s bankami
- krížové vlastníctvo (vzájomné vlastníctvo spoločností)
- absencia trhu pre kontrolu spoločností
- spoluúčasť zamestnancov na kontrole spoločnosti
- dvojúrovňové riešenie správnych orgánov
- prevládajúcimi vlastníkmi sú strategickí investori
- hlavným cieľom je získať späť požičané peniaze, nie maximalizovať hodnotu pre akcionára
- hlavný problém – konflikt záujmov medzi majoritnými a minoritnými akcionármi

# Model správy nemeckej spoločnosti



Zdroj: Schütte, C.: *Privatization and Corporate Control in the Czech Republic*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Glos, 2000

## 6. Porovnanie modelov správy spoločnosti

<b>charakteristika</b>	<b>system vonkajšej kontroly</b>	<b>system vnútornej kontroly</b>
<b>orientácia</b>	<b>trhovo orientovaný</b>	<b>bankovo orientovaný</b>
<b>krajiny - predstavitelia</b>	<b>USA, UK, Kanada, Austrália, Nový Zéland</b>	<b>Nemecko, Holandsko, Nórsko, Rakúsko, Švajčiarsko, Fínsko</b>
<b>prevažujúci koncept firmy</b>	<b>inštrumentálny – ako prostriedok tvorby hodnoty pre akcionára</b>	<b>inštitucionálny – ako koalícia zainteresovaných strán</b>
<b>hlavná podnikateľská forma</b>	<b>verejná akciová spoločnosť</b>	<b>verejná alebo súkromná akciová spoločnosť s ručením obmedzeným</b>
<b>právny systém</b>	<b>zvykové právo</b>	<b>občianske právo</b>
<b>správny orgán</b>	<b>jednoúrovňový – rada riaditeľov</b>	<b>dvojúrovňový – dozorná rada a predstavenstvo</b>

*Zdroj: Hučka, M., Malý, M., Okruhlica, F. a kol: Správa spoločnosti, Alfa Publishing, Praha, 2007*

## 6. Porovnanie modelov správy spoločnosti

charakteristika	system vonkajšej kontroly	system vnútornej kontroly
zloženie správneho orgánu	prezident výkonní riaditelia externí riaditelia	P – vrcholový manažment DR – predstavitelia akcionárov a zamestnancov
hlavní aktéri	akcionári (inštitucionálni), manažment, rada riaditeľov, vládne agentúry, burzy CP	banky, akcionári, manažment, zamestnanci, respektíve odbory
hlavné zainteresované strany k výkonu vplyvu na manažérske rozhodovanie	akcionári	priemyselné banky, oligarchické skupiny, zastupcovia zamestnancov
vlastnícka štruktúra	inštitucionálni investori individuálni investori	finančné a nefinančné podniky, bohaté rodiny
vlastnícka koncentrácia	nízka	stredná až vysoká (veľmi vysoká v Nemecku)

Zdroj: Hučka, M., Malý, M., Okruhlica, F. a kol: *Správa spoločnosti*, Alfa Publishing, Praha, 2007

## 6. Porovnanie modelov správy spoločnosti

charakteristika	system vonkajšej kontroly	system vnútornej kontroly
požiadavky na zverejňovanie informácií	veľmi prísne a obsiahle	relatívne prísne, ale menej než v USA
charakteristický rys modelu	prísna regulácia insider trading	povinná prezentácia zamestnancov v DR
trh pre kontrolu spoločností	rozvinutý a významný	málo rozvinutý
časové obdobie ekonomických vzťahov	krátkodobé	dlhodobé
akcie spoločnosti, vyžadujúce súhlas akcionárov	voľba riaditeľov, menovanie auditorov, M&A, doplnky ku stanovám, reštrukturalizácia, plány akciových opcií	voľba DR, menovanie auditorov, M&A, doplnky ku stanovám, reštrukturalizácia, potvrdenie akcií DR za rok, alokácia čistého zisku, súhlas so združením pobočiek kapitálové oprávnenie

Zdroj: Hučka, M., Malý, M., Okruhlica, F. a kol: Správa spoločnosti, Alfa Publishing, Praha, 2007

## 6. Porovnanie modelov správy spoločnosti

charakteristika	systém vonkajšej kontroly	systém vnútornej kontroly
silné stránky	<p>dynamická trhovú orientácia plynulý kapitál extenzívna internacionalizácia pružnosť a rýchla eliminácia neefektívnych spoločností široká voľba zdrojov financovania</p>	<p>dlhodobá priemysel. stratégia stabilný kapitál, nie náchylný výkyvom na trhoch robustné procedúry správy vlastníckmi stabilné okolie spoločnosti ľahšie zvládnutie prechodných finančných ťažkostí</p>
slabé stránky	<p>riziko z nestability trhu krátkodobosť – špekulatívni investori nákladná regulácia insider trading nedostatočná kontrolná funkcia externých riaditeľov</p>	<p>ťažšia internacionalizácia nedostatok flexibility voči zmenám neadekvátne investície do nových odvetví potenciálne neefektívna alokácia kapitálu silná vyjednávacía pozícia zamestnancov</p>

Zdroj: Hučka, M., Malý, M., Okruhlica, F. a kol: *Správa spoločnosti*, Alfa Publishing, Praha, 2007

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

- v posledných 24 rokov prešli ekonomiky CEE rozsiahlou ekonomickou transformáciou (transformácia vlastníckych režimov, ekonomická liberalizácia, privatizácia a tvorba trhovej infraštruktúry)
- v trhových ekonomikách sa systém CG vyvíjal storočia a jej dnešnú podobu tvorí komplex inštitúcií (zákonov, smerníc, kódexov, politík) – inštitucionálne prostredie
- v CEE bolo neúplné inštitucionálne prostredie pre trhovú ekonomiku
- problém CG v CEE bol tesne zviazaný s programami privatizácie (malá efektívnosť a výkonnosť podnikov, nezamestnanosť, schodok štátneho rozpočtu, vysoké externé dlhy, zaostalá ekonomická štruktúra)



## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

- vývoj vhodných mechanizmov CG v CEE sa odlišoval od západných ekonomík
- chýbali nutné predpoklady pre vhodné zákonné infraštruktúrne a finančné inštitúcie v podmienkach, kedy vo vnútri podnikov si upevnili moc manažéri a v mnohých prípadoch zamestnanci
- bolo potrebné pripraviť príslušnú legislatívu, pokiaľ sa týka zmenených vlastníckych práv, bankrotu a požiadaviek na podávanie finančných správ
- táto legislatíva je už vo väčšine krajín CEE zavedená, avšak účinnosť jej vynucovania medzi jednotlivými krajinami značne kolíše a to vyžaduje ďalší inštitucionálny rozvoj

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Metodický postup vykonaného výskumu

- analýza poznatkov z verejne dostupných zdrojov
- uskutočnila Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava v roku 2012
- celistvý pohľad na krajiny CEE (CZE, SVK, POL, HUN, RUS, LAT, LIT, EST)
- komparatívna analýza (podľa vybraných 33 atribútov) s súvislosti s Nemeckom

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Od neoliberalizmu ku kontinentálnemu európskemu modelu

- ekonomická transformácia vo väčšine krajín CEE prebiehala v prvých rokoch podľa neoliberalnej doktríny
- neskôr sa stále viac ukazovalo, že neoliberalný program bez prihliadnutia k právnemu, politickému, inštitucionálnemu a kultúrnemu kontextu mal neuspokojivý účinok
- preto v jednotlivých krajinách postupne dochádzalo k orientácii na tieto kontextové hľadiská
- pôvodná predstava o implementácii anglosaského modelu CG v krajinách CEE bola postupne opustená
- v krajinách CEE sa konštituoval kontinentálny európsky model CG

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Príčiny prítlačlivosti kontinentálneho európskeho modelu pre CEE

- prísne oddelenie správnej a manažérskej funkcie v podnikoch
- umožňuje vlastníkom a ďalším zainteresovaným stranám kontrolovať strategické správanie sa predstavenstva
- je vhodnejší v podmienkach nedostatočne rozvinutých a nefunkčných kapitálových trhov
- umožňuje širší vplyv hlavných stakeholderov na strategické rozhodovanie podnikov

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Komparácia s nemeckým modelom

- komparácia skúmaných 8 krajín CEE pomocou 33 vybraných ukazovateľov ukázala:
  - zhoda s nemeckým modelom
  - všetky krajiny CEE prešli privatizáciou
  - slabo rozvinutý kapitálový trh (nízke objemy obchodov)
  - všetky krajiny CEE prijali kódexy CG
  - značný stupeň koncentrácie vlastníckej štruktúry
  - premena úspor na investície prostredníctvom bánk
  - dvojúrovňový správny orgán – P a DR
  - koncentrácia moci v predstavenstve
  - prenikanie anglosaských prístupov – svetové štandardy, transparentnosť, kapitálové trhy (globálni investori a globálna ekonomika)

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Privatizácia a správa spoločnosti v krajinách CEE

- metóda kupónovej privatizácie (CZE, SVK, POL, RUS, LAT, LIT, EST)
- metóda priamych predajov štátneho majetku domácim aj zahraničným subjektom – postupná metóda privatizácie (všetky krajiny CEE)
- kapitálová privatizácia – predaj akcií vybraným investorom a širšej verejnosti (POL)
- verejné súťaže (všetky krajiny CEE)
- dlhopisová metóda (HUN 1992, SVK 1995)
- manažérsky výkup (RUS)

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Vlastnícka štruktúra v krajinách CEE

- inštitucionálni vlastníci (predovšetkým IF)
- vlastníctvo akcií manažmentom (vyskytuje sa v prípade súkromnej akciovej spoločnosti)
- vlastníctvo akcií bankami (obvykle nepriamo cez IF)
- krížové vlastníctvo

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Právny rámec správy spoločnosti v krajinách CEE

- firemné právo (zákon o obchodných spoločnostiach)
- regulácia bankového sektoru a kapitálových trhov
- ochrana investorov
- kontrola a transparentnosť
- účtovníctvo a audit
- úpadok a platobná schopnosť
- zmluvy
- záruky
- absencia informačných systémov pre ocenenie rizika vierohodnosti firiem a účinnú alokáciu kapitálu



## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Správne orgány v ekonomikách krajín CEE

správny orgán	CZE	SVK	HUN	POL	RUS	LIT	LAT	EST	GER
jednoúrovňový (bez DR)	nie	nie	nie	nie	áno	áno, povinné pre súkr. a.s.	nie	nie	nie
dvojúrovňový	áno	áno	áno	áno	nie	áno, povinné pre fin. inšt.	áno	áno	áno
voľba medzi jednoúrovňovým a dvojúrovňovým	áno	nie	nie	nie	áno	áno, platí pre verejne obch. sp.	áno	nie	nie

## 7. Vývoj v krajinách strednej a východnej Európy (CEE)

### Hlavné nedostatky existujúcich systémov CG v krajinách CEE

- vymáhateľnosť obchodného práva, vrátane úpadkového práva
- medzery v legislatíve – nesystémové podnikateľské prostredie (rozkrádanie privatizovaných podnikov a zanedbávanie ich reštrukturalizácie, existujúca možnosť zneužitia vnútorných informácií)
- slabá ochrana veriteľov a minoritných akcionárov (i keď zákonné úpravy sú vykonané)
- nedostatočná likvidita kapitálových trhov v krajinách CEE – prekážka pre ďalší rozvoj systémov správy spoločnosti

## 8. Vývoj v České republice a Slovenskej republice Československo

- ekonomická transformácia (deregulácia, liberalizácie cien, privatizácia)
- privatizácia ako kľúčový pilier ekonomickej transformácie
- cesta privatizácie – rýchla cesta – najskôr privatizácia, potom reštrukturalizácia s novými vlastníkmi
- tri základné metódy privatizácie - malá privatizácia, veľká privatizácia a reštitúcie
- aktéri:
  - Ministerstvo pre privatizáciu
  - Fond národného majetku
  - individuálni kupónoví investori, zahraniční investori,
  - investičné privatizačné fondy, banky, manažéri

## 8. Vývoj v Českej republike a Slovenskej republike

### Česká republika

- účast' 6,5 milióna občanov, asi 2 300 podnikov, cez 300 IPF, majetok za 780 miliárd korún
- český model CG je podobný nemeckému, s charakteristikami:
  - hlavná podnikateľská forma – verejná a súkromná a.s.
  - právny systém – občianske právo
  - správny orgán – P a DR, možnosť voľby
  - zloženie P – vrcholový manažment, niekedy doplnený zástupcami veľkých akcionárov
  - zloženie DR – predstavitelia akcionárov a zamestnancov
  - hlavní aktéri – akcionári, banky, manažment, zamestnanci
  - vlastnícka štruktúra – IF, banky, manažéri-vlastníci
  - trh pre kontrolu spoločnosti – málo rozvinutý

## 8. Vývoj v Českej republike a Slovenskej republike

### Slovenská republika

- účasť 3,0 milióna občanov, asi 1 288 podnikov, cez 169 IPF, majetok za 306 miliárd korún
- slovenský model je podobný nemeckému, s charakteristikami:
  - hlavná podnikateľská forma – verejná a súkromná a.s.
  - právny systém – občianske právo
  - správny orgán – P a DR, nemožnosť voľby
  - zloženie P – vrcholový manažment, niekedy doplnený zástupcami veľkých akcionárov
  - zloženie DR – predstavitelia akcionárov a zamestnancov
  - hlavní aktéri – akcionári, banky, manažment, zamestnanci
  - vlastnícka štruktúra – banky, manažéri-vlastníci, IF
  - trh pre kontrolu spoločnosti – málo rozvinutý

## 9. Zlyhanie správy spoločnosti

### Globálny pohľad

- v prvých rokoch 21. storočia sme svedkami série najväčších bankrotov a škandálov v histórii ľudstva, vysoko presahujúcich 100 miliárd USD:
  - ENRON, spolu s Arthur Andersen, Global Crossing (2001)
  - DAEWOO Group (1999)
  - WorldCom, KMart, Duke Energy, TYCO (2002),
  - HYUNDAI Motor, Royal AHOLD, Parmalat (2003)
- spoločný menovateľ bankrotov a gigantických strát bolo zlyhanie správy spoločnosti, osobitne riadenia rizika

## 9. Zlyhanie správy spoločnosti

### Česká republika a Slovenská republika

- 90. roky 20. storočia boli mimoriadne plodné na zlyhanie správy spoločnosti
- išlo o celý rad prípadov zámerného poškodzovania spoločnosti a ich minoritných akcionárov s cieľom prisvojiť si ich majetok
- absencia účinného rámca správy spoločnosti mala za následok zlyhanie mechanizmu vlastníckej kontroly a následné straty
- straty v dôsledku zlyhaní sa pohybujú v rádoch stoviek miliárd korún
- v SVK investičné fondy ako „tunel“ a bankroty podnikov (VSŽ)

## 9. Zlyhanie správy spoločnosti

- implikácie a povaha problémov pri správe spoločnosti je veľmi rozsiahla a rôznorodá, ako:
  - manipulácia s účtovnými a finančnými výkazmi
  - zlyhanie kontrolných mechanizmov vnútornej kontroly (najmä oblasť operácií na finančných trhoch)
  - koncentrácia právomoci v jednej osobe, alebo skupiny
  - obchodovanie s dôvernými informáciami, insider trading
  - kresľovanie údajov a manipulácia s nimi, obvykle predaje
  - korupcia a čierne fondy
  - finančné pyramídové hry (Madoff 2008)
  - nezákonné presuny zisku a strát medzi dcérami
  - porušenie daňových zákonov
- reakcia v USA – Sarbanes-Oxley Act (2002)



## Záver

- dobrý režim správy spoločnosti pomáha zabezpečiť, aby spoločnosti účinne využívali svoj kapitál
- trvalé zlepšovanie správy spoločnosti sa stalo úlohou doby
- účinná správa spoločnosti pomáha vytvárať potenciál pre konkurenčnú výhodu
- zabezpečovanie princípov dobrej správy spoločnosti musí preniknúť do všetkých rozhodovacích procesov spoločnosti

## LITERATÚRA

- HUČKA, M, MALÝ, M., OKRUHLICA, F. a kol.: *Správa společnosti*. Praha: Kernberg Publishing, 2007
- KLUSOŇ, V.: *Moderní korporace v soudobém kapitalismu*. Praha: Karolinum, 2010
- MALLIN, Ch.A.: *Corporate Governance*. Oxford Uni Press. 2007
- OKRUHLICA, F.: *Správa spoločnosti*. Bratislava: Iura Edition (Wolters Kluwer), 2013
- MALÝ, M., THEODOR, M., PEKLO, J.: *Řízení a správa společnosti*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2002
- MLČOCH, J.: *Institucionální ekonomie*. Praha: Karolinum, 2005
- SCHÜTTE, C.: *Privatization and Corporate Control in the Czech Republic*. Cheltenham: Edward Elgar, 2000

# Iný pohľad

© Original Artist

Reproduction rights obtainable from  
[www.CartoonStock.com](http://www.CartoonStock.com)

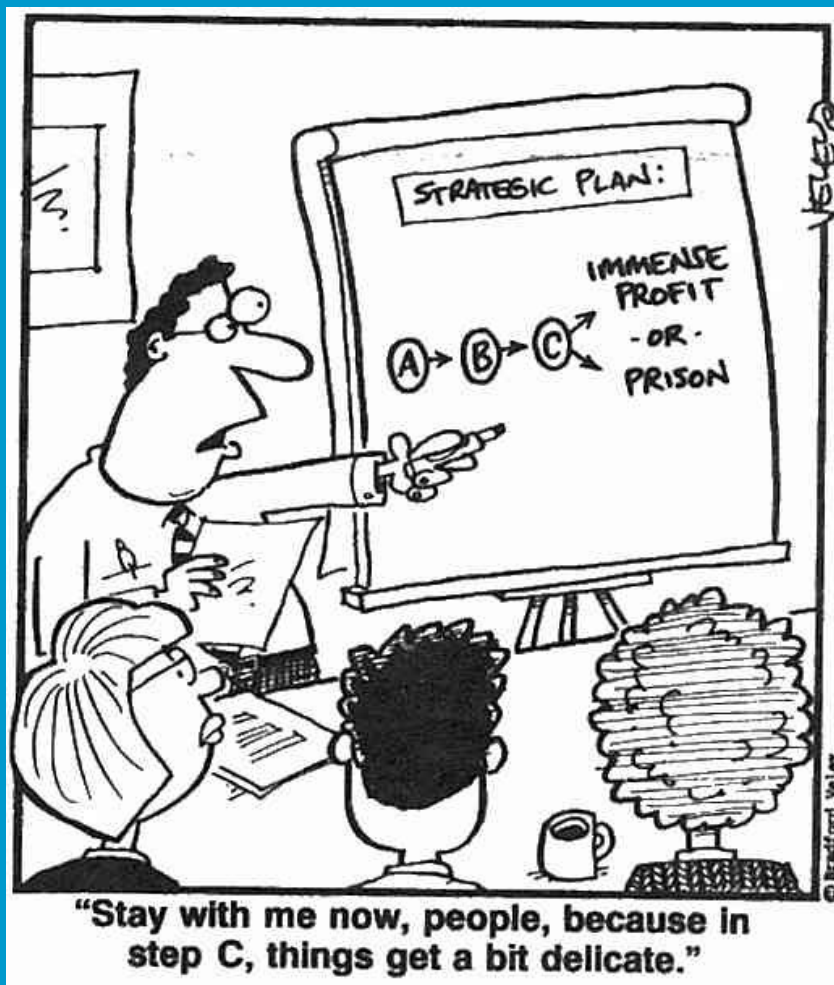


"THE GOOD NEWS IS, PROFITS ARE UP 74%, THE BAD NEWS IS, WE DON'T KNOW WHY."

Zdroj: [www.CartoonStock.com](http://www.CartoonStock.com)

František Okruhlica

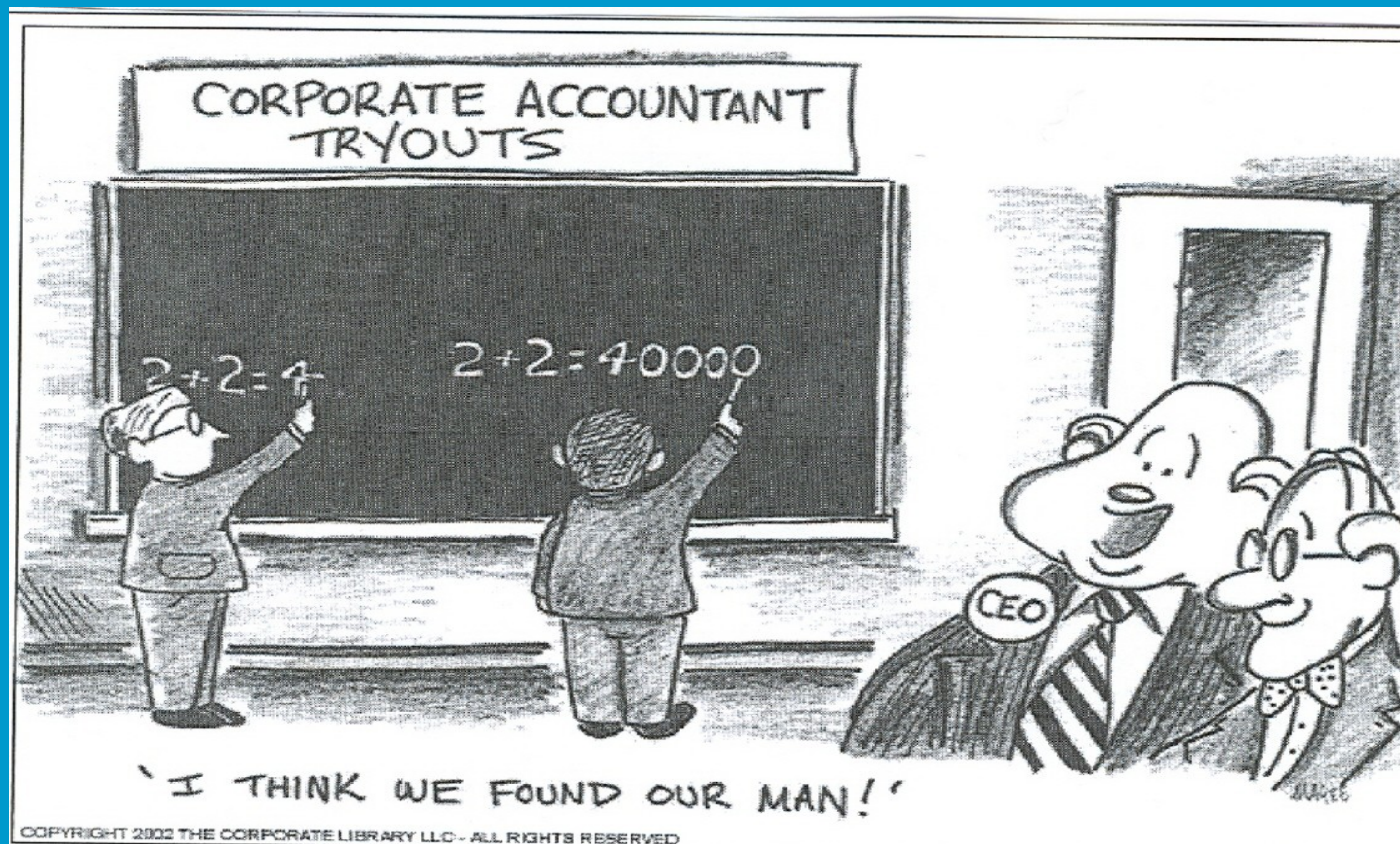
# Iný pohľad



Zdroj: [www.CartoonStock.com](http://www.CartoonStock.com)

František Okruhlica

## Iný pohľad



Zdroj: [www.CartoonStock.com](http://www.CartoonStock.com)

František Okruhlica

**Ďakujem za pozornosť**