

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

- Vladimír BEZDĚK – Vladimír STILLER:
Modelování hlavních daňových příjmů
české rozpočtové soustavy 66
Jiří SLAČÁLEK: Blackův-Scholesův model
oceňování opcí 78
Anton MARCINČIN: Správa obchodných
společností v tranzitivních krajinách –
úvod 97

Semináře ČSE

- Martin ČIHÁK: Ekonomie jako imperiální
věda 113

Daňové judikáty

- Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní
4/2000 117

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 21

CONTENTS

- Vladimír BEZDĚK – Vladimír STILLER:
Forecasting the Main Tax Revenues in the
Czech Economy 66
Jiří SLAČÁLEK: Black-Scholes Options Pricing
Model 78
Anton MARCINČIN: Corporate Governance
in Transition Countries 97

CES Seminars

- Martin ČIHÁK: Economics as an Imperial
Science 113

Tax Judicial Decisions

- Abstract from Court Decisions Concerning
Taxation No. 4/2000 117

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 21

Toto číslo předáno do sazby: 4. 1. 2000

Souhlas k tisku: 3. 2. 2000

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme použijte program Word (až do verze 97).

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

Správa obchodných spoločností* v tranzitívnych krajinách – úvod**

Anton MARCINČIN***

1. Úvod¹

V prvotnej forme podniky vlastnili a riadili tí istí ľudia. Potreba koncentrácie veľkého objemu kapitálu, ktorá bola dôsledkom hospodárskeho a technologického vývoja, ako aj globalizácie trhov, viedla k vzniku akciových a ďalších obchodných spoločností, čiže podnikov, ktoré získavajú kapitál pôžičkami aj ponukami účasti na imaní outsiderom. Obchodné spoločnosti tak oddeľujú vlastníctvo od kontroly (riadenia). Vlastníci imania nie sú odmeňovaní stabilnými platbami, ako sú úroky v prípade dlhu, ale majú právne zabezpečené kontrolné práva nad aktívami, od ktorých sa očakáva, že im prinesú ich časť rozdeleného zisku (dividendy) a reziduálnu hodnotu v prípade likvidácie podniku.

Vlastníci (akcionári, investori) sa spoliehajú na systém správy obchodných spoločností preto, aby si zabezpečili výnosy z investícií. Podľa definície Shleifera a Vishnyho (1997, s. 737) „správa obchodných spoločností sa zaoberá spôsobmi, ktorými si dodávatelia financií spoločnostiam zaručujú výnos zo svojich investícií“. OECD (1999b) definuje správu obchodných spoločností širšie ako „množinu vzťahov medzi manažmentom spoločnosti, jeho radou, akcionármi a inými podielníkmi.“² Správa obchodných spoločností takisto poskytuje štruktúru pre stanovenie cieľov spoločnosti a vymedzuje prístriedky na ich dosiahnutie a na monitorovanie výkonnosti spoločnosti.

* Článok je zamieren na oblasť „corporate governance“. Pro tento pomerné obtížne preložiteľný termín zatiaľ není v češtině ani slovenštině ustálen konsenzuálně přijímaný adekvátní překlad. Po diskuzích s odborníky jsme se přiklonili k dosaženému konsenzu „správa obchodných spoločností“, pričemž pod „obchodnými spoločnosťami“ rozumíme entity vymezené obchodným zákoníkom (akciové spoločnosti, spoločnosti s ručením omezeným, komanditní spoločnosti, veřejné obchodní spoločnosti...). „Řízení obchodných spoločností“ (coby reálný výkon správy) je pak v rámci tohoto konsenzu adekvátní anglickému „corporate control“. Použití výrazu „korporace“ nebo „korporativní“ považujeme za nevhodné, protože neodpovídá ani anglickému originálu (odvozeno od „incorporated“), ani české realitě (v českém právním řádu neexistuje). (pozn. red.)

** Tento článok je súčasťou výskumu podporovaného programom Phare Program 1997 Európskej únie. Za jeho obsah je zodpovedný autor. Článok nereprezentuje názory Európskej komisie. Autor ďakuje za prínosné pripomienky Eugenovi Jurzycovi a anonymným oponentom FaÚ. Niektoré časti tejto práce výrazne poznačili predchádzajúce diskusie s Michalom Mejstříkom.

*** Anton Marcinčin – Výskumné centrum Slovenskej spoločnosti pre zahraničnú politiku (RC SFPA), Prešov

¹ Pri popise základov teoretického rámca správy obchodných spoločností a vlastníctva sme vychádzali hlavne z dvoch prác: (Shleifer – Vishny, 1997) a (Hart, 1996).

Dobrá správa obchodných spoločností by mala vhodne stimulovať radu a manažment, aby sledovali ciele, ktoré sú v záujme spoločnosti a akcionárov, a mala by umožniť účinné monitorovanie, ktoré by povzbudzovalo spoločnosti v efektívnejšom využívaní zdrojov.“ Podľa Zingalesa (1997) je systém správy obchodných spoločností „komplexnou množinou obmedzení, ktoré formujú ex post rokovania o kvázirentách generovaných v priebehu vzťahu“.

V tomto článku sa snažíme systematicky poukázať na význam správy obchodných spoločností pre tranzitívne ekonomiky. Článok nie je viac než stručným úvodom a pokusom – s odvolaním sa na teoretické východiská a empirické štúdie – ozrejmiť úlohu a vzťahy vlastníkov (investorov) a manažérov a nutnosť úprav týchto vzťahov vládou kvôli zabezpečeniu konkurencieschopnosti hospodárstva krajiny v globálnom hospodárstve.

Jednotlivé kapitoly sa zaoberajú týmito okruhmi problémov: Kapitola 2: Prečo vlastníci a manažéri vstupujú do vzťahu, ktorý si vyžaduje komplikovaný systém správy obchodných spoločností? Kapitola 3: Prečo záleží na vlastníctve? Kapitola 4: Aké sú hlavné mechanizmy správy obchodných spoločností? Kapitola 5: Význam správy obchodných spoločností pre tranzitívne hospodárstva. Kapitola 6: Princípy správy obchodných spoločností prijaté OECD a postoj Európskej únie. Kapitola 7: zhrnutie hlavných bodov článku. Bez dobrého systému správy obchodných spoločností bude hospodárstvo krajiny zaostávať pre nedostatok financií. Úloha vlády vyplýva z toho, že reforma systému správy obchodných spoločností je politickým procesom.

2. Dôležitosť správy obchodných spoločností, stimulov a kontraktov

Správa obchodných spoločností je dôležitá nielen pre efektívne fungovanie individuálnych podnikov, prístup ku kapitálu a správne obchodné rozhodovanie, ale vo všeobecnosti určuje tvorbu spoločenského bohatstva a udržateľný rozvoj hospodárstiev. Dobrý rámec správy obchodných spoločností je podstatný pre tranzitívne krajiny, ktoré potrebujú nový kapitál a inovácie na zrýchlenie svojho rastu. Podľa Layonicka a O'Sullivan (1996) „systém správy obchodných spoločností, ak má podporiť inovácie, musí generovať spoločenské podmienky, ktoré umožnia kolektívne a kumulatívne učenie. Špecificky musí podporiť finančné väzby – zaviazanie zdrojov pre nezvratné investície s neistými výnosmi – a organizačnú integráciu – integráciu ľudských a fyzických zdrojov do organizačného procesu na rozvoj a využitie technológie.“³

Keďže oddelenie vlastníctva od kontroly (riadenia) vytvára potrebu komplikovanej správy obchodných spoločností, musíme sa najprv venovať trom základným otázkam: 1. prečo manažéri potrebujú vlastníkov; 2. prečo vlastníci potrebujú manažérov a 3. prečo vzťah medzi týmito dvoma stranami nemôže byť vyriešený konkurenciou na trhu výrobkov.

² V tomto článku sa často stretávame aj s ďalšími problémami spätými s neexistenciou jednotného slovensko-anglického slovníka odborných ekonomických termínov, takže uvádzame vlastné návrhy prekladov aj s anglickým originálom. Anglické „shareholder“ prekladáme ako akcionár, kým „stakeholder“ ako podielnik.

³ Layonick – O'Sullivan: Organisation, finance and international competition. *Industrial and corporate change*, 5, 1996, no. 1 – citované v (O'Sullivan, 1998).

ad 1: Manažéri sú podnikatelia, ktorí potrebujú získať na financovanie svojich projektov peňažné prostriedky od investorov, pretože sami dostatok vlastných prostriedkov nemajú. Preto sa mnoho spoločností vlastnených rodinami rozhodlo emitovať akcie na verejných trhoch alebo aspoň akceptovať v svojich radách bankárov.

ad 2: Investori (vlastníci, akcionári) majú peňažné prostriedky, ale chýba im schopnosť generovať výnosy. Preto 'zamestnávajú' manažérov. Je to vzťah medzi vlastníkom (angl. principal) a manažérom (angl. agent), pričom všeobecne manažér môže byť kedykoľvek vymenený.

ad 3: Konkurencia na trhu výrobkov by vyriešila daný problém efektívne, keby manažéri nekonvertovali likvidné financie investorov na vysoko špecifický utopený kapitál. Keď sú financie utopené, konkurencia na trhu výrobkov nemôže zabrániť manažérom, aby vyvlastnili konkurenčné výnosy. Preto investori vyžadujú zabezpečenia získania výnosov z investovaných financií mechanizmami správy obchodných spoločností.

Manažéri majú dva protichodné stimuly. Jedným je dlhodobý stimul vybudovania si reputácie, ktorý im zabezpečí prístup ku kapitálu v budúcnosti, a druhým je krátkodobý stimul vyvlastnenia časti zisku vlastníkov.

Prvý stimul je v súlade s preferenciou vlastníkov, aby podnik bol výkonný, pričom jeho výkonnosť je meraná hodnotou podniku na trhu cenných papierov a stabilným tokom dividend. Teória však má ťažkosti s vysvetlením konceptu budovania reputácie kvôli problémom so spätnou rekurzívitou. Druhý stimul vedie k možnému vyvlastneniu peňažných prostriedkov, transferovému stanoveniu cien, predaju aktív, spotrebe nadbytočného luxusu, budovaniu impérií zabezpečujúcich súkromné výhody z kontroly (riadenia) a k maximalizácii obratu, rastu či funkcie užitočnosti manažérov. Tým je v príkrom rozpore s cieľmi vlastníkov.

Stimulom vlastníkov je maximalizácia výnosu z investícií. V závislosti na ich podiele na imaní a na právnom rámci môžu byť záujmy niektorých vlastníkov v rozpore so záujmami iných akcionárov a podielnikov.

Problém správy obchodných spoločností by neexistoval, ak by vlastníci a manažéri mohli spísať perfektné a záväzné kontrakty vynútitelne súdmi, kontrakty, ktoré by predvídali všetky možné budúce situácie (ako vývoj na trhu, zmeny hospodárskej politiky a zmeny cien) a stanovili povinnosti všetkých ľudí vstupujúcich do kontraktu spolu s pokutami za ich neplnenie. Teória vlastníka a manažéra predpokladá, že napísanie takýchto kontraktov je lacné. V skutočnom svete však napísanie detailného kontraktu môže byť príliš nákladné alebo úplne nemožné. Navyše ak by vlastníci vedeli, ako majú manažéri reagovať vo všetkých nepredvídateľných situáciách, nepotrebovali by ich zamestnávať. Preto vlastníci a manažéri spisujú neúplné kontrakty, v ktorých nechávajú priestor na budúce revízie a opätovné rokovania. Vlastníci tým v situáciách, ktoré nie sú nepredvídané kontraktom, dočasne pridelujú svoje reziduálne kontrolné práva k aktívam manažérom.

3. Vlastníctvo

Existuje niekoľko základných teórií podniku, ktoré pomáhajú vysvetliť úlohu vlastníctva v správe obchodných spoločností.

Štandardná *neoklasická teória* vníma podnik ako čiernu skrinku, v ktorej kombináciou vstupov vzniká výstup a priemerné výrobné náklady majú tvar U. Hoci je táto teória veľmi užitočná na pochopenie základov hospo-

dárskych vzťahov, nerozoznáva problém stimulácií vo vnútri podniku, ignoruje delegovanie autority – čiže hierarchickú štruktúru podniku – a ohraňovanie podniku.⁴

Teória vlastníka a manažéra uvažuje o stimulácii pomocou kvalitatívnych charakteristik vstupu, aj keď ignoruje determinanty ohraňovania podniku. Kvalita vstupu je endogénna a závisí od úsilia manažéra a nekontrolovateľných náhod.⁵ Vlastník aj manažér⁶ pozorujú kvalitu, ale iba manažér vie, koľko svojho úsilia skutočne vynaložil a aký bol vplyv náhodnosti. Manažér má odpor voči vynakladaniu veľkého úsilia. Keďže vlastník nemôže pozorovať manažérovo úsilie priamo, spolieha sa na nepriamu mieru, kvalitu vstupu. Kvalita nie je perfektnou mierou, lebo závisí aj od náhodnosti. Manažér a vlastník preto musia spísať kontrakt, ktorý vyváži optimálne stimuly a optimálne zdieľanie rizika. Teória vlastníka a manažéra neuznáva, že spísanie kontraktu je nákladné samo o sebe, ani nevysvetľuje, prečo na vlastníctve záleží.

Teória transakčných nákladov predpokladá tri zdroje transakčných nákladov. Sú nimi nepredvídateľný svet, problematické vyjednávania o individuálnych plánoch a problematická formulácia dohodnutých plánov. Keďže kontraktne náklady sú pozitívne, strany spíšu neúplný kontrakt, v ktorom detailne rozoberú iba najpredvídateľnejšie stavy sveta. To znamená, že revízie a opätovné vyjednávania pôvodného kontraktu v budúcnosti sú bežné. Neúplné kontrakty spolu s asymetrickou informáciou dostupnou pre strany v budúcnosti a utopené náklady spojené s kontraktmi s existujúcimi obchodnými partnermi⁷ majú *ex post* vplyv na hospodársku efektívnosť a kvôli očakávaniam aj *ex ante* vplyv. Teória transakčných nákladov nevysvetľuje, ako by sa zmenili vzťahy medzi vlastníkom a manažérom, keby obaja boli súčasťou jedného podniku, a nie dvoch rozličných podnikov. Táto teória neodpovedá na otázku, či na vlastníctve záleží.

Prístup podľa *majetkových práv* považuje vlastníctvo za zdroj moci, keď kontrakty sú neúplné,⁸ lebo: „*vlastník aktív má nad nimi reziduálne kontrolné práva: právo rozhodnúť o všetkých použitíach aktív akýmkoľvek spôsobom, ktorý nie je nekonzistentný s predchádzajúcim kontraktom alebo zákonom*“ (Hart, 1996, s. 30).

Vzťah medzi manažérom a vlastníkom zahŕňa pre neúplnosť kontraktu neurčitú budúcu správu sa každého z nich, čiže o dopyte vlastníka po množstve a kvalite služieb a ich ponuke manažérom. To, čo robí neúplný kontrakt ‘nákladným’, je investícia do špecifického vzťahu. To, čo bráni vlastníkovi, aby robil prácu manažéra – a naopak –, je nedostatok špecifického kapitálu.⁹ Rokovania dvoch strán vedú k *Nashovmu* riešeniu. Aj keď prístup podľa majetkových práv dokazuje, že na vlastníctve záleží, nepredpo-

⁴ Podľa tejto teórie by svet bol jediným podnikom.

⁵ Typicky je kvalita definovaná ako $q = g(e, \varepsilon)$, kde e označuje úsilie a ε náhodnosť (Hart, 1996, s. 18).

⁶ Teória používa termíny dodávateľ a kupujúci. V našom prípade manažér dodáva svoje služby (ľudský kapitál ako vstup) vlastníkovi, ktorý je kupujúcim týchto služieb.

⁷ utopené náklady vyplývajúce z investícií spojených s kontraktom

⁸ Pre rigorózne základy teórie neúplných kontraktov pozri (Hart – Moore, 1998).

⁹ Jednoducho nie je možné, aby všetci vlastníci spolu riadili spoločnosť. Na druhej strane manažér nemá dostatok peňažných prostriedkov, aby bol jediným vlastníkom.

kladá nijaké majetkové obmedzenia. V skutočnom svete však agenti často potrebujú sústrediť peňažné prostriedky od vonkajších investorov na kúpu aktív.

Model Aghiona a Boltona predpokladá, že manažér a investor (vlastník) spíšu neúplný kontrakt o množine budúcich postupov. Investície do špecifických vzťahov absentujú.¹⁰ Podnik – v závislosti na prijatom postupe – vyrába zisky pre vlastníka a súkromné úžitky pre manažérov. Keďže zisk a súkromné úžitky nie sú perfektne korelované, stávajú sa zdrojom konfliktu záujmov. Model má tri riešenia podľa pozície manažéra a vlastníka: 1. Manažér nie je obmedzený majetkom a maximalizuje sumu zisku a súkromných úžitkov. 2. Ak manažér nie je vlastníkom, ale má všetky hlasovacie práva, maximalizuje iba súkromné úžitky. 3. Ak manažér je vlastníkom a má právo rozhodovať o postupe, maximalizuje zisk podniku.

Situácia je naďalej komplikovaná tým, že veľké obchodné spoločnosti majú zväčša veľký počet malých vlastníkov (akcionárov, investorov). Je to preto, lebo investori sú averzní voči riziku a majetkovo obmedzení. Rozptýlení vlastníci nie sú schopní uplatňovať dennodennú kontrolu a nemajú ani záujem monitorovať manažment.¹¹ V takom prípade majú manažéri *de facto* vlastnícke práva a maximalizujú svoje súkromné úžitky. Existencia správnej rady zabraňuje takému správaniu iba teoreticky, keďže môže presadzovať vlastné ciele namiesto cieľov rozptýlených vlastníkov; členovia rady môžu uzatvárať tajné dohody s manažérmi. Táto teória ďalej modeluje a analyzuje úlohu stimulačných schém pre manažérov, lividácie podniku, bankrotu a prevzatia podniku.

Dôležitým záverom uvedených teórií je, že správa obchodných spoločností, a tým aj výkonnosť podnikov záleží na vlastníctve. Dôvodom je neschopnosť vlastníkov spísať v nepredvídateľnom svete s manažérmi úplný kontrakt. Teórie ďalej predpovedajú, že príliš rozptýlené vlastníctvo komplikuje vzťahy medzi vlastníkmi a manažérmi, a preto môže viesť k neúčinnnej správe obchodných spoločností a slabej výkonnosti spoločností. To má konkrétne dôsledky pre revitalizačné programy tranzitívnych hospodárstiev, pre rozhodnutia štátov privatizovať veľkú časť národného majetku, pre výber privatizačných techník a podoby právneho a inštitucionálneho rámca správy obchodných spoločností.

4. Mechanizmy správy obchodných spoločností

Mechanizmami správy obchodných spoločností sú hospodárske a právne inštitúcie, ktoré môžu byť zmenené politickým procesom (Shleifer – Vishny, 1997, s.738). Tieto mechanizmy sa snažia prekonať problém oddelenia vlastníctva a kontroly (riadenia).

Stimulačné kontrakty (manažérske vlastníctvo akcií, akciové opcie alebo hrozba prepustenia) vyžadujú, aby miery výkonnosti – dobre definované a overiteľné súdom – boli korelované s manažérskym úsilím. Nájst takéto

¹⁰ hoci si ľahko možno predstaviť špecifický tréning manažéra ako investíciu do špecifického vzťahu

¹¹ Nákladný monitoring je verejným statkom, ktorý stimuluje akcionárov k čiernemu pasažerstvu (free ride).

miery je problematické. Navyše stimulačné kontrakty vytvárajú príležitosti pre manažérske sebazvýhodňovanie.

Najvýznamnejšie *zákonné práva akcionárov* zahŕňajú právo hlasovať o dôležitých záležitostiach spoločnosti a voliť správnu radu (ktorá však vo všeobecnosti nemusí nevyhnutne reprezentovať ich záujmy). Je nákladné uplatňovať a vynucovať hlasovanie na valných zhromaždeniach; navyše jeho efektívnosť závisí na legislatíve a súdnej ochrane hlasovacích práv akcionárov. V mnohých krajinách sú hlasovacie práva akcionárov doplnené povinnosťou lojality manažérov voči akcionárom. Súdy v OECD zvyčajne takýto prístup akceptujú.

Veľkí akcionári koncentrujú akcie. Sú stimulovaní k tomu, aby zbierali informácie a monitorovali manažment; tým sa predchádza problému čierneho pasažierstva, ktorý je typický pre rozptýlené vlastníctvo, kde monitorovacie náklady sú súkromné, ale získané informácie sú verejným statkom. Veľkí akcionári majú záujem na maximalizácii zisku a dostatok kontroly nad aktívami, ale ich skutočná sila závisí od právnej ochrany ich hlasov. Problémom tohto mechanizmu je, že veľkí akcionári majú stimuláciu k tomu, aby vyvlastnili majetok ostatných, minoritných vlastníkov.¹² Pokiaľ minoritní vlastníci nie sú dostatočne chránení zákonom, do nákupu akcií podnikov neinvestujú.

Veľkí veritelia, obyčajne banky, majú kontrolu podobnú veľkým akcionárom. Ich kontrola pramení z krátkodobého úverovania (ktoré núti podniky, aby sa vracali späť) a práv veriteľov, keď sa podnik stane platobne neschopným alebo porušuje úverové záväzky. Veľkí veritelia sa významne podieľajú na správe obchodných spoločností v Nemecku a Japonsku, kde majú zákonom dobre zabezpečené práva. Problémom tohto mechanizmu je, že bankové vlastníctvo sa spája s konfliktom záujmov, ktorý vedie k tomu, že pridružené podniky platia vyššie úrokové miery, prípadne k tomu, že banky neukončujú neziskové projekty, do ktorých investovali, keď pokračovanie je pre nich výhodnejšie ako likvidácia. Úverové financovanie je typické pre podniky s hmotnými aktívami, lebo nové podniky obyčajne nemajú, čo by ponúkli bankám ako zábezpeku.

*Prevzatia*¹³ sú typické pre Veľkú Britániu a Spojené štáty. Prevzatia znamenajú, že ponúkajúci vyhlási pre rozptýlených vlastníkov verejný príslub kúpy akcií, aby získal kontrolu nad manažmentom vybranej spoločnosti. Je to veľmi nákladný mechanizmus, ktorý obyčajne prichádza po podstatných zlyhaniach podnikov.¹⁴

Pri *leverage buyouts* sú akcionári verejne obchodovanej spoločnosti vykúpení novou skupinou investorov, ktorá obyčajne pozostáva zo starých

¹² La Porta a kol. (1998) uvádzajú, že vo veľkých spoločnostiach je hlavným problémom obmedzenie vyvlastnenia mimoritných akcionárov majoritnými, a nie obmedzenie budovania impérií profesionálnymi manažermi. Claessens et al. (1999) potvrdil existenciu vyvlastňovania minoritných akcionárov testovaním vzorky 2658 východoázijských spoločností v roku 1996.

¹³ z anglického 'takeover'

¹⁴ Dickerson a kol. (1998) zistili, že vyššia pravdepodobnosť prevzatí sa spájala hlavne s nízkou ziskovosťou podnikov. Vo Veľkej Británii prešlo v období 1975–1990 prevzatím 36 % spracovateľských podnikov, kým v USA to v období 1976–1987 bolo 30 %. Nepriateľské prevzatia sú tie, pri ktorých manažment odmietne pôvodný návrh na prevzatie. Dobré zahrnutie empirických štúdií o prevzatiach uvádzajú Dahya a Powell (1999). Zistili, že prevzatia v Británii v období 1985 až 1991 mali určitý disciplinárny vplyv, pričom nepriateľské prevzatia omnoho väčší ako priateľské. Nepotvrdili však, že nepriateľské prevzatia sú v porovnaní s priateľskými prevzatiami potrestaním zlej výkonnosti spoločnosti.

manažerov podniku, špecializovaného podniku, bánk a vlastníkov verejného dlhu.

To, ktorý typ vlastníctva spoločnosti prevláda, závisí od zákonnej ochrany investorov. Keďže zákonná ochrana v kontinentálnej Európe a Japonsku je slabšia, správa obchodných spoločností tam závisí viac od veľkých investorov (niekedy rodín) a bank s dlhodobjšími vzťahmi k podnikom. Tento systém sa niekedy nazýva *insiderský*.¹⁵ Naopak, systém *outsiderský* je typický pre Spojené štáty a Veľkú Britániu. Jeho charakteristikami sú: rozptýlené vlastníctvo imania, veľkí inštitucionálni investori, uznanie nadradenosti záujmov akcionárov v podnikovom zákone, ochrana minoritných investorov zákonom o cenných papieroch a prísne požiadavky pre zverejňovanie informácií (Nestor – Thompson, 1999).¹⁶ Vo všeobecnosti záleží efektívnosť správy obchodných spoločností na transparentnosti vydávania a používania informácií, ochrane zákonných a kontraktačných práv a zodpovednosti manažmentu.

Insiderský aj outsiderský systém riadenia vzájomne konvergujú z niekoľkých dôvodov:

1. Medzinárodná diverzifikácia portfólia prináša vyššie výnosy s menším rizikom než čisto domáce portfólio.
2. Podniky emitujúce akcie na zahraničných kapitálových trhoch môžu znížiť náklady kapitálu.
3. Inštitucionálni investori (penzijné fondy, spoločnosti poskytujúce životné poistenie a spoločné fondy) sa dožadujú medzinárodných noriem riadenia.
4. Globalizácia na trhu výrobkov zvyšuje konkurenciu, čím núti podniky, aby používali efektívne riadenie (Nestor – Thompson, 1999). Globalizácia zintenzívňuje konkurenciu pri získavaní zdrojov, lebo doma vytvárané úspory už nie sú monopolizované domácimi podnikmi.

5. Význam pre tranzitívne ekonomiky

Podniky vlastnené štátom majú nízku výkonnosť zapríčinenú konfliktom záujmov štátu a nedostatočnou správou obchodných spoločností.¹⁷ Konflikt záujmov možno vysvetliť tým, že štát právne a často aj inštitucionálne definuje trhy, na ktorých zároveň vystupuje ako podnikateľ konkurujúci súkromným podnikom. Zlá správa je dôsledkom toho, že občania (voliči) prikladajú v rámci celej množiny aktivít vlády nízku váhu jej konkrétnym podnikateľským aktivitám. Súkromné vlastníctvo je potom preferované pred štátnym, lebo akcionári posudzujú manažerov jedine podľa výkonnosti

¹⁵ Kvôli nedávneému vývoju sa Japonsko rozhodlo zmeniť svoj systém založený na bankách na systém založený na kapitálovom trhu a systém vlastníctva koncentrovanými investormi na systém s rozptýleným vlastníctvom (Kanda, 1999). Kang a Stulz (1997) ukázali, ako šoky v bankovom sektore negatívne ovplyvnili výkonnosť závislých podnikov v Japonsku. Gibson (1998) zdôraznil, že Japonsko musí prijať kroky na posilnenie správy obchodných spoločností, ktoré v súčasnosti slúži viac záujmom podielnikov ako vonkajších investorov.

¹⁶ Mayer (1999) uvádza, že celková trhová kapitalizácia podnikov voči HDP bola vo Veľkej Británii v r. 1982–91 v priemere 75 %, vo Francúzsku 19 %, Nemecku 20 % a OECD 30 %. Pomer úverov voči HDP bol v r. 1980–90 vo Veľkej Británii v priemere 42 %, vo Francúzsku 82 %, v Nemecku 86 % a v OECD 55 %.

¹⁷ Estrin (1996) rozoznáva tri oblasti, ktoré nadradujú súkromné vlastníctvo nad štátne: ciele podniku, trhová štruktúra a správa obchodných spoločností

BOX Privatizačné metódy

prístup	metóda	priklad krajín
privatizácia odpredajom	verejné upisovanie akcií	Poľsko, Maďarsko, ČR
	odpredaj tendrom (obmedzeným alebo otvoreným)	Maďarsko, Estónsko, Lotyšsko
	odpredaj založením nového podniku (napríklad joint venture)	ČR
	zmluvný odpredaj jedinému kupujúcemu	Východné Nemecko
	kúpa manažmentom a zamestnancami	všetky krajiny
privatizácia bezodplatným alebo takmer bezodplatným rozdelením	kupóny pre celú populáciu	Ruská federácia, ČR
	kupóny s preferenciou manažmentu a zamestnancov	Ruská federácia
	bezodplatné rozdelenie akcií manažmentu a zamestnancom	Ruská federácia, Maďarsko
	kompensačné kupóny (ako reštitučná platba)	Maďarsko
zmiešané a čiasťočné modely privatizácie	zmes predaja a bezodplatného rozdelenia akcií	väčšina krajín
	predaj časti podniku, zvyšok dočasne v štátnom vlastníctve	väčšina krajín

prameň: (Hare, 1997). Hare za nezmienil o Slovensku, jeho miesto v tabuľke je vo všeobecnosti všade pri Českej republike.

riadeného podniku.¹⁸ Vlastníctvo však nie je garanciou zlepšenej efektívnosti, ak chýba detailný právny rámec garantujúci právo vlastníkov vykonávať kontrolu, a súdy ochotné vymáhať dodržiavanie zákonov.¹⁹ Navyše súkromné vlastníctvo nemôže výrazne zlepšiť výkonnosť podnikov, ak pretrvávajú mäkké rozpočtové obmedzenia a nová vlastnícka štruktúra bráni prístupu ku konkurenčným vonkajším financiam.

Mnohé tranzitívne krajiny zlyhali v snahe zlepšiť výkonnosť štátom vlastnených podnikov privatizačnými programami, ktoré stimulovali nových vlastníkov, aby maximalizovali majetok v krátkodobom horizonte na úkor ostatných podielnikov.²⁰ Podľa nášho názoru môžeme rozpoznať niekoľko typov zlej privatizácie:²¹

1. Zmena právnej formy štátneho podniku na akciovú spoločnosť vo vlastníctve štátu, bez následnej rýchlej privatizácie. Kontrola ostala v rukách politikov a manažérov. V porovnaní s predchádzajúcim 'rovnovážnym' po-

¹⁸ Z rozsiahlej empirickej literatúry spomeňme (Claessens a kol., 1997); autori ukázali pozitívne vplyvy privatizácie na rast produktivity v siedmich tranzitívnych krajinách.

¹⁹ Bromová v svojej práci (Brom, 1997) názorne zdokumentovala, že prevod vlastníctva v tranzitívnych krajinách nie vždy zabezpečí korešpondujúci prevod kontroly. Popis správy obchodných spoločností v socializme uvádza Brada (1996). Manažérske odmeny záležali od splnenia úloh centrálného plánu, ale samotný plán bol sformovaný podľa informácií manažérov. Okrem zakladajúceho ministerstva, ktoré nahrádzalo vlastníka, zasahovali do činnosti manažérov ďalší podielníci, ako komunistická strana a miestne úrady.

²⁰ Rýchle vytvorenie novej triedy domácich podnikateľov sa niekedy vysvetľovalo ako politická nevyhnutnosť; ako nástroj, ktorý zabráni, aby nezamestnanosť a pokles reálneho príjmu vrátili spoločnosť späť do socializmu. Toto je podľa našej mienky zavádzajúce, pretože nie je úlohou vlády vytvárať špeciálne triedy občanov. Namiesto toho mali politici venovať čas a úsilie rozvoju spravodlivých podmienok na podnikanie, ktoré by boli prijateľné pre všeobecnú verejnosť.

²¹ Preferujeme prehľad privatizačných techník vytvorený podľa hľadiska správy obchodných spoločností pred prehľadom vytvoreným podľa metódy privatizácie – napríklad v (Havrylyshyn – McGettigan, 1999). V boxe uvádzame jednu z mnohých klasifikácií metód s príkladmi krajín, prevzatú od Hare (1997).

litickým režimom získali obe strany stimuly k rýchlej maximalizácii bohatstva prameniace z očakávania ich krátkodobej pozície. Nová právna forma obmedzila práva vlády a poskytla viac slobody starým manažérom bez kompenzácie tohoto posunu zvýšením zodpovednosti manažérov.

2. Privatizácia aktív veľkými akcionármi bez ochrany minoritných akcionárov viedla k vyvlastneniu ziskov aj aktív. Majoritní akcionári využili zákonné prostredie na zbavenie sa účasti minoritných vlastníkov.²² Napríklad v Českej republike sa veľkí investori v prvej vlne kupónovej privatizácie (priami investori a investičné fondy) vopred vyhli spoločnému vlastníctvu podnikov.²³
3. Privatizácia vzájomnými fondmi pridruženými k bankám. Banky vo všeobecnosti mohli mať záujem veľkého akcionára v monitorovaní a dobrom riadení. V skutočnosti však ostali pod politickou kontrolou,²⁴ chýbala im skúsenosť s komerčným bankovníctvom a reštrukturalizáciou a veľká časť ich úverov bola klasifikovaná. Súčasná legislatíva o bankrotoch a daniach, ako aj hospodárska politika a odkladanie ich reštrukturalizácie ich navyše nútili k tomu, aby uvalili vyššie úrokové sadzby a pokračovali v zlých projektoch.
4. Privatizácia rozptýlenými akcionármi bez možnosti uplatnenia práva kontroly alebo odpredaja akcií ponechala starých manažérov bez monitorovania a stimulovala ich, aby previedli aktíva na iné podniky. Masové privatizačné programy mali za cieľ spravodlivosť voči všetkým občanom a ochranu pred odpredajom majetku za nízke ceny zahraničným investorom. Neobsahovali však nijaké nástroje ochrany práv akcionárov. Z tejto privatizácie profitoval malý počet ľudí, kým väčšina ostala frustrovaná s bezcennými akciami.
5. Privatizácia, ktorá uprednostňovala starých manažérov. Keď sa manažéri stali výhradnými vlastníkmi, zvyčajne im chýbal kapitál a ochota podeliť sa o kontrolu s vonkajšími investormi. Najmä v prípade, ak manažéri boli neschopní riadiť podniky, mohli sa obávať, že deľba kontroly by ich stála zamestnanie. Často radšej znížili výrobu a podplácali bankových a vládnych úradníkov, aby dostali nové financie alebo získali ochranu svojho monopolného postavenia.²⁵ Navyše, manažéri ako vlastníci odporovali prijatiu pravidiel a inštitúcií, ktoré sú nevyhnutné pre správu obchodných spoločností. Hoci ich odpor voči transparentnému riadeniu nie

²² Nevrdíme, že privatizácia veľkými akcionármi je zlá ako taká. Tento typ privatizácie bol v podstate odporúčaný na začiatku reformy napríklad aj v (Blanchard a kol., 1991) na zabezpečenie efektívnosti programu. Vláda však zároveň mala ochrániť minoritných akcionárov.

²³ České podniky s dominanciou zahraničných investorov, domácich priamych investorov a privatizačných fondov (priemery, údaje z 1. vlny kupónovej privatizácie, výpočty autora):

	investor		
	zahraničný investor	domáci investor	privatizačné fondy
počet podnikov	51	58	949
% akcií zahraničných investorov	37,87	1,43	2,04
% akcií domácich investorov	0,66	30,60	1,87
% akcií privatizačných fondov	23,30	28,40	40,77

²⁴ Bývalý predseda vlády Českej republiky Václav Klaus bránil odkladanie privatizácie bánk strachom, že súkromné banky by sa začali správať komerčne a prestali by úverovať privatizérov podnikov, čo by spomalilo privatizačný program. (Lidové noviny. 11. novembra 1998).

je dlhodobo udržateľný, môže ekonomikám pôsobiť vážne hospodárske a sociálne ťažkosti tým, že znižuje objem investícií a zhoršuje efektívnosť obchodných rozhodnutí.

Prečo by manažér-vlastník uprednostnil súkromné úžitky z kontroly (riadenia) pred budovaním svojej reputácie? Priame vysvetlenie je, že manažéri majú monopolnú informáciu o riadených podnikoch, čo im ponúka okamžitú príležitosť jej výmeny za finančný zisk. Naopak, budovanie reputácie môže byť príliš nákladné v zmysle stratenej príležitosti, keďže celé ekonomické prostredie je príliš neurčité.²⁶

Transferové stanovovanie cien a odpredaj aktív sú dva spôsoby, ako manažér-vlastník vymieňa súkromnú informáciu za zisk. Pred privatizáciou mali manažéri štátnych podnikov jasné stimuly na transfer zisku alebo aktív na iný podnik v ich vlastníctve. Typický bol postup, keď štátny stratový podnik bol ponechaný s veľkým objemom neuhradených dlhov bankám a dodávateľom vstupov, kým jeho výrobky sa predávali cez vysoko ziskové sprostredkovateľské podniky pod trhovou cenou pôvodným zákazníkom štátneho podniku. Tieto stimulačné pretrvávali aj v postprivatizačnom období, keď vlastníci boli príliš rozptýlení na to, aby mohli uplatniť svoje vlastnícke práva. V niektorých prípadoch noví vlastníci malých percentuálnych podielov a v situácii bez zákonných obmedzení v podstate súťažili s manažermi vo vyplnení podnikov vyššie opísaným spôsobom.

Z hľadiska vlastníctva obchodných spoločností neboli problematické iba odpredaje jednotlivým vlastníkom. To zahŕňa privatizáciu malých entít v malej privatizácii a reštitúciách a odpredaj veľkých podnikov vonkajším, zväčša zahraničným investorom.²⁷ Nerátame tu odpredaje insiderom (pôvodný manažment, zamestnanci, odbory a mestá), lebo insideri zvyčajne nemali dost prostriedkov na prevádzku získaných podnikov a skutočná privatizácia sa týmto iba odložila.²⁸

²⁵ Mnohé štúdie implicitne predpokladajú, že manažéri majú iba ekonomické nástroje (reštrukturalizácia, prispôbenie sa spotrebiteľským preferenciám a konkurencii), hoci v skutočnosti majú aj politické mechanizmy v správaní rent-seeking. Nie je tak pravda, že ich rozhodnutie je buď reštrukturalizovať, alebo zbankrotovať (Mochrie a kol., 1998); ich rozhodnutie je kombináciou niekoľkých nástrojov: reštrukturalizácia, vyvlastnenie, získanie podpory za sponzorovanie politických strán a korupcia bankárov a štátnych úradníkov (clá, dane, licencie); bankrot je len poslednou možnosťou.

²⁶ Navyše: „Ak trhy nefungujú dobre, takže umožňujú podnikom prosperovať na základe cenových pokrivení, monopolnej sily a známosti alebo administratívnych a byrokratických úľav, potom podniková výkonnosť pravdepodobne neposkytuje veľa informácií o manažérskych schopnostiach v trhovom prostredí.“ (Brada, 1996, s. 13).

²⁷ Napríklad Volkswagen v Českej republike a na Slovensku. Djankov a Hoekman (1998) potvrdili pozitívny vplyv zahraničných investícií na rast celkového faktoru produktivity v českých podnikoch, hoci asi bolo príliš skoro na to, aby našli aj efekty spill-over.

²⁸ Aghion (1995) ukázal na vzorke údajov maďarských a poľských podnikov z rokov 1993/92, že zahraniční investori hlboko reštrukturalizovali podniky omnoho pravdepodobnejšie ako insideri. Na druhej strane Earle a Estrin (1997) tvrdili na paneli ruských podnikov, že manažéri mali najlepšiu vplyv na efektívnosť podnikov a reštrukturalizáciu, pričom si všimli, že trhová konkurencia nehrala žiadnu úlohu. Podľa nášho názoru ich druhé tvrdenie v skutočnosti môže vysvetliť skutočnosť, že manažéri boli úspešnejší v aktivitách rent-seeking než ostatní, a preto sa aj nimi vlastnené podniky javili úspešnejšie. V ich štúdiách sa zdá problematická separácia percentuálnych podielov zamestnancov a manažérov, keďže existuje evidencia toho, že zamestnanci hlasujú rovnako ako manažéri – napríklad (Shleifer – Vishny, 1997). Mnoho obchodných spoločností môže tvrdiť, že ich správa je dobrá, lebo boli schopné získať úver od zahraničných bánk. Treba však poznamenať, že často so štátnymi zárukami.

Systém správy obchodných spoločností v tranzitívnych ekonomikách je veľmi závislý na politickom prostredí.²⁹ Kolúziu politikov a manažérov môžeme pozorovať napríklad v Rusku a na Slovensku.³⁰ Keďže je pre rozvoj ekonomík škodlivá, mnohí argumentovali, že ekonomická reforma by mala predchádzať politickým reformám, ako napríklad vo východnej Ázii. Tomu oponoval Sachs (1996) tým, že reformy vo východnej Ázii – na rozdiel od tranzitívnych krajín – prirodzene paretovsky zlepšovali životné podmienky majority, ich vlády neboli brané na zodpovednosť za garancie národného bohatstva a krajiny na nízkej úrovni hospodárskeho vývoja nemali vážne problémy s vymáhaním vlády zákona (v akejkoľvek forme).

Naše argumenty sú všeobecnejšie. V strednej a východnej Európe a v Rusku nestála otázka tak, či hospodárska, alebo politická reforma má prísť prvá. Starý politický systém sa zrútil, a tým umožnil iniciáciu hospodárskych reforiem. Starý systém bol v rovnováhe, pokiaľ ide o rozdelenie moci (formálnej a neformálnej) medzi štátnu administratívu, nomenklatúru a obyčajných občanov. Manažéri, štátna byrokracia a odbory dodržiavali známe hranice svojich aktivít, čo limitovalo korupciu a kriminalitu. Keď sa systém stal nestálym, začal proces prerozdelenia moci a majetku, ktorý zničil všetky uznávané hranice správania. Privatizácia bola nástrojom v tomto procese a jednorazovou príležitosťou získania moci a majetku. Záležitosti správy obchodných spoločností a reštrukturalizácie boli druhoradé, prenechané do budúcnosti, keď systém sa stane stabilnejším.

Odloženie vytvorenia rámca správy obchodných spoločností je nebezpečné. Štúdie hospodárstiev východnej Ázie naznačujú, že slabá správa obchodných spoločností je jednou z hlavných príčin nedávnych kríz (Nam a kol., 1999), (Jordan, 1999). Tamojšie podnikateľské prostredie, podobne ako v mnohých tranzitívnych krajinách, bolo založené na vzťahoch, kde vlastníctvo, rodinné väzby a politické vyjednávania založili putá medzi podnikmi, bankami a vládou. Vláda implicitne garantovala mäkké rozpočtové obmedzenia podnikom (čo sa však neobjavilo v jej rozpočte). Domáce konglomeráty boli takto ochránené od trhovej konkurencie a disciplíny. Dočasne je takýto stav v rovnováhe, kde sa všetci hráči správajú podľa pravidiel a správania ostatných hráčov. Aby sa mohla udiat zmena, museli by byť zmenené pravidlá hry a musel by byť identifikovaný iniciátor (vodca) zmeny – najpravdepodobnejšie národná vláda s pomocou medzinárodných organizácií a iných vlád. Štúdie prišli k záveru, že reforma vo východnej Ázii – špeciálne štrukturálna reforma – bude vyžadovať zmeny vo vlastníctve a mobilizáciu finančných zdrojov, ktoré sú monopolizované dominantnými obchodníkymi rodinami. Tranzitívne krajiny ako Slovensko sa dostali do podobnej pasce, kde vlastníctvo dominované štátom bolo nahradené vlast-

²⁹ Treba mať na pamäti, že tranzitívne krajiny začali svoje reformy v prostredí zničeného, a nie pokriveného trhu.

³⁰ Niededy označovaném ako „crony capitalism“. Privatizácia sa považovala za dôležitý nástroj depolitizácie, lebo zákonom oddeľuje štát od podnikania. Tento pohľad je však príliš zjednodušený, najmä v kontexte postkomunistických krajín, kde právne systémy strácajú vážnosť v konfrontácii s mocou politikov a obchodníkov. Uvažujme plánované hospodárstvo, kde obchodník – pomocou svojho informačného monopolu – nepriamo (cez centrálny plánovací úrad, vládnych byrokratov a štátnu exekutívnu mašineriu) kontroluje celú spoločnosť. Toto je logika 'obrátenej pyramídy' riadenia, ktorá ide proti prirodzenej logike smerovania moci zhora (vláda) nadol (obchodníci). V takomto prostredí privatizácia iba posilní silu obchodníkov a oslabí silu politikov, ktorí stratili svoj politický monopol deklarovaný komunistickými ústavami. Privatizácia takto môže viesť k dosť perverzným okamžitým výsledkom.

níctvom dominovaným 'oligarchiou'. Táto nová oligarchia bude oponovať štruktúrnym reformám, takže úspech budúcich reforiem podstatne závisí od toho, ako bude vláda zaobchádzať s oligarchiou.

6. Princípy správy obchodných spoločností OECD

Princípy predstavené v apríli 1999 mali za cieľ pomôcť vládam „*ohodnotiť a zlepšiť právny, inštitucionálny a regulačný rámec pre správu obchodných spoločností v ich krajinách a poskytnúť smernice a podnety pre burzy, investorov, spoločnosti a iné strany, ktoré zohrávajú úlohu v procese rozvoja dobrej správy obchodných spoločností*“. (OECD, 1999b), (OECD, 1999a)

OECD považuje správu obchodných spoločností za kľúčový prvok v zlepšení hospodárskej efektívnosti; tá závisí od celkového hospodárskeho prostredia (ako sú makroekonomická politika a stupeň konkurencie na trhu výrobkov a práce), ako aj od právneho, regulačného a inštitucionálneho prostredia. Dobre skonštruovaný systém vlastníctva obchodných spoločností umožňuje podnikom prístup k financiam na medzinárodnom trhu investícií. Princípy pokrývajú päť oblastí:

1. *Práva akcionárov.* Všeobecne zahŕňajú vlastnícke práva a právo získať informácie, hlasovať a podieľať sa na zisku. OECD odporúča proxy hlasovanie, vrátane telefonického a elektronického hlasovania.
2. *Rovnaké zaobchádzanie s akcionármi, vrátane minoritných a zahraničných.* Je dôležité zvýšiť dôveru investorov v to, že nimi poskytnutý kapitál bude ochránený pred zneužitím alebo privlastnením. To obsahuje aj zákaz nelegálneho využívania informácií a nelegálneho sebazvýhodňovania insiderov. Akcionári musia mať možnosť iniciovať právne a administratívne konania proti manažérom a členom rád.
3. *Úloha podielnikov.* Práva podielnikov stanovené zákonom (vrátane pracovného, obchodného a kontraktačného zákona a zákona o insolventnosti) by mali byť chránené. Podielníci sú prizvaní spolupracovať pri vytváraní bohatstva, pracovných príležitostí a udržateľnosti finančne silných podnikov.
4. *Zverejňovanie informácií a transparentnosť.* Materiály týkajúce sa spoločnosti, jej finančnej situácie, výkonu, vlastníctva a riadenia by mali byť zverejnené efektívne. Nezávislý audítor by mal vykonávať každoročný audit. Nedostatočná alebo nejasná informácia môže prekážať fungovaniu trhov, môže zvýšiť náklady na kapitál a viesť k zlej alokácii zdrojov.
5. *Zodpovednosť správnej rady.* Členovia rady by mali konať na základe úplných informácií, v dobrom úmysle, s patričnou usilovnosťou a starostlivosťou a v najlepšom záujme podniku akcionárov. Mali by monitorovať manažment a niesť zodpovednosť pred podnikom a akcionármi. V niektorých krajinách je rada zo zákona povinná konať v záujme podniku, berúc do úvahy záujmy akcionárov, zamestnancov a verejného blaha.

Rámec vlastníctva obchodných spoločností je definovaný alebo silno ovplyvnený množstvom zákonov, inštitúcií a regulácií. Sú nimi podnikový zákon, dane, bankovníctvo a regulácia cenných papierov, regulácia penzijného a poisťného sektoru, regulácia burzy a zákon o bankrote. Preto by vlády mali zohrávať aktívnu úlohu vo formovaní takeého systému správy obchodných spoločností, ktorý by bol kompatibilný s medzinárodnými štandardmi.

OECD a Svetová banka sa v máji 1999 dohodli na spolupráci pri podpore zlepšovania správy obchodných spoločností v celosvetovom meradle. Prišli k názoru, že dobrá správa obchodných spoločností je dôležitá pre zlepšenie dlhodobej hospodárskej výkonnosti individuálnych krajín a pre posilnenie medzinárodného finančného systému; v tom sa poučili z krízy na nevyužitých trhoch. Plánovali založenie nového Globálneho fóra správy obchodných spoločností a regionálneho Fóra pre dialóg politik a Rozvojového fóra.³¹

Európska únia spoločné štandardy správy obchodných spoločností nevyvinula; potreba takýchto štandardov bola spoznaná (viac podnikateľmi ako politikmi) relatívne nedávno.³² Keďže právny a inštitucionálny rámec pre správu obchodných spoločností je široký, bude treba vynaložiť veľa úsilia na to, aby národné pravidlá konvergovali k európskym štandardom. Rozdiely medzi EÚ a jej obchodnými partnermi, ako aj vo vnútri Únie sú veľké. Správa Poradnej skupiny o konkurencii II (CAG)³³ poukázala na to, že priemerná veľkosť európskej burzy (trhová kapitalizácia 32 % HDP) bola menej než polovičná oproti trhom jej hlavných obchodných partnerov, USA (68 %) a Japonska (65 %); zistila aj veľké rozdiely medzi krajinami EÚ. CAG odporúčala, aby sa kvôli udržaniu konkurencieschopnosti európskeho hospodárstva jeho kapitálové trhy poučili zo skúseností akumulovaných londýnskou burzou.

V tretej časti Správy považuje CAG rozdiely vo správe obchodných spoločností a v právnom rámci za jednu z pretrvávajúcich prekážok finančnej integrácie³⁴ a vyzvala k potrebným zmenám. Napriek tomu, že diskusie o správe obchodných spoločností viedli k podstatnému preskúmaniu OECD a niektoré reformy sa uskutočnili na národnej úrovni, na európskej úrovni neboli dosiahnuté nijaké dohody. CAG odporučila, aby sa dosiahol európsky kód odporúčaných najlepších praktík v správe obchodných spoločností (pravdepodobne zhodný s kódom vypracovaným OECD); aby bola definovaná kniha základných pravidiel pre členské štáty o verejnom vlastníctve spoločností; aby boli obmedzené protekcionárske prekážky zahraničnému vlastníctvu ustanovené národnými vládami, najmä v priebehu privatizácie. Prijatie Štatútu európskeho podniku by tieto kroky umožnilo.³⁵

Najmä pre tranzitívne krajiny je dôležité rozoznať, že CAG v svojej správe venovala špeciálnu pozornosť úlohe štátneho vlastníctva, špeciálne v bankovníctve, spôsobe privatizovania, opozícii politikov a regulátorov voči akvizíciám zahraničnými investormi a ďalej uplatňovaniu štátneho zasahovania do rozhodovania verejne obchodovaných kótovaných podnikov. Zvláštne zaobchádzanie štátu s národnými 'strategickými podnikmi' by malo byť považované za výnimku zo všeobecného pravidla.

³¹ V origináli: Global Corporate Governance Forum, regional Policy Dialogue Forum, Development Forum.

³² Návrh štatútu Európskeho podniku z roku 1989 obsahuje aj niekoľko ustanovení o štandardoch správy obchodných spoločností. Zingales (1997) v úvode svojej práce poznamenal, že termín „corporate governance“ sa objavil v anglickom jazyku iba pred dvadsiatimi rokmi.

³³ Report 2 to the President of the Commission and the Heads of State and Government for the Cardiff European Council, Competitiveness Advisory Group II, 1998: *Capital Markets for Competitiveness*.

³⁴ Ďalšími tromi prekážkami boli: rozdiely v zdaňovaní; rozdiely v účtovníctve, výkazníctve a zverejňovaní údajov; rozdiely vo finančnej regulácii.

³⁵ COM (1991). Je to jedna z priorit identifikovaných Akčným plánom pre jednotný trh.

V novšom dokumente týkajúcom sa jednotného trhu pre finančné služby (COM, 1999) autori zdôraznili, že rozdiel v rámci správy obchodných spoločností znamená prekážku rozvoja finančného trhu EÚ, a takisto prejavili svoju skepsu ohľadne možného rýchleho prijatia štandardov správy obchodných spoločností: „Avšak, termín 'správa obchodných spoločností' zahŕňa široké oblasti, ktorých prepajenia sú v súčasnosti pre jednotný finančný trh nejasné. Navyše národné opatrenia sú výsledkom dlhodobo zažitých právnych a sociálno-hospodárskych tradícií.“ (s. 15).

7. Záver

Tranzitívne hospodárstva, najmä Československo, sa vrhli do privatizačného procesu na základe jednoduchého predpokladu, že dobre definovaný vlastník reštrukturalizuje podniky. Tomu zodpovedala aj politika odkladania prijatia niektorých zákonov; neexistencia zákona na ochranu minoritných vlastníkov mala umožniť koncentráciu vlastníctva, a tým aj zefektívnenie výkonu vlastníckych práv. Výsledok bol minimálne úbohý. Krajiny sa poučili, že bez reformy celého systému správy obchodných spoločností nie je realizácia prechodu plánovaných hospodárstiev na hospodárstva založené na trhovom princípe možná. Pritom sa nemôžu poučiť zo statického modelu akejkoľvek rozvinutej krajiny, pretože systémy riadenia prechádzajú výraznými zmenami. Vhodným príkladom sú princípy OECD a systém existujúci v Spojených štátoch, ktorý je asi najbližšie systému, ku ktorému konvergujú všetky štáty.

V tomto článku sme sa najprv venovali teoretickým otázkam vzniku problematiky správy obchodných spoločností: oddeleniu vlastníctva a kontroly. Pokiaľ právny rámec neumožňuje dobré definovanie vzťahu medzi investorom (vlastníkom, akcionárom) a manažérom, investor do takéhoto vzťahu nevstúpi a podnik (krajina) začne trpieť na nedostatok kapitálu. To je prípad krajín, ktoré sa spoliehali na manažérsku privatizáciu. Zjednodušene: manažéri uplatňujú prístup voči investorom „vaše peniaze, naša kontrola“ namiesto „vaše peniaze a vaša kontrola“, a preto sa viac spoliehajú na banky než kapitálový trh. V ďalšej časti sme uviedli hlavné zásady mechanizmov správy a princípy navrhnuté OECD.

LITERATÚRA

- AGHION, P. (1995): *Enterprise restructuring in the transition process*. Paper presented at Conference „Econometrics of transition, integration and development“, Warsaw, December 5, 1995.
- BLANCHARD, O. – DORNBUSCH, R. – KRUGMAN, P. – LAYARD, R. – SUMMERS, L. (1991): *Reform in Eastern Europe*. Cambridge, MIT Press, 1991.
- BRADA, J. C. (1996): *Corporate governance in transition economies: Lessons from recent developments in OECD member countries*. OECD, 1996.
- BROM, K. (1997): *Issues of post-privatisation corporate governance*. OECD, 1997.
- CLAESSENS, S. – DJANKOV, S. – POHL, G. (1997): *Determinants of performance of manufacturing firms in seven European transition economies*. The World Bank, 1997, mimeo.
- CLAESSENS, S. – DJANKOV, S. – FAN, J. – LANG, L. (1999): *Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia*. The World Bank, 1999, mimeo.
- COM (1991): Statue for a European company: Amended proposals 174/I and II final. *Official Journal C 176*, July 8, 1991.

- COM (1999): Financial services: implementing the framework for financial markets: action plan. 232, May 11, 1999.
- DAHYA, J. – POWELL, R. (1999): Top management changes following hostile and friendly take-overs. *Working Paper, Cardiff University*, 1999.
- DICKERSON, A. P. – GIBSON, H. D. – TSAKALOTOS, E. (1998): *Take-over risk and the market for corporate control: the experience of British firms in the 1970s and 1980s*. University of Kent at Canterbury, 1998, mimeo.
- DJANKOV, S. – HOEKMAN, B. (1998): *Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises*. The World Bank, 1998, mimeo.
- ESTRIN, S. (1996): Privatisation in Central and Eastern Europe. *CERT Discussion Paper*, 1996, no. 5.
- GIBSON, M. S. (1998): „Big bang“ deregulation and Japanese corporate governance: a survey of the issues. *International Finance Discussion Papers*, 1998, no. 624.
- HARE, P. G. (1997): Property relations and financial reforms in transition economies. *CERT Discussion Paper*, 1997, no. 11.
- HART, O. (1996): *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford, Clarendon Press, 1996.
- HART, O. – MOORE, J. (1998): Foundations of incomplete contracts. *Working paper*, no. 6726, *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*, 1998.
- HAVRYLYSHYN, O. – MCGETTIGAN, D. (1999): Privatization in transition countries: a sampling of the literature. *Working paper*, no. 99/6, *International Monetary Fund*, 1999.
- JORDAN, C. (1999): *Corporate governance in Asia and the Asian financial crisis: Evidence of the impact and current trends*. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3–5, 1999.
- KANDA, H. (1999): *Disclosure and corporate governance: a Japanese perspective*. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3–5, 1999.
- KANG, J. K. – STULZ, R. M. (1997): Is bank-centred corporate governance worth it? A cross-sectional analysis of the performance of Japanese firms during the asset-price deflation. *Working paper*, no. 6238, *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*, 1997.
- LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. – SHLEIFER, A. (1998): Corporate ownership around the world. *Working paper*, no. 6625, *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*, 1998.
- MAYER, C. (1999): *Corporate governance in the UK*. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3–5, 1999.
- MOCHRIE, R. – SCHAFFER, M. – BEVAN, A. (1998): *Bank and enterprise restructuring in transition economies*. Paper prepared for the UN Economic Commission for Europe seminar, Geneva, April 20, 1998.
- NAM, I. CH. – KANG, Y. – KIM, J. (1999). *Comparative corporate governance trends in Asia*. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3–5, 1999.
- NESTOR, S. – THOMPSON, J. (1999): *Corporate governance patterns in OECD Economies: is convergence under way?* Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3–5, 1999.
- OECD (1999a): *Annotations to the OECD Principles of corporate governance*. www.oecd.org/.../principles.htm.
- OECD (1999b): *OECD Principles of corporate governance*. www.oecd.org/.../principles.htm.
- O'SULLIVAN, M. (1998): The political economy of corporate governance in Germany. *Working paper*, no. 226, *INSEAD*, 1998.
- Rozhovor s Václavom Klausom, bývalým predsedom českej vlády. *Lidové noviny*, 11. december 1998.
- SACHS, J. (1996): Reforms in Eastern Europe and the former Soviet Union in light of the East Asian experiences. *Working paper*, no. 5404, *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*, 1996.
- SCHAFFER, M. (1997): Financial discipline in the enterprise sector in transition economies or, do firms in transition economies have soft budget constraints? *Discussion paper*, no. 97/20, *Centre for economic reform and transformation, Edinburgh*, 1997.
- SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W. (1997): A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. LII, no. 2, June 1997, pp. 737–783.
- ZINGALES, L. (1997): Corporate governance. *Working paper*, no. 6309, *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA*, 1997.

SUMMARY

JEL Classification: G3, P31

Keywords: corporate governance – transition

Corporate Governance in Transition Countries

Anton MARCINČIN – Research Centre for Slovak Foreign Policy Association, Prešov

The author examines theoretical issues of the relationship between investor (owner) and manager, and cites empirical literature that supports the importance of corporate governance to transition countries. In summary, owners need managers for specific human capital and managers need owners for funds – the corporate governance system enables owners to secure returns on investment; if the system is faulty, firms will lack capital. Ownership matters because owners hold residual rights to property. Transition economies have tried different yet unsuccessful privatization techniques. Their failures are due mainly to the corresponding neglected reform of legal and institutional frameworks. OECD principles should serve to guide transitional economies' reforms of corporate governance.