

Analýza zahraničních modelů korporativního řízení

Jana Frková, Eva Jankovichová, Pavel Rodionov

Modely diverzifikace výroby a sfér vložení kapitálu do cenných papírů v zemích s vyvinutou tržní ekonomikou mají ve většině případů stejné kořeny, ačkoliv systémy diverzifikace, zvláště spojeného druhu, staví na základě ekonomických a sociálních podmínek, které se upevňují v existujících představách veřejnosti o zodpovědnosti podniků a normách jejich činnosti. Charakteristickou črtou západních firem, pracujících v podmínkách vyvinuté tržní ekonomiky je široké použití nespojené diverzifikace, která přijímá formy mezinárodního charakteru. V posledních letech v souvislosti s rozšířením sfér globalizace ekonomiky, neustále vzrůstá počet integrovaných mezinárodních mnohoprofilových korporací, tzv. nadnárodních korporací (NK).

Dnes se uskutečňuje kontrola v diverzifikovaných (korporátních) společnostech podle následujících směrů činnosti, jako výrobní, finanční, technologická, vědeckotechnická, ekonomická atd. V NK převládá finanční kontrola. Specifické jsou vztahy v holdingových společnostech. Účelem jejich vytváření je vlastnictví kontrolního balíku cenných papírů jiných organizací a hlavně organizací, jejichž finální výrobky jsou průmyslové zboží.

Pozitivní stranou holdingů je využití výhod diverzifikace výroby, které umožňují efektivněji řešit problém obnovení kapitálu a zajištění tohoto procesu stálým tokem peněžních prostředků, řešit úkoly technologické reorganizace výroby, přitahovat zaostávající odvětví na úroveň pokrokových, používat vědecko-technický potenciál a racionálně přerozdělovat vysoce kvalitní odborníky. Při účasti stavebních firem v holdingových společnostech dostávají větší možnosti získávání zakázek stavebních prací. Holdingy jsou schopné úspěšněji řešit problém koncentrace investičních zdrojů, nejen díky mobilizaci vlastního kapitálu, ale též díky větších možnostem jejich půjčování. Právě koncentrace zdrojů v holdingových společnostech přispívala k prudkému ekonomickému vývoji v poválečných letech takových zemí jako Japonsko, Německo, Jižní Korea, Španělsko atd.

Ve Francii, Anglii, Itálii, Spojených Státech a částečně v SRN formování finančně-průmyslových skupin (FPS) probíhalo postupným (v průběhu 1-2 desetiletí) sloučením holdingů či koncernů (v závislosti na podmínkách ekonomiky konkrétní země) do větších struktur holdingového typu. V Japonsku, Německu, Jižní Koreji po druhé světové válce vytvoření FPS probíhalo v kratším čase na úkor vzájemné koupě balíků akcií zároveň se formujících velkých korporací (bank, průmyslových, pojišťovacích a obchodních koncernů a holdingů) v první etapě a pokračování tohoto procesu dále. Dle příznaků korporativního řízení se obvykle rozlišují následující modely (viz tabulka 1).

Hlavním problémem korporativního řízení je agentský problém, jak zajistit největší shodu činnosti manažerů se zájmem akcionářů, tj. maximalizace výnosů akcionářů na investovaný kapitál do korporace. Zvláštnosti anglo-amerického systému korporativního řízení jsou bezprostředně spojené se zvláštnostmi akčního majetku v zemích s angloamerickým modelem korporativního řízení s absencí velkých investorů (dominujícími nad ostatními). Akciový kapitál amerických a britských korporací je převážně rozptýlen, přičemž obrovské množství korporací nemá ve svých rejstřících ani jednoho individuálního či institucionálního akcionáře, jehož podíl by činil více než 1% z celkového kapitálu. V důsledku toho žádná ze skupin akcionářů si nemůže činit nárok na zvláštní zastoupení v radě ředitelů.

Další důležitou zvláštností je to, že většina akcií patřících neindividuálním investorům, je soustředěna v rukách institucionálních investorů důchodových, pojišťovacích a investičních fondů. Tito investoři se nesnaží o zastoupení v radě ředitelů a zpravidla se vyhýbají brát na sebe zodpovědnost pocházející z vlastnického práva, ve společnosti, ve kterých mají velké akciové balíky. Základem anglo-amerického modelu korporativního řízení je představa, že zájmy korporace jsou totožné se zájmy jejích akcionářů. Nicméně, právo akcionářů účastnit se rozhodování ve společnosti v USA, stejně jako ve Velké Británii, se zpravidla omezuje volbou ředitelů společnosti, kteří potom řídí společnost jménem majitelů-akcionářů. Akcionáři mají právo účastnit hlasování ohledně změn pravidel organizace, volit a odvolávat ředitele, a též schvalovat nebo zamítnout důležité změny, což může vést k zániku společnosti (v případě sloučení nebo prodeje).

Faktická práva akcionářů ovlivňovat rozhodování v rámci anglo-amerického modelu korporativního řízení se omezují v případě potřeby jenom najmenování ředitelů, kteří řídí společnost jménem vlastníků. Prodej akcií se uskutečňuje prostřednictvím realizace přes organizovaný fondový trh, který v anglo-americkém modelu hraje centrální roli.

Rozptyl akciového kapitálu zjednodušuje tok akcií od jedněch vlastníků k jiným: pro malého akcionáře se jednoduše rozhodnout o prodeji patřících jemu akcií než velkému, pro kterého prodej jeho balíku často znamená změnu strategických plánů a může mít za následek ztráty kvůli poklesu kurzovní hodnoty akcie (v důsledku významného jednorázové jejich nabídky na trhu).

Tab. 1: Modely korporativního řízení zahraničních společností

Anglo-americký model	Německý model	Japonský model
1. Oblast šíření		
USA, Velká Británie, Kanada, Nový Zéland, Austrálie	Německo, Rakousko, Itálie, Nizozemsko, skandinávské země, Belgie, Francie	Japonsko
2. Klíčové zvláštnost		
<ul style="list-style-type: none"> - Široké zastoupení individuálních a nezávislých akcionářů - Důležitou roli hraje trh fiktivního kapitálu - Rozdělení investiční a komerčních bank 	<ul style="list-style-type: none"> - Klíčová role bank v zastoupení a kontrola na úrovni všech komponentů korporativních řízení 	<ul style="list-style-type: none"> - Důraz na bankovní a mezikorporativní kontrolu a zastoupení
3. Účastníci realizace modelu		
<ul style="list-style-type: none"> - Akcionáři - Manažeři - Rada ředitelů <p>Vyšší stupeň rozdělení kontroly a vlastnictví</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Banka - Správní rada - Dozorčí rada 	<ul style="list-style-type: none"> - Banka - Afilované korporativní akcioví členové «keiretsu» - Správní rada - Vláda

4. Struktura vlastnictví akcemi		
Převládání individuálních a institucionálních investorů - penzijní a vzájemných (vkladových) fondů	- Převládání bank a korporací - Finanční instituce kontrolují více než 60% akcií korporací - Institucionální agenti a individuální investoři nehrají důležitou roli	- Absolutní převládání afilovaných bank a korporací - Finanční instituce kontrolují více než 70% akcií korporace
5. Monitoring činnosti		
Převážně tržní	Převážně bankovní, na trvalém základě	Absolutně převládající bankovní a mezi korporativní, obvykle protikrizový
6. Financování		
Distanční-přes trh cenných papírů. Převládání vnitřních zdrojů financování	Orientované na řízení na základě kontroly investičního rozhodování. Mezi zdroje financování jsou nejčastější půjčky od bank.	

Zdroj: Zpracováno podle V. Volodina

Trh cenných papírů se vyznačuje vysokou efektivitou a likviditou, což umožňuje rychlý a technicky snadno uskutečnitelný prodej balíků drobnými investory. Sloučení, pohlcení, vykoupení firem jsou běžnou praxí na fondovém trhu, což je dělá efektivním a snadno uskutečňujícím nástrojem kontroly činnosti manažerů ze strany akcionářů.

Fondový trh v anglo-americkém modelu je trhem korporativní kontroly a fakticky také trhem manažerů. Alternativní skupiny konkurují mezi sebou za právo řídit korporativní zdroje. V anglo-americkém modelu korporativního řízení je role státu omezena pouze vytvořením «pravidel hry» a přímý zásah vlády se neděje. To odlišuje zemi anglo-amerického modelu od států s německým či japonským modelem korporativního řízení, ve kterých stát hraje velkou roli.

Na rozdíl od států s anglo-americkým modelem korporativního řízení, velká část akciového kapitálu Německa se nachází ve vlastnictví jiných společností: systém vzájemné účasti firem ve vlastnictví akcií zahrnuje více než polovinu celkového kapitálu v Německu. Ačkoliv individuální investoři jsou druhou největší skupinou akcionářů v Německu (v jejich rukou se nachází přibližně 16% akcií německých společností), jejich akcie jsou většinou na doručitele, kterými jménem svých vlastníků řídí banky. V těchto bankách je soustředěné významné množství akcií individuálních akcionářů[7]. Účast bank v řízení společností je příznačné „německému systému“. Zpravidla německé firmy nemají námitky proti významnému zastoupení bank v jejich systému řízení. Nicméně, někteří odborníci tvrdí, že banky se snaží formovat v akciovém sektoru ekonomiky systém, který je orientován spíše na banky, než na trh. Banky často nabízejí společnostem investiční programy, ve kterých koncepce bezpečnosti investování převládá nad koncepcí ziskovosti. Jinými slovy, banka může zabránit realizaci ziskových, ale riskantních projektů.

Fondový trh v zemích s „německým“ modelem tradičně hraje mnohem menší roli než v USA nebo ve Velké Británii. Dle ukazatele likvidity je německý fondový trh mnohem nižší

než americký a anglický. Nákup a prodej akcií pro drobné investory je spojen s (relativně) vysokými náklady, a proto je mnohem méně příležitostí pro diverzifikaci jejich investic. Nehledě na určitý růst hodnoty financování prostřednictvím emise akcií, akciový kapitál není hlavním zdrojem finančních prostředků pro německé společnosti, které se tradičně uchylují ke službám bank, jako hlavnímu zdroji externího financování. Výsledkem je, že němečtí akcionáři jeví poměrně malý zájem o aktivity fondového trhu a mají mnohem méně možností ve srovnání s jejich americkými kolegy: vyjádřit svou nespokojenost s managementem společnosti, formou masového prodeje svých akcií. V Německu prakticky neexistuje žádný trh "korporativní kontroly" - nepřátelských sloučení a pohlcování, provádějících navzdory vůli managementu, pohlčující společnosti cestou skupování jejich akcií na volném trhu, jelikož vnější investor nemá plný přístup k informacím a nemůže správně zhodnotit, jaká je skutečná hodnota společnosti a o kolik se běžná cena odchyluje od této skutečné ceny.

Pro německý model korporativního řízení, charakteristický pro Spojené státy a Velkou Británii, princip suverenity akcionářů není absolutní. Zákon a existující kulturně-historické tradice v Německu vychází z jiného předpokladu: korporace nese zodpovědnost před různými vzájemně působícími skupinami zájmů (sem se zahrnují pracovníci, věřitelé atd.), kterým by mělo být zajištěno právo hlasu v řízení.

Všechny výše uvedené skupiny se slučují pojmem "účastníci korporaci". Akcionáři jsou důležitou, ale pouze jednou ze skupin účastníků. V německých společnostech zájmy individuálních akcionářů často prohrávají se zájmy ostatních „spoluúčastníků“ společnosti a její korporativními partnery, věřiteli, zaměstnanci, dodavateli, zákazníci, atd. Hlavní starostí mnohoúrovňového systému zastoupení zájmů v německých společnostech spočívá v udržování stálé konkurenceschopnosti společnosti a zajištění „zdraví“ firmy v dlouhodobé perspektivě. Úkolem manažerů společnosti v rámci německého modelu je harmonizace zájmů různých účastníků. Japonský model korporativního řízení je blízký k německému modelu, s jeho důrazem na harmonizaci zájmů různých účastníků, a neslužbě jenom jedné skupině akcionářů společnosti, což nepřispívá k formování mechanismu korporativní kontroly, přísně svázaného s vlastnictvím akcií.

Podobné jako v Německu jsou institucionální charakteristiky japonského fondového trhu (kterému je též příznačná nelikvidnost). Kvůli tomu není fondový trh v Japonsku schopen hrát roli hlavního mechanismu korporativního řízení. Informační netransparentnost japonských společností a malá likvidita fondového trhu vylučují praxi "nepřátelských" pohlčení. Japonský model korporativního řízení se zakládá na principu účasti společnosti v uzavřené korporativní skupině (keiretsu), mezi jejímiž členy navzájem je vykonávaná kolektivní kontrola nad činností. Při této kontrole se část povinností a pravomocí delegují bance, která tvoří centrum této skupiny. Banka je nejen akcionářem, ale také největším věřitelem. Kromě toho, banka vykonává všechny funkce zabezpečující finanční činnost společnosti.

Závěr

Podobnost japonských a německých modelů umožňuje jejich sloučení do jednotného německo-japonského modelu. Proto můžeme konstatovat, že v současné době se ve velkých společnostech provozují dvě principiální schémata korporativní kontroly: vyhovující anglo-americkému nebo německo-japonskému modelu korporativního řízení.

Literatura:

[1] Young Baek, H. (2004): *Corporate diversification and performance: evidence on production efficiency*. Journal of Multinational Financial Management. Fort Lauderdale, 2004, 135–152s.

- [2] Mudambi, R. - Mudambi, S.M. (2001): *Diversification and market entry choices in the context of foreign direct investment*. International Business Review.2001, 35-55s.
- [3] Nachum, L. (1999): *Diversification strategies of developing country firms*. Journal of International Management. 1999, 115–140s.
- [4] Omanovic, V. (2009): *Diversity and its management as a dialectical process: Encountering Sweden and the U.S.* Scandinavian Journal of Management, 2009, 352—362.
- [5] Berkel, R. (2010): *Evolution and diversification of National Cleaner Production Centres (NCPCs)*. Journal of Environmental Management. 2010, 1556-1565s.
- [6] Tatuev, A. – Ashotova, E. (2008): *Diversifikacia proizvodstva v processe modernizacii regionalnoj ekonomiki (na primere regionov severo-kavkazskogo federalnogo okruga)*. Regionalnaya ekonomika:Teoriya i praktika. Moskva: Finansy i kredit, 2008, 9s.
- [7] Kabanov, K. (2007): *Ocenka effektivnosti edinogo informacionnogo prostranstva predpriyatiya s točki zreniya sbalansirovannoj sistemy pokazatelej*. Ekonomika i upravlenie. Moskva, 2007,157s.
- [8] Volodin, V. (2007): *Analiz zarubeznogo opyta diversifikacii stroitelnoj deyatelnosti*. Ekonomicheskie nauki. Moskva, 2007, roč. 8(33), s. 38-39.