

Správa a řízení společností ve světě

Většina firemních financí (a většina této knihy) předpokládá speciální finanční uspořádání – veřejné společnosti, s jejichž akciemi se aktivně obchoduje, a relativně snadný přístup na finanční trhy. Jsou však i jiné způsoby, jak organizovat a financovat podnikání. Schémata vlastnictví, řízení a financování se ve světě velmi liší. V této kapitole se budeme věnovat některým rozdílům.

Společnosti získávají hotovost na finančních trzích a také od finančních institucí. Trhy jsou významnější v USA, Spojeném království a jiných „anglosaských“ ekonomikách. Finanční instituce, zvláště banky, mají relativně větší důležitost v mnoha jiných zemích, včetně Japonska a Německa. V systémech založených na bankách je méně obvyklé, aby individuální investoři drželi přímo firemní dluhopisy a akcie. Ti investují prostřednictvím bank, pojišťoven a jiných finančních prostředníků.

Tato kapitola začíná přehledem finančních trhů, finančních institucí a zdrojů financování. Srovnáme Evropu, Japonsko a zbytek Asie se Spojenými státy a Spojeným královstvím. V části 33.2 se budeme blíže zabývat vlastnictvím, řízením a ovládním. Zde začneme Spojenými státy a Spojeným královstvím a pak se podíváme na Japonsko, Německo a zbytek světa. V části 33.3 si položíme otázku, zda na těchto rozdílech záleží. Přispívají například dobře fungující finanční trhy a instituce k hospodářskému rozvoji a růstu? Jaké jsou výhody a nevýhody systému založených na trzích a na bankách?

Než se vydáme na cestu kolem světa, připomeňte si, že na ní budou platit principy finančního řízení. Jeho koncepty a základní nástroje se nemění. Například všechny společnosti ve všech zemích musejí sledovat alternativní náklad kapitálu, i když v místech, kde jsou akciové trhy malé nebo se chovají nepředvídatelně, je ještě těžší jej měřit. Diskontování cash flow je všeobecně platný postup a reálné obce najdete všude. A i v systémech založených na bankách se firmy podílejí na světových finančních trzích – například obchodováním s cizími měnami nebo zajišťováním rizik na termínových trzích.

33.1 Finanční trhy a instituce

V této knize jsme většinou předpokládali, že větší část dluhového financování pochází z veřejných trhů s obligacemi. V principu se nic nemění, když si firma místo toho půjčuje od banky. V některých zemích jsou ale trhy s obligacemi zakrnělé a bankovní financování je mnohem důležitější. Na obr. 33.1 jsou celkové objemy bankovních půjček, soukromých (nevlád-

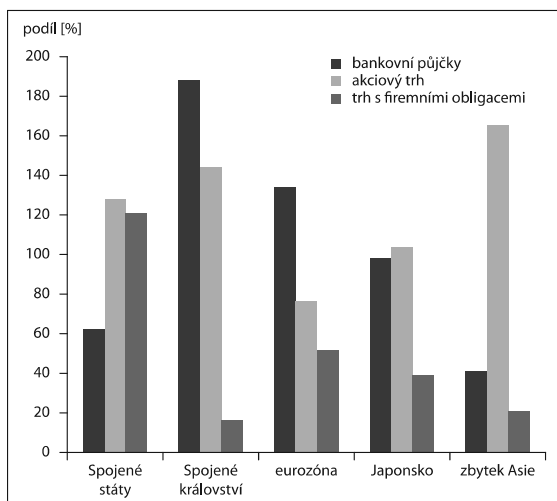
ních) obligací a akciových trhů v různých částech světa v roce 2007. Pro lepší porovnání jsou tyto hodnoty uvedeny jako násobky hrubého domácího produktu (GDP).¹

Financování společností v USA se liší od většiny ostatních zemí. Spojené státy mají nejen velký objem bankovních půjček, ale také velký akciový trh a velký trh s firemními obligacemi. Říká se proto, že finanční systém USA je založen na trhu. Objem akciového trhu je také vysoký ve Spojeném království a v Asii,² ale bankovní půjčky jsou v těchto zemích mnohem důležitější než trh s dluhopisy. V Evropě³ a Japonsku opět bankovní financování převládá nad dluhopisy, ale akciové trhy jsou relativně malé. Finanční systémy většiny zemí v Evropě, včetně Německa, Francie, Itálie a Španělska, jsou založeny na bankách. Stejně je tomu i v Japonsku.

Podívejme se nyní na tyto oblasti z jiné perspektivy. Na obr. 33.2 jsou uvedeny finanční investice domácností, opět v poměru k hrubému domácímu produktu.⁴ („Domácnosti“ znamená individuální investoři.) Portfolia domácností se dělí do čtyř kategorií: bankovní vklady, pojistky, investiční a penzijní fondy a „jiné“. Všimněte si na obr. 33.2 rozdílů v objemech finančních aktiv. Když sečteme údaje pro jednotlivé země a regiony, zjistíme, že finanční aktiva činí 275 % GDP v USA, 288 % ve Spojeném království, 286 % v Japonsku a 185 % v Evropě. To neznamená, že evropští investoři jsou chudí, pouze mají méně majetku ve formě finančních aktiv. Na obr. 33.2 nejsou uvedeny jiné důležité investiční kategorie, jako nemovitosti a soukromé podniky. Není zde ani hodnota státních penzí.

Ve Spojených státech tvoří velkou část portfolií domácností akcie. Individuální investoři proto mohou hrát potenciálně velkou roli při řízení a správě společností. Přímé vlastnictví akcií je menší v Británii, ještě menší v Evropě a nejmenší v Japonsku. Japonské domácnosti by nemohly hrát významnou přímou roli v řízení a správě společností, i kdyby chtěly. Nemohou hlasovat za akcie, které nevlastní.

Ve Spojených státech tvoří velkou část portfolií domácností akcie. Individuální investoři proto mohou hrát potenciálně velkou roli při řízení a správě společností. Přímé vlastnictví akcií je menší v Británii, ještě menší v Evropě a nejmenší v Japonsku. Japonské domácnosti by nemohly hrát významnou přímou roli v řízení a správě společností, i kdyby chtěly. Nemohou hlasovat za akcie, které nevlastní.



Obr. 33.1: Zdroje financování v roce 2007 jako násobky hrubého domácího produktu (Zdroje: Bloomberg, IMF, World Federation of Exchanges a BIS. Za tento graf vděčíme Michaelovi Chui.)

¹ Více dat a detailnější rozbor materiálu této části naleznete v práci F. Allen, M. Chui a A. Maddaloni, „Financial Structure and Corporate Governance in Europe, the USA, and Asia,“ v *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, ed. X. Freixas, P. Hartmann, and C. Mayer (Oxford: Oxford University Press, 2008), s. 31–67.

² Pod pojmem Asie zde rozumíme Hong Kong, Indonésii, Koreu, Malajsii, Filipíny, Singapur, Tchaj-wan a Thajsko.

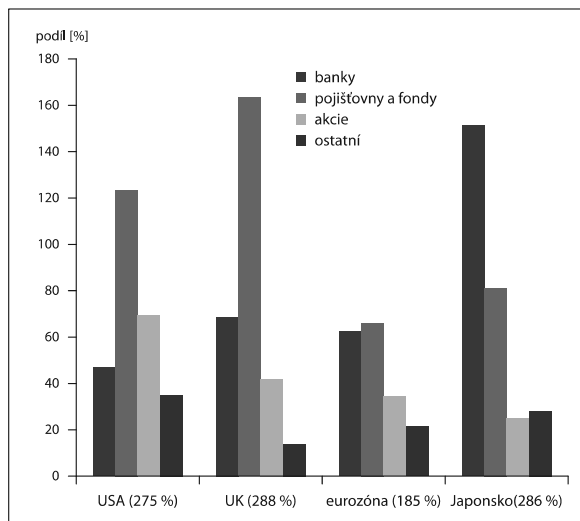
³ Evropa zde zahrnuje: Rakousko, Belgie, Finsko, Francii, Německo, Řecko, Itálii, Nizozemsko, Portugalsko, Slovensko a Španělsko.

⁴ Data za Asii nejsou k dispozici pro tento graf a následující grafy, které uvádějí skladbu portfolia.

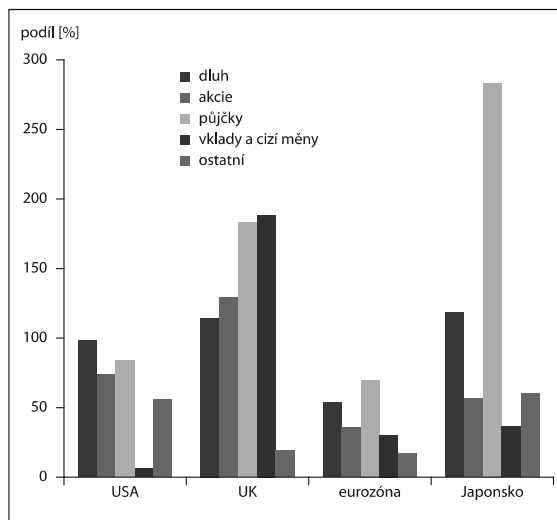
Když jsou přímé investice nízké, jsou úměrně tomu vyšší investice domácností do bankovních vkladů, pojištěk a investičních a penzijních fondů. Ve Spojeném království převládá kategorie pojištěk a fondů, na druhém místě jsou bankovní vklady. V Evropě jsou kategorie vkladů, pojištěk a fondů vyrovnané. V Japonsku vítězí na celé čáře bankovní vklady, na druhém místě jsou pojišťovny a fondy a na posledním akcie.

Z obr. 33.2 také vidíme, že na mnoha místech světa je poměrně málo individuálních akcionářů. Většina jednotlivců neinvestuje přímo do akcií, nýbrž nepřímo, prostřednictvím pojišťoven, investičních fondů, bank a finančních prostředníků. Konečnými vlastníky jsou pochopitelně i zde individuální investoři. Neznáme žádné Marťany ani jiné mimozemské investory.⁵

Nyní se podíváme na finanční instituce. Graf na obr. 33.3 znázorňuje finanční aktiva v držení finančních institucí, včetně bank, investičních fondů, pojišťoven, penzijních fondů a jiných prostředníků. Tyto investice jsou v poměru k GDP v porovnání s jinými zeměmi v USA menší (jak se dá v americkém, na trhu založeném systému očekávat). Finanční instituce ve Spojeném království, Evropě a Japonsku investovaly velké sumy do půjček a depozit v cizí měně. Vlastnictví akcií je nejvyšší ve Spojeném království. Vlastní je zejména pojišťovny a penzijní fondy.



Obr. 33.2: Obr. 33.2 Finanční portfolia domácností v letech 1995–2007 v poměru k GDP (Zdroje: Bank of Japan, EUROSTAT, Federal Reserve Board a U.K. Office for National Statistics. Za tento graf vděčíme Michaelovi Chui.)



Obr. 33.3: Rozdělení portfolia finančních společností v letech 1995–2007 v poměru k GDP (Zdroje: Bank of Japan, EUROSTAT, Federal Reserve Board a U.K. Office for National Statistics. Za tento graf vděčíme Michaelovi Chui.)

⁵ Mohou však existovat vlastníci, kteří na této planetě ještě nejsou. Například nadace vzdělávacích, charitativních a náboženských organizací částečně spravují majetek příštích generací.

Tím jsme pokryli domácnosti a finanční instituce. Je ještě nějaký jiný zdroj firemního financování? Ano, finance mohou pocházet od jiných společností. Podívejte se na obr. 33.4, který znázorňuje finanční aktiva vlastněná nefinančními společnostmi. Snad nejnápadnější je velký objem akcií, který vlastní firmy v Evropě. Toto číslo je velké i v Japonsku a Spojeném království. Ve Spojených státech je tento podíl poměrně malý. Jak uvidíme, toto vlastnictví akcií jinými nefinančními společnostmi má významné důsledky pro vlastnictví a řízení a správu společností.

Dalším zajímavým aspektem obr. 33.4 je velký objem vzájemných půjček mezi společnostmi a obchodního úvěru (převážně obchodního úvěru) v Japonsku.

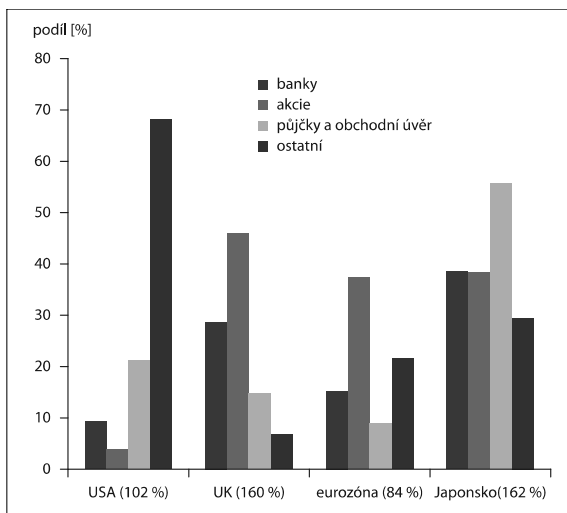
Mnoho japonských firem do značné míry spoléhá na financování obchodním úvěrem, to jest závazky vůči jiným firmám. Tyto firmy pochopitelně vidí rub obchodního úvěru: poskytují finance formou pohledávek.

Z obr. 33.1 až 33.4 je vidět, že nelze udělat jednoduše čáru mezi anglosaskými systémy založenými na trhu a systémy založenými na bankách. Při porovnávání finančních systémů se musíme dívat do větší hloubky. Domácnosti ve Spojených státech například vlastní přímo více akcií než domácnosti ve Spojeném království a portfolia domácností, nefinančních společností a finančních institucí se také významně liší. Navíc jsme zaznamenali velký podíl vzájemného vlastnictví akcií u evropských společností. Konečně japonské domácnosti ukládají do bank významně větší podíl svých úspor a japonské společnosti používají obchodní úvěr ve větší míře než jiné vyspělé ekonomiky.

Ochrana investorů a vývoj finančních trhů

Čím lze vysvětlit důležitost finančních trhů v některých zemích, zatímco jiné země se méně spoléhají na trhy a více na banky a jiné finanční instituce? Jedním důvodem je ochrana investorů. Trhy akcií a obligací prosperují tam, kde jsou investoři na těchto trzích dobře chráněni.

Práva investorů jsou v některých částech světa mnohem lépe chráněna než jinde. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer a Vishny vyvinuli kvantitativní měřítko ochrany investorů založené na právech akcionářů a věřitelů a na kvalitě soudního vynucování těchto práv. Země s nízkou hodnotou tohoto ukazatele mají obvykle v poměru k GDP malé akciové trhy a počet kótova-



Obr. 33.4: Portfolio nefinančních společností v letech 1995–2007 v poměru k GDP (Zdroje: Bank of Japan, EUROSTAT, Federal Reserve Board a U.K. Office for National Statistics. Za tento graf vděčíme Michaelovi Chui.)

ných firem a počátečních veřejných nabídek je v poměru k velikosti obyvatelstva malý. Nízké hodnoty také znamenají menší dluhové financování soukromých firem.⁶

Je snadné pochopit, proč špatná ochrana investorů omezuje růst akciových trhů. Obtížnější je zjistit, proč je ochrana v některých zemích dobrá a v jiných špatná. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer a Vishny poukazují na zdroje právních systémů. Rozlišují právní systémy odvozené od tradičního zvykového práva, které vzniklo v Anglii, od systémů občanského práva, které se vyvinulo ve Francii, Německu a Skandinávii. Anglický, německý a francouzský systém se rozšířil po zemi v důsledku kolonizace, imperialismu a napodobování. Jak akcionáři, tak věřitelé jsou lépe chráněni v zemích, které přejala zvykové právo.

Rajan a Zingales⁷ však poukazují na to, že Francie, Belgie a Německo, země občanského práva, měly na počátku dvacátého století dobře vyvinuté finanční trhy. V poměru k hrubému domácímu produktu byly tyto trhy stejně velké jako ve Spojeném království a větší než v USA. Pořád se obrátilo ve druhé polovině 20. století, po 2. světové válce, přestože se nyní finanční trhy v Evropě rozvíjejí a hrají stále větší roli. Rajan a Singales se domnívají, že tyto změny lze přisoudit politickým trendům a změnám vládní politiky. Připomínají například tažení proti finančním trhům po krachu akciových trhů v roce 1929 a růstu vládní regulace a vlastnictví během deprese v 30. letech a po 2. světové válce.

33.2 Vlastnictví, řízení a správa

Kdo vlastní společnost? Ve Spojených státech a ve Spojeném království jednoduše řekneme „akcionáři“. Obvykle existuje pouze jedna třída kmenových akcií a na každou akcii připadá jeden hlas. Někteří akcionáři mají větší vliv než jiní, ale jen díky tomu, že vlastní více akcií. V jiných zemích není vlastnictví tak jednoduché, jak uvidíme později v této části.

Co je finančním cílem společnosti? Normálně říkáme „maximalizovat hodnotu pro akcionáře“. Podle amerického a britského práva mají manažeři vůči akcionářům povinnosti dobrého hospodáře (*fiduciary duty*). Jinými slovy, právo vyžaduje, aby jednali v zájmu akcionářů. Uvažte klasický příklad, který poskytl starý případ týkající se Ford Motor Company. Henry Ford oznámil zvláštní dividendu, ale pak si to rozmyslel a oznámil, že peníze vyčleněné na dividendu budou použity na benefity zaměstnanců. Jeden akcionář firmu zažaloval na základě tvrzení, že společnosti existují, aby poskytovaly prospěch akcionářům, a že vedení nemá právo zlepšovat úděl zaměstnanců na úkor akcionářů. Ford spor prohrál.⁸

Princip, že společnost má být řízena v zájmu akcionářů, je součástí právních systémů Spojených států a Spojeného království. Předpokládá se, že správní rada bude zastupovat zájmy akcionářů. Zákony a zvyky v jiných zemích jsou však odlišné. Na některé z těchto rozdílů se nyní podíváme. Začneme Japonskem.

⁶ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer a R. Vishny, „Legal Determinants of External Finance,“ *Journal of Finance* 52 (červenec 1997) s. 1131–1150 a „Law and Finance,“ *Journal of Political Economy* 106 (prosinec 1998), s. 1113–1155.

⁷ R. Rajan a L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists* (New York: Crown Business, 2003).

⁸ Později se ukázalo, že Henry Ford odvolal dividendu, aby mohl koupit akcie za sníženou cenu!

Vlastnictví a řízení v Japonsku

Nejnápadnějším rysem japonských firemních financí je tradičně **keiretsu**. Keiretsu je síť společností obvykle organizovaná velkou bankou. O Japonsku se říká, že má systém *hlavní banky*, s dlouhodobým vztahem mezi bankou a firmami. Součástí systému jsou i dlouhodobé vztahy mezi společnostmi ve skupině keiretsu. Výrobní společnost může například kupovat většinu surovin od dodavatele ze skupiny a prodávat většinu hotového zboží jiným společnostem skupiny.

Banka a jiné finanční instituce, které tvoří centrum keiretsu, vlastní akcie ve většině společností skupiny (i když komerční banky v Japonsku smějí vlastnit maximálně 5 % jedné společnosti). Tyto společnosti pak mohou naopak vlastnit akcie banky nebo jiných společností skupiny. Například v březnu 2009 Sumitomo Corporation vlastnila asi 10 % firmy Sumitomo Metal Industries, která zase vlastnila asi 2 % Sumitomo Corporation. Díky tomuto křížovému vlastnictví je ostatním investorům k dispozici mnohem méně akcií, než jich je celkem v oběhu.

Keiretsu je propojeno i jinými způsoby. Většina dluhového financování pochází od hlavní banky keiretsu nebo od spřízněných finančních institucí. Manažeři mohou být členy správních rad jiných společností a generální ředitelé nejdůležitějších firem skupiny se pravidelně scházejí.

Na keiretsu se můžete dívat jako na systém řízení a správy firem, ve kterém je moc rozdělena mezi hlavní banku, největší společnosti skupiny a skupinu jako takovou. Toto uspořádání má určité finanční výhody. Za prvé, firmy mají přístup k dodatečnému „internímu“ financování – tj. internímu uvnitř skupiny. Společnost, jejíž kapitálové požadavky převyšují její provozní cash flow, se tak může obrátit na hlavní banku nebo jiné společnosti keiretsu. Tím se lze vyhnout možným špatným signálům vysílaným veřejným prodejem cenných papírů. Za druhé, když se firma v keiretsu dostane do potíží a nemá dostatek hotovosti na placení závazků nebo nutných kapitálových investic, lze obvykle dohodnout záchranný plán. Odjinud ze skupiny lze dosadit nové vedení a získat financování, opět „interně“.

Hoshi, Kashyap a Scharfstein sledovali programy kapitálových investic velkého vzorku japonských společností – mnohé, byť ne všechny, byly členy keiretsu. Investice společností patřících do keiretsu byly stabilnější a odolnější fluktuacím provozního cash flow nebo obdobím finanční nouze.⁹ Zdá se, že finanční podpora keiretsu firmám umožnila dlouhodobě investovat bez ohledu na dočasné problémy.

Firemní právo v Japonsku se podobá americkému, ale jsou i některé důležité rozdíly. V Japonsku je například pro akcionáře snazší nominovat a zvolit členy správní rady. Odměny manažerů musí schvalovat valná hromada akcionářů.¹⁰ Běžní akcionáři však nemají mnoho vlivu. Japonské správní rady mají tradičně 40 až 50 členů, ale jen hrstka je potenciálně nezávislá na vedení.¹¹ Nominace do rady v podstatě kontroluje generální ředitel. Dokud je japonská společnost finančně zdravá, kontroluje ji generální ředitel a vrcholové vedení. Externí akcionáři mají velmi malý vliv.

⁹ T. Hoshi, A. Kashyap a D. Scharfstein, „Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,“ *Quarterly Journal of Economics* 106 (únor 1991), s. 33–60, a „The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan,“ *Journal of Financial Economics* 27 (září 1990), s. 67–88.

¹⁰ Tyto požadavky vedly k unikátnímu rysu japonského firemního prostředí, *sokaiya*, což jsou vyděrači, kteří vyžadují peníze výměnou za nenarušování valných hromad.

¹¹ V posledních letech některé společnosti, jako Sony, přešly na americký styl správních rad s méně členy, kteří jsou nezávislejší.

Vzhledem k tomuto ovládání a křížovému vlastnictví není překvapením, že nepřátelská převzetí jsou v Japonsku mimořádně vzácná. Japonské společnosti jsou také šetrné ohledně dividend, což pravděpodobně odráží malý vliv akcionářů. Na druhé straně, japonští ředitelé své moci nevyužívají k velkému osobnímu obohacení. Ve srovnání s řediteli z jiných rozvinutých zemí nejsou dobře placeni. (Průměrnou úroveň platů vrcholového vedení v Japonsku a jiných zemích najdete na obr. 12.1.)

Křížové vlastnictví dosáhlo vrcholu kolem roku 1990, kdy asi 50 % japonských akcií vlastnily jiné japonské společnosti a finanční instituce. V polovině 90. let se v Japonsku začala projevovat bankovní krize. To vedlo k prodeji akcií bank firmami, které je považovaly za špatnou investici. Banky a firmy ve finančních potížích, včetně Nissanu, prodávaly akcie jiných firem, aby získaly hotovost. Do roku 2004 se křížové vlastnictví snížilo na 20 %. V několika dalších letech však křížové vlastnictví opět narůstalo, jak se ocelárny a společnosti v některých jiných odvětvích začaly obávat nepřátelského převzetí, což byla i původní motivace vzniku křížového vlastnictví v 50. a 60. letech.¹²

Vlastnictví a řízení v Německu

V Německu hrály tradičně významnou roli v řízení a správě firem banky. To zahrnovalo poskytování půjček, vlastnictví velkého množství akcií a hlasování v zastoupení svých zákazníků, jejichž akcie měly ve správě. Během času se tato role významně změnila. Dobrým příkladem je vztah mezi největší německou bankou, Deutsche Bank, a jednou z největších německých společností, Daimler AG.

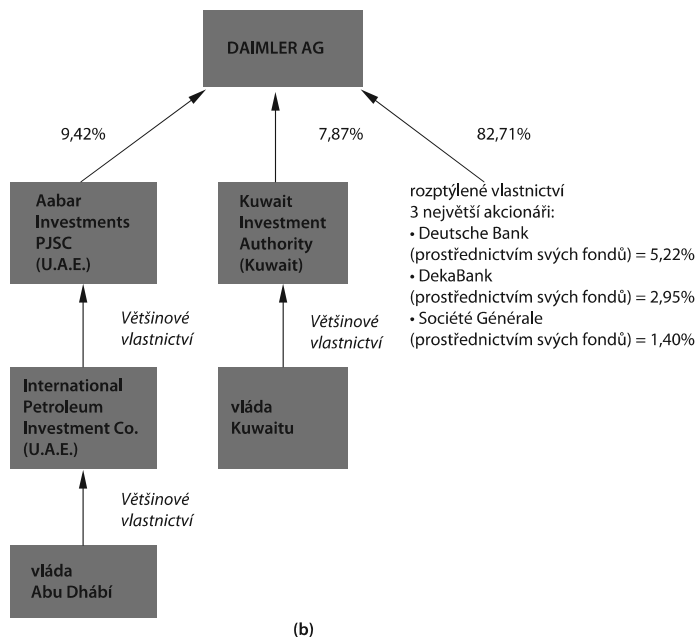
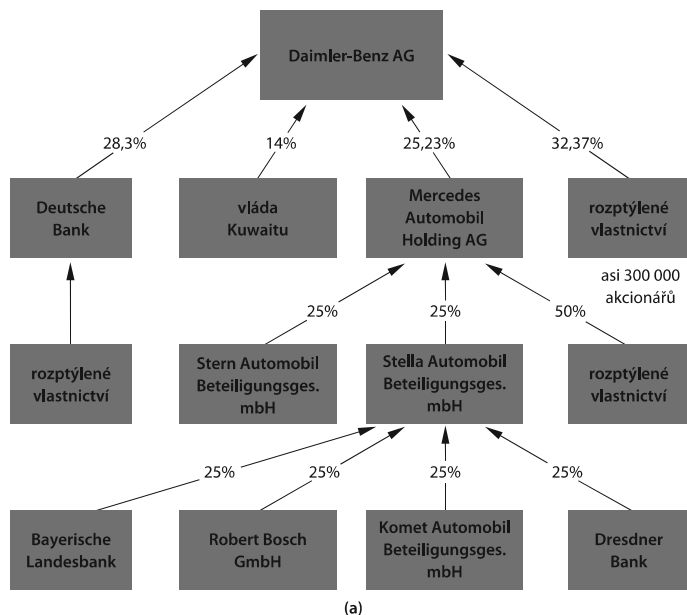
Na panelu *a* obr. 33.5 je vlastnická struktura Daimleru (tehdy Daimler-Benz) v roce 1990. Největšími vlastníky byla Deutsche Bank s 28 %, Mercedes Automobil Holding s 25 % a vláda Kuvajtu se 14 %. Zbýlých 32 % akcií bylo v držení asi 300 tisíc individuálních a institucionálních investorů. To byla ale jen vrchní vrstva vlastnictví. Polovinu akcií holdingu Mercedes Automobil vlastnily holdingové společnosti „Stella“ a „Stern“. Zbytek akcií byl v rozptýleném vlastnictví. Akcie Stelly vlastnily dvě banky, firma Robert Bosch a další holdingová společnost „Komet“. Stern vlastnilo pět společností, ale na to již nemáme místo.¹³

Panel *b* zachycuje vlastnickou strukturu v roce 2009. je zcela jiná. Deutsche Bank už nemá žádný přímý podíl, drží pouze 5 % prostřednictvím svých investičních fondů. Kuvajtská vláda stále vlastní důležitý podíl asi 8 %, což je ale podstatně méně než 14 % v roce 1990. Jediným dalším velkým investorem je společnost Aabar Investments, která vlastní 9 %. Majoritním vlastníkem Aabaru je International Petroleum Investment Company, kterou z většiny vlastní vláda Abu Dhábí. V příkrém rozporu s rokem 1990, kdy bylo v rozptýleném vlastnictví jen 32 % akcií, činil v roce 2009 tento podíl 82 %. Vlastnická struktura se změnila směrem k americkému modelu, kdy mnoho velkých společností je výhradně v rozptýleném vlastnictví.

Důležitým popudem ke změně vlastnické struktury byla změna daňového zákona v roce 2002. Ta vyloučila ze zdanění firem kapitálové zisky z akcií vlastněných déle než jeden rok. Předtím byla daňová sazba 52 %, což činilo prodej akcií velmi nákladným.

¹² Viz H. Miyajima a F. Kuroki, „The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects and Implications,“ in *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, ed. M. Aoki, G. Jackson a H. Miyajima (Oxford and New York: Oxford University Press, 2007), s. 79–124. Viz také „Criss-Crossed Capitalism,“ tištěné vydání *The Economist* z 6. listopadu 2008.

¹³ Pětivrstvá vlastnická struktura Daimleru je uvedena v práci S. Prowse, „Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany,“ *Financial Markets, Institutions, and Instruments* 4 (únor 1995), tab. 16.



Obr. 33.5: Panel (a): Vlastnictví Daimleru v roce 1990. Panel b: Vlastnictví Daimleru v roce 2009. (Zdroje: Panel a: J. Franks a C. Mayer, „The Ownership and Control of German Corporations,“ Review of Financial Studies 14 (zima 2001), obr. 1, s. 949. © 2001 Oxford University Press. Použito se svolením. Panel (b): OSIRIS Database (Bureau van Dijk Electronic publishing). Za tento obr. děkujeme Pedrovi Matosovi.)

Daimler nebyla jediná společnost, která zaznamenala podstatný pokles vlastnictví bankami. Dittman, Maug a Schneider poukazují na to, že od roku 1994 do roku 2005 průměrné držení akcií bankami pokleslo ze 4,1 % na 0,4 %. Podíl míst ve správních radách obsazených bankami klesl z 9,6 % na 5,6 %. Závěry Dittmana, Mauga a Schneidera říkají, že banky své zastoupení v radách primárně využívají k prosazování svých zapůjčovací a investičních aktivit. Zdá se však, že firmám, které mají ve správních radách zástupce bank, se daří hůře než těm, které je nemají.¹⁴

Jiné země kontinentální Evropy, jako Francie a Itálie, mají také komplexní vlastnické struktury. Tyto země nezažily dramatickou změnu daní jako Německo. Proběhla v nich však vlna postupných změn, které vedly k modelu podobnějšímu tomu v USA.¹⁵

Evropské správní rady

Německo má dvoustupňový systém. Větší firmy (obvykle nad 2000 zaměstnanců) mají dvě rady: dozorčí radu (*Aufsichtsrat*) a představenstvo (*Vorstand*). Polovinu dozorčí rady volí zaměstnanci (včetně vedení a odborů), druhou polovinu akcionáři; ta často zahrnuje zástupce banky. Předsedu, který má v případě patu rozhodný hlas, jmenují akcionáři.

Dozorčí rada zastupuje zájmy společnosti jako celku, ne pouze akcionářů nebo zaměstnanců. Dozírá na strategii a volí a kontroluje vedení, které řídí společnost. Dozorčí rady mají obvykle asi dvacet členů, více než v USA, ale méně než v Japonsku. Představenstva mívají deset členů.

Ve Francii si firmy mohou zvolit buď jedinou správní radu jako v USA, Spojeném království nebo Japonsku, nebo dvoustupňový model jako v Německu. Jednostupňová správní rada, která je obvyklejší, se z větší části skládá z externích členů, kteří zastupují akcionáře a finanční instituce, se kterými má firma vztah. Dvoustupňový systém má podobně jako v Německu dozorčí radu (*conseil du surveillance*) a představenstvo (*directoire*). Pokud jde o zastoupení zaměstnanců, částečně privatizované firmy a firmy, ve kterých zaměstnanci vlastní více než 3 % akcií, musejí mít členy rady volené zaměstnanci.

Vlastnictví a řízení v jiných zemích

La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer zkoumali vlastnictví společností v 27 rozvinutých ekonomikách.¹⁶ Našli poměrně málo firem, které měly rozptýlené vlastnictví a s jejichž akciemi se aktivně obchodovalo. Německý model významných podílů bank a jiných finančních institucí byl také neobvyklý. Místo toho byly firmy typicky ovládány bohatými rodinami nebo státem. Tito akcionáři poslední instance měli obvykle pevnou kontrolu nad hlasováním, i když neměli většinový podíl na zisku, dividendách a aktivech.

Ovládání rodinami je běžné v Evropě i Asii. Tab. 33.1 shrnuje studii Claessense, Djankova a Langa, kteří sledovali vlastnictví vzorku téměř tří tisíc asijských společností. S výjimkou Japonska byl vysoký podíl veřejných společností ovládan rodinami. Bohaté rodiny tak ovládají velké části mnoha asijských ekonomik. V Hong Kongu například deset největších rodinných

¹⁴ Viz I. Dittmann, E. Maug a C. Schneider, „Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They Are Worth, and Why They Are (Still) There,“ *Review of Finance*, ještě nevyšlo.

¹⁵ Viz L. Enriques a P. Volpin, „Corporate Governance Reforms in Continental Europe,“ *Journal of Economic Perspectives* 21 (2007), s. 117–140.

¹⁶ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes a A. Shleifer, „Corporate Ownership around the World,“ *Journal of Finance* 54 (1999), s. 471–517.

skupin ovládá 32 % aktiv všech kótovaných firem. V Thajsku deset nejbohatších rodin ovládá 46 % aktiv, v Indonésii 58 %.

Tab. 33.1: Ovládání rodinami v Asii (Zdroj: S. Claessens, S. Djankova a L. H. P. Lang, „The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,“ *Journal of Financial Economics* 58 (říjen/listopad 2000), tab. 6, s. 103, a tab. 9, s. 108. © 2000 Elsevier, použito se svolením.

	Ovládání ^a				
	Počet firem ve vzorku	Rodina [%]	Stát [%]	Rozptýlené vlastnictví [%]	Podíl aktiv ^b kontrolovaných deseti nejbohatšími rodinami [%]
Hong Kong	330	66,7	1,4	7,0	32,1
Indonésie	178	71,5	8,2	5,1	57,7
Japonsko	1,240	9,7	0,8	79,8	2,4
Korea	345	48,4	1,6	43,2	36,8
Malajsie	238	67,2	13,4	10,3	24,8
Filipíny	120	44,6	2,1	19,2	52,5
Singapur	221	55,4	23,5	5,4	26,6
Tchaj-wan	141	48,2	2,8	26,2	18,4
Thajsko	167	61,6	8,0	6,6	46,2

^a Ovládání znamená vlastnictví alespoň 20 % hlasovacích práv. Podíly kontrolované finančními institucemi nebo jinými společnostmi se neuvádějí.

^b Podíl celkových aktiv všech firem ve vzorku.

Ovládání rodinou neznamená obvykle přímý většinový podíl. Ovládání se většinou uskutečňuje prostřednictvím křížového vlastnictví, pyramid a akcií dvou tříd. Již jsme uvedli příklad křížového vlastnictví u firmy Sumitomo. Pyramidy a akcie dvou tříd vyžadují dodatečné vysvětlení.

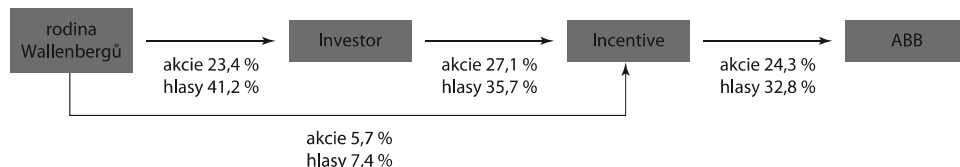
Pyramidy: Pyramidy jsou běžné v Asii stejně jako v některých evropských zemích.¹⁷ V pyramidě se kontrola vykonává sousledností řídicích pozic v několika vrstvách společnosti. Vlastní provozní společnosti jsou ve spodní vrstvě pyramidy. Nad každou provozní společností je první holdingová společnost, potom druhá a někdy i další vrstvy.¹⁸ Uvažme třívrstvou pyramidu s jedinou provozní společností. Předpokládejme, že každou vrstvu kontroluje 51 % hlasů. Předpokládejme, že druhá holdingová společnost – ta na vrcholu pyramidy – vlastní 51 % akcií nižší holdingové společnosti a ta zase vlastní 51 % provozní společnosti. 51% podíl na nejvyšší holdingové společnosti ve skutečnosti znamená 26% podíl na provozní společnosti ($0,51 \times 0,51 = 0,26$). Investoři v nejvyšší holdingové společnosti tak stačí 26 mil. USD na ovládání investice ve výši 100 mil. USD. Přidáním další vrstvy požadovaná investice klesne na $0,51 \times 26 = 13$ mil.

K efektivnímu ovládnutí je obvykle třeba méně než 51 % akcií, takže akcionáři nejvyšší holdingové společnosti mohou ovládat s ještě menší investicí. Na obr. 33.6 je znázorněno, jak rodina

¹⁷ L. A. Bebchuk, R. Kraakman a G. R. Triantis, „Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity,“ in *Concentrated Corporate Ownership*, ed. R. Morck (Chicago: University of Chicago Press, 2000), s. 295–318.

¹⁸ Holdingová společnost je taková, jejímiž jedinými aktivy jsou akcie jiných společností.

Wallenbergů kontroluje ABB, jednu z největších švédských firem. ABB je ovládána firmou Incentive, která vlastní asi 24 % akcií, ale ovládá asi 33 % hlasů. Firma Incentive je ovládána firmou Investor, investiční holdingovou společností a přímo rodinou Wallenbergů. Rodina také ovládá 41 % hlasů Investoru. Na každém stupni rodina ovládá minimálně 33 % hlasů, což bohatě stačí k ovládnutí další vrstvy pyramidy.¹⁹



Obr. 33.6: Obr. 33.6 Pyramida, která řídí ABB, jednu z největších švédských společností (Zdroj: R. La Porta, F. Lopez-Silanes a A. Shleifer, „Corporate Ownership Around the World,“ Journal of Finance 54 (duben 1999), obr. 8, s. 488. Přetištěno se svolením Blackwell Publishers Journal Rights.)

Akcie dvou tříd: Jiným způsobem držení vlivu je vlastnictví akcií s mimořádnými hlasovacími právy. (Všimněte si dodatečných hlasovacích práv na každém stupni pyramidy na obr. 33.6.) Akcie třídy A mohou mít například deset hlasů, akcie třídy B jeden hlas. Akcie dvou tříd se často vyskytují v mnoha zemích, včetně Brazílie, Kanady, Dánska, Finska, Německa, Itálie, Mexika, Norska, Jižní Koreje, Švédska a Švýcarska. Méně často se tyto akcie vyskytují v Austrálii, Chile, Francii, Hong Kongu, Jižní Africe, Spojeném království a Spojených státech. Například Ford Motor Company je stále ovládána Fordovou rodinou, která vlastní zvláštní třídu akcií, kterým náleží 40 % všech hlasů. Akcie dvou tříd jsou zakázány v Belgii, Číně, Japonsku, Singapuru a Španělsku.

Jak jsme se stručně zmínili v kapitole 14, mezi zeměmi panují velké rozdíly v ceně hlasů. V tab. 33.2 Tatiany Nenové jsou odhady hodnoty kontrolních bloků v různých zemích, počítané jako podíl tržní hodnoty firmy. Tyto hodnoty jsou vypočítány z rozdílu mezi cenou obyčejných akcií a akcií s dodatečnými hlasy. Rozpětí hodnot je veliké. Například ve všech skandinávských zemích se za kontrolu připláčí málo, v Jižní Koreji a Mexiku velmi hodně.

Proč je ovládnutí společnosti akcionáři cenné? Ze dvou důvodů, jednoho kladného, druhého záporného. Akcionář disponující vlivem může maximalizovat hodnotu tak, že monitoruje vedení a stará se, aby firma používala ty nejlepší provozní a investiční strategie. Na druhou stranu, ovládající akcionář může být v pokušení získávat hodnotu v soukromých požitcích na úkor ostatních akcionářů. V takovém případě je příplatek za ovládnutí ve skutečnosti slevou pro akcie s menším hlasovacím právem, slevou odražející hodnotu, kterou tito akcionáři *nemohou* očekávat.

Tab. 33.2: Hodnota kontrolního bloku hlasů jako podíl na hodnotě firmy (Zdroj: T. Nenova, „The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis,“ Journal of Financial Economics 68 (červen 2003), tab. 4, s. 336. © 2003 Elsevier, použito se svolením.)

Austrálie	0,23	Itálie	0,29
Brazílie	0,23	Korea	0,48
Kanada	0,03	Mexiko	0,36

¹⁹ Na obr. 33.6 je pouze část majetku Wallenbergů. Rodina ovládá společnosti, jejichž akcie představují asi 50 % hodnoty akciové burzy ve Stockholmu. Viz J. Agnblad, E. Berglof, P. Hogfeld a H. Svancar, „Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities and Social Control,“ in *The Control of Corporate Europe* ed. F. Barca a M. Becht (Oxford: Oxford University Press, 2001).

Chile	0,23	Norsko	0,06
Dánsko	0,01	Jižní Afrika	0,07
Finsko	0,00	Švédsko	0,01
Francie	0,28	Švýcarsko	0,06
Německo	0,09	Spojené království	0,10
Hong Kong	-0,03	USA	0,02

Konglomeráty podruhé

Samozřejmě i v USA jsou firmy ovládané rodinami nebo investoři, kteří vlastní velké bloky akcií. V těchto případech jde však o vliv na jednu firmu, nikoli na skupinu firem. Jinde ve světě, zvláště pak v zemích s neúplně vyvinutými finančními trhy, se ovládnutí rozšiřuje na skupinu firem z různých odvětví. Tyto průmyslové skupiny jsou skutečnými konglomeráty.

V Koreji například deset největších konglomerátů ovládá přibližně dvě třetiny celé firemní sféry. Tyto *chaeboly* jsou také silnými vývozci: jména jako Samsung a Hyundai jsou známa po celém světě. Konglomeráty jsou také běžné v Latinské Americe. Jeden z úspěšnějších, chilská holdingová společnost Quinenco, představuje omračující plejádu oborů, včetně hotelů, pivovarů, mobilních telefonních operátorů, bank a výroby měděných kabelů. Široce diverzifikované skupiny jsou také běžné v Indii. Největší z nich, Tata Group, zahrnuje osmdesát společností z různých odvětví, včetně oceláren, výroby elektřiny, nemovitostí, telekomunikací a finančních služeb. Všechny tyto společnosti jsou veřejné, ale kontrolu nad nimi má skupina a nakonec rodina Tata.

Ve Spojených státech proběhla vlna vytváření konglomerátů v 60. a 70. letech, ale diverzifikace nepřinesla dlouhodobě vyšší hodnotu a většina konglomerátů z té doby se rozpadla. V rozvojových ekonomikách však konglomeráty přežívají a daří se jim. Proč?

Částečnou odpověď poskytuje rodinné vlastnictví. Bohatá rodina může snížit riziko, zatímco si udrží vliv a expanduje do nových odvětví. Rodina by mohla samozřejmě také diverzifikovat koupí akcií jiných společností. Když je ale finanční trh omezený a ochrana investorů chabá, interní diverzifikace může překonat diverzifikaci finanční. Interní diverzifikace znamená provozovat interní finanční trh, když jsou ale národní finanční trhy a instituce podprůměrné, nemusí být interní trh tak špatný.

Podprůměrný neznamená postrádající velikost nebo velikost aktivit. Může znamenat vládní regulaci, která omezuje přístup bank k financování nebo vydání vládního souhlasu před emisí akcií nebo obligací.²⁰ Může to znamenat špatné informace. Jsou-li účetní normy volné a společnosti tajnostkářské, monitorování je pro investory zvenčí obtížné a nákladné a náklady pověřenectví stoupají.

Interní diverzifikace může být také jedinou praktickou příležitostí k růstu. Není možné být velký a úzce zaměřený v malé, uzavřené ekonomice, protože velikost společností v jednom odvětví je omezena velikostí místního trhu. Velikost může být výhodou, jestliže mají velké společnosti snazší přístup na mezinárodní finanční trhy. To je důležité, jsou-li místní trhy neefektivní.

²⁰ V USA nemá Komise pro cenné papíry moc zakázat emisi cenných papírů. Má pouze pravomoc zajistit, aby investoři dostali přiměřené informace.

Velikost také znamená politickou moc, což je zvláště důležité v řízených ekonomikách nebo v zemích, kde je vládní ekonomická politika nepředvídatelná. V Koreji například vláda kontrolovala přístup k bankovním půjčkám. Ty byly směřovány na účely podporované vládou. Korejské chaeboly byly obvykle první na řadě.

Mnoho široce diverzifikovaných společností bylo úspěšných, zvláště v rychle rostoucích zemích, jako Korea. Věc má ale i horší stránku. Konglomeráty někdy převádějí zdroje mezi společnostmi skupiny na úkor menšinových akcionářů, tunelují je. Společnost X může převést hodnotu na společnost Y tím, že jí půjčí za nízkou úrokovou sazbu, koupí její výrobu za vysokou cenu nebo jí prodá svá aktiva za nízkou cenu. Bertrand, Mehta a Mullainathan našli důkazy velkého rozšíření těchto nezákonných převodů v Indii.²¹ Johnson, Boone, Breach a Friedman poznamenávají, že pokušení k tunelování je silnější během recese nebo finanční krize, a argumentují, že tunelování – a obecně bídné spravování firem – přispělo k asijské krizi v letech 1997–98.²²

33.3 Záleží na těchto rozdílech?

Zdá se, že dobré finanční systémy podporují růst.²³ Ve skutečnosti je třeba alespoň základního finančního systému, aby došlo vůbec k nějakému růstu. Raghu Rajan a Luigi Zingales nabízejí příklad výrobce bambusových stoliček v Bangladéši, který potřeboval 22 centů, aby mohl nakoupit suroviny na jednu stoličku. Těch 22 centů bohužel neměl a musel si je vypůjčit od prostředníků. Výrobce byl nucen prodávat stoličky zpět prostředníkům jako splátku dluhu a zůstal mu tak zisk pouze dva centy. Kvůli nedostatku financování nebyl schopen prorazit ven z kruhu chudoby. Protikladem je příběh Kevina Taweela a Jima Ellise, dvou absolventů MBA na Stanfordu, kteří si mohli koupit svůj vlastní podnik krátce po absolvování školy. Neměli dost svého kapitálu, ale dokázali získat kapitál k hledání správné akvizice a potom další kapitál, aby ji mohli uskutečnit.²⁴ Taweel a Ellis profitovali z moderního finančního systému, včetně sofistikovaného trhu se soukromým kapitálem.

Je snadné pochopit spojitost finančního a hospodářského rozvoje na příkladu velmi jednoduchého finančního rozhodnutí. Předpokládejme, že se musíte rozhodnout, zda poskytnete malému podniku úvěr. Jste-li ve Spojených státech, můžete si téměř okamžitě stáhnout z internetu posouzení kteréhokoli z několika mil. podniků od agentury Dun and Bradstreet. Tato zpráva bude obsahovat účetní výkazy firmy, průměrnou velikost zůstatku na bankovním účtu a informaci o tom, zda platí včas své závazky. Také dostanete obecné úvěrové hodnocení této firmy. Taková široce dostupná informace o úvěruschopnosti snižuje náklady zapůjčování a zvyšuje dostupnost úvěru. Znamená také, že žádný věřitel nemá monopol na informace, což zvyšuje konkurenci mezi poskytovateli úvěru a snižuje náklady dlužníka. Naproti tomu, ve vět-

²¹ M. Bertrand, P. Mehta a S. Mullainathan, „Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,“ *Quarterly Journal of Economics* 117 (únor 2002), s. 121–148.

²² S. Johnson, P. Boone, A. Breach a E. Friedman, „Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,“ *Journal of Financial Economics* 58 (říjen/listopad 2000), s. 141–186.

²³ R. Levine, „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,“ *Journal of Economic Literature* 35 (1997), s. 688–726, a R. Rajan a L. Zingales, „Financial Dependence and Growth,“ *American Economic Review* 88 (1998), s. 559–586.

²⁴ R. Rajan a L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists* (New York: Crown Business, 2003), s. 4–8.

šině rozvojových ekonomik nejsou dobré informace o úvěruschopnosti dostupné a věřitelů, kteří by půjčovali malým podnikům, je málo a jsou drazí.

Samozřejmě že na financích záleží. Ale záleží také na povaze finančního systému, zda je vyspělý? Záleží na tom, zda je systém vyspělé země založen na trhu, nebo na bankách? Oba systémy jsou efektivní a oba mají své potenciální výhody.

Riziko a preferování krátkodobých zisků

Když se vrátíte k obr. 33.2, zjistíte, že velikost rizika, které nesou domácnosti, se v různých zemích velmi liší. Na jedné straně je Japonsko, kde domácnosti udržují polovinu svých aktiv na bankovních účtech. Většina zbytku jsou pojistky a penzijní fondy, které v Japonsku převážně vyplácejí pevné penze a nejsou svázány s akciovým trhem. Jen malá část portfolia domácností je svázána s akciovým trhem a obchodním rizikem japonských společností. Evropské domácnosti mají také relativně malou expozici rizikům firemního sektoru. Druhým extrémem jsou Spojené státy, kde domácnosti investují do akcií a investičních fondů velké částky.

Někdo musí pochopitelně nést obchodní riziko. Riziko, které nenesou přímo domácnosti, přejde na banky a jiné finanční instituce a nakonec na vládu. Ve většině zemí garantuje vláda bankovní vklady buď explicitně, nebo implicitně. Když se banky dostanou do potíží, vláda zakročí a břemeno nese celá společnost. To se stalo v krizi v letech 2007–09.²⁵

Někteří lidé argumentují, že v systémech založených na bankách, kde finanční instituce absorbují obchodní riziko a jen málo jednotlivců investuje přímo do akciového trhu, mohou firmy dlouhodobě investovat. Předpokládají, že blízké vazby japonských a německých firem s jejich bankami jim umožňují vyhnout se obávané nemoci preferování krátkodobých zisků a že firmy ve Spojených státech a ve Spojeném království jsou rukojmími požadavků akcionářů na rychlý zisk, a musejí proto nabízet rychlý nárůst zisku na úkor dlouhodobých konkurenčních výhod. Mnozí lidé tento argument přijímali koncem 80. let, kdy byla německá a japonská ekonomika zvláště robustní.²⁶ V 90. letech však poskočily dopředu ekonomiky založené na trhu a podle toho se změnily i názory.

Rostoucí a upadající průmyslová odvětví

Zdá se, že systémy založené na trhu jsou obzvláště úspěšné při rozvoji zcela nových průmyslových odvětví. K velkému rozvoji železnic došlo například poprvé v 19. století ve Spojeném království, kdy tento rozvoj financovala Londýnská burza. Ve 20. století Spojené státy vedly rozvoj hromadné výroby v automobilovém průmyslu, i když byl automobil vynalezen v Německu. K rozvoji civilního leteckého průmyslu také došlo převážně v USA, stejně tak počítačového průmyslu po 2. světové válce a nedávno biotechnologií a internetových technologiích.²⁷ Na druhou stranu si Německo a Japonsko, dvě země s bankovním systémem, udržely svou konkurenční výhodu v etablovaných odvětvích, například výrobě automobilů.

²⁵ Další možností je, že banky, které zaujímají dlouhodobý postoj a nepodléhají intenzivní konkurenci, mohou vyhledat rizika napříč různými generacemi tak, že vytvářejí rezervy v době vysokých výnosů a využívají tyto rezervy v těžkých časech. Konkurence na finančních trzích zabraňuje takovému mezigeneračnímu sdílení rizika. Generace s vysokými výnosy si nárokují plný podíl a nejsou ochotny vytvářet rezervy. Viz F. Allen a D. Gale, „Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing,“ *Journal of Political Economy* 105 (červen 1997), s. 523–546.

²⁶ Viz M. Porter, „Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System,“ *Harvard Business Review*, (září/říjen 1992), s. 65–82.

²⁷ Existují i příklady dokladující opak, např. rozvoj chemického průmyslu v 19. století v Německu.

Proč jsou finanční trhy lepší při podpoře inovativních odvětví?²⁸ Když se objeví nové produkty nebo procesy, názory na jejich vyhlídky a na nejlepší způsob jejich dalšího rozvoje se široce liší. Finanční trhy se této různosti názorů snadno přizpůsobí a dovolí mladým, ambiciózním společnostem najít stejně smýšlející investory, kteří zafinancují jejich růst. Je mnohem obtížnější získat financování od několika velkých bank.

Zdá se, že na trhu založené systémy také efektivněji donutí společnosti v upadajících odvětvích ke zmenšení a uvolnění kapitálu.²⁹ Když společnost nedokáže vydělat svůj náklad kapitálu a její další růst by zmenšoval hodnotu, cena akcií klesne a tento pokles vyšle jasný záporný signál. V systémech založených na bankách jsou však nehospodárné firmy často zachráněny. Když se Mazdě nedařilo v 70. letech, Sumitomo Bank se zaručila za dluhy Mazdy a zorganizovala její záchranu částečně tak, že vydíráním nutila své zaměstnance, aby kupovali automobily Mazda. Sumitomo Bank měla k záchraně důvod, protože věděla, že jí podnikání Mazdy zůstane, až se provoz zlepší. V 90. letech japonské banky nadále půjčovaly firmám v potížích dlouho potom, co bylo jasné, že vyhlídky na záchranu jsou beznadějně. Skupina bank například udržovala japonský maloobchod Sogo roky při životě, i když bylo jasné, že není solventní. Když Sogo roku 2000 konečně zkrachovalo, jeho dluhy dosahovaly 1,9 bilionu jenů.³⁰

Informovanost a ovládání podniků

Navzdory všem výhodám tržních systémů dochází občas k vážným nehodám. Vzpomeňte si na mnoho náhlých a nákladných krachů společností na konci růstu telekomunikací a společností dot.com na konci 90. let. V poslední kapitole jsme zmínili bankrot společnosti WorldCom (nyní MCI) o objemu 100 mld. USD. Nejznámějším je však krach Enronu koncem roku 2001.

Enron začal podnikat v provozování plynovodů, ale rychle expandoval do obchodu s energií a komoditami a investoval velké částky do výroby elektřiny, širokopásmových komunikací a vodárenství. Koncem roku 2000 byla jeho celková tržní hodnota asi 60 mld. USD. O rok později byla společnost v úpadku. Oněch 60 mld. se však při bankrotu doopravdy neztratilo, když Enron zkrachoval, protože většina této hodnoty tam vůbec nebyla. Koncem roku 2001 byl Enron prázdnou skořápkou. Cena jeho akcií závisela více na nadšení akcionářů než na ziskovém provozu. Společnost také nahromadila obrovské skryté dluhy. Enron si například agresivně půjčoval prostřednictvím *úcelově založených entit (SPE)*. Dluhy SPE se neuváděly v rozvaze, i když mnoho SPE nevyhovovalo požadavkům na vyvedení z rozvahy. (Pád Enronu také způsobil zánik jeho účetní firmy Arthur Andersen.)

Špatné zprávy začaly vyplouvat na povrch v posledních měsících roku 2001. V říjnu Enron oznámil odepsání svého byznysu ve vodárenství a širokopásmových komunikacích ve výši jedné mld. USD. V listopadu retroaktivně konsolidoval do rozvahy své SPE, což zvýšilo dluh o 658

²⁸ Viz F. Allen a D. Gale, „Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies,“ *Journal of Financial Intermediation* 8 (duben 1999), s. 68–89.

²⁹ Viz R. Rajan a L. Zingales, „Banks and Markets: The Changing Character of European Finance,“ in V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (eds.), *The Transformation of the European Financial System*, Second ECB Central Banking Conference, říjen 2002, Frankfurt, Germany, (Frankfurt: European Central Bank, 2003), s. 123–167.

³⁰ T. Hoshi a A. Kashyap, „Japan’s Financial Crisis and Economic Stagnation,“ *Journal of Economic Perspectives* 18 (zima 2004), pp. 3–26.

mil. USD a snížilo minulý zisk o 591 mil.³¹ Rating jeho veřejného dluhu byl snížen do „prašivé“ kategorie 28. listopadu a 2. prosince Enron vyhlásil bankrot.

Enron jasně ukázal důležitost informovanosti v systémech založených na finančních trzích. Informuje-li firma pravdivě investory zvenčí, tj. když investoři mohou vidět skutečnou ziskovost a vyhlídky, pak se problémy okamžitě projeví v poklesu cen akcií. To vede ke zvýšené pozornosti analytiků, ratingových agentur a investorů. Může to také vést k převzetí.

Při dobré informovanosti vedou potíže firmy obvykle k nápravné akci. Vrcholové vedení neprůhledných firem však může udržet cenu akcií vysoko a vyhnout se disciplíně trhu. Ta Enron dostihla jen měsíc nebo dva před bankrotem.

V systému založeném na bankách není neprůhlednost tak nebezpečná. Firmy mají dlouhodobé vztahy s bankami, které mohou firmu zblízka sledovat a přinutit ji omezit ztráty nebo opustit riskantní strategii. Žádný finanční systém ale nedokáže zabránit příležitostným krachům.

Parmalat, italská potravinářská firma, se jevila jako solidní zisková firma s dobrými vyhlídkami na růst. Expandovala po celém světě a v roce 2003 již fungovala ve třiceti zemích a měla 36 tisíc zaměstnanců. Vykazovala dluh asi 2 mld. eur, ale také tvrdila, že má velké portfolio hotovosti a krátkodobých cenných papírů. Pochyby o finančním zdraví společnosti se ale začaly hromadit. 19. prosince 2003 se zjistilo, že bankovní depozitum 3,9 mld. eur, které společnost vykazovala, nikdy neexistovalo. Cena akcií Parmalatu klesla během dvou týdnů o 80 % a 24. prosince byla na společnost uvalena nucená správa. Investoři se později dozvěděli, že skutečné dluhy Parmalatu přesahovaly 14 mld. eur, že aktiva za další mld. eur zmizela v černé díře a že firemní tržby a zisky byl soustavně přeháněny.

Je hezké nechat si zdát o finančním systému, který by investory ochránil před ošklivými překvapeními, jako Enron a Parmalat. Úplná ochrana investorů je však nemožná. Popravdě řečeno, i kdyby byla možná, úplná ochrana by byla nemoudrá a neefektivní. Proč? Protože investoři zvenčí nemohou znát vše, co manažeři dělají nebo proč to dělají. Zákony a pravidla mohou stanovit, co manažeři nesmějí dělat, ale nemohou jim přikazovat, co dělat mají. Manažeři musejí mít volnou ruku, aby mohli reagovat na neočekávané problémy a příležitosti.

Jakmile mají manažeři volnou ruku, budou zvažovat své vlastní zájmy stejně jako zájmy investorů. Problémům zastoupení se nelze vyhnout. To nejlepší, co finanční systém může udělat, je chránit rozumným způsobem zájmy investorů a snažit se, aby zájmy manažerů a investorů byly v souladu. Problémy zastoupení jsme diskutovali na několika místech této knihy, ale neuškodí si připomenout mechanismy, které udržují tyto problémy pod kontrolou:

- Zákony a regulace, které chrání investory zvenčí před obchody lidí zevnitř společnosti.
- Požadavky na informace a účetní standardy, díky nimž jsou veřejné firmy rozumně průhledné.
- Sledování bankami a jinými finančními prostředníky.
- Sledování správními radami.
- Hrozba převzetí (i když v některých zemích jsou převzetí velmi vzácná).
- Odměny manažerů svázané se ziskem a cenou akcií.

V této kapitole jsme zdůraznili důležitost ochrany investorů pro rozvoj finančních trhů. Nemyslete si však, že větší ochrana investorů je vždy dobrá věc. Společnost je svým způsobem partnerství mezi externími investory a manažery a zaměstnanci, kteří firmu provozují. Mana-

³¹ Enron čelil mnoha dalším finančním problémům. Oznamil například investorům, že zajistil obchodní rizika z transakcí SPE, ale neřekl, že mnoho SPE bylo zajištěno akciemi Enronu. Když cena akcií klesla, ze záruk nic nezbylo. Viz P. Healy a K. Palepu, „The Fall of Enron,“ *Journal of Economic Perspectives* 17 (jaro 2003), s. 3–26.

žeři a zaměstnanci jsou také investoři: poskytují lidský kapitál místo finančního. Dáte-li finančnímu kapitálu příliš velké pravomoci, ten lidský se neukáže – a když se ukáže, nebude správně motivován.³²

Shrnutí

Je zvykem rozlišovat finanční systémy založené na trzích a založené na bankách. Spojené státy mají systém založený na trhu, protože mají velké akciové a dluhopisové trhy. Spojené království má také systém založený na trhu; jeho dluhopisový trh je méně důležitý, ale akciový trh hraje zásadní roli ve financích a správě firem. Německo a Japonsko mají systémy založené na bankách, protože většina dluhového financování pochází z bankovních půjček a akciové trhy těchto zemí nejsou tak důležité.

Jednoduché rozlišování na tržní a bankovní systémy však nepostihuje celou situaci. Například:

- Britské domácnosti mají sklon investovat do akcií nepřímo, prostřednictvím pojištěk a penzí vázaných na akcie. Přímé investice do akcií jsou mnohem méně časté než v USA.
- Japonské domácnosti nesou velmi malé riziko akcií. Většina jejich úspor se ukládá do bank a pojištěk.
- V Evropě často vlastní velké podíly společností jiné firmy.
- V Japonsku se firmy velmi spoléhají na obchodní úvěr, tj. na závazky vůči jiným společnostem.

V Japonsku a Německu je role bank širší než pouhé půjčování peněz. Největší japonské banky jsou ústředními body *keiretsu*, velkých skupin spolupracujících firem. Každé *keiretsu* udržují pohromadě dlouhodobé vztahy s hlavní bankou a rozšířené křížové vlastnictví firem ve skupině. Německé banky mají také tradičně dlouhodobé vztahy se svými firemními zákazníky (systém Hausbank). Banky vykonávají hlasovací právo za akcie, které spravují pro své zákazníky.

Vlastnictví velkých veřejných společností ve Spojených státech a ve Spojeném království je velmi jednoduché: existuje jedna třída akcií, se kterými se aktivně obchoduje a vlastnictví je rozptýlené. V Japonsku je obvykle také jen jedna třída akcií, ale značný podíl akcií je uzavřen v křížovém vlastnictví uvnitř *keiretsu*, i když tento podíl se od poloviny 90. let snižuje. Japonští investoři mohou správu společností ovlivňovat jen nepatrně. Evropanští akcionáři mají také malé slovo vzhledem ke koncentraci vlastnictví v rukou bank a jiných firem.

Ve Spojených státech a Spojeném království zákony upřednostňují zájmy akcionářů. Manažeři a správní rady mají vůči akcionářům zákonnou povinnost dobrého hospodáře. V Německu se však představenstva, která řídí společnost, zodpovídají dozorčím radám, které zastupují kromě investorů i zaměstnance. Na prvním místě je zájem společnosti jako celku.

³² Je obtížné měřit úsilí a hodnotu lidského kapitálu, a je proto obtížné nastavit platové modely, které úsilí a lidský kapitál správně odměňují. Může být proto lepší poskytnout manažerům určitou volnost ke sledování vlastních zájmů, aby si zachovali své motivy. Investoři mohou tuto volnost poskytnout tak, že nebudou tvrdě vymáhat svá práva a nebudou zasahovat, když si manažeři a zaměstnanci přivlastní soukromé požitky, když se firmě dobře daří. Jak nezasahovat? Jedním způsobem je učinit firmu veřejně obchodovatelnou. Přímá intervence akcionářů do provozu firmy je pak obtížná, a tudíž řídká. Viz M. Burkart, D. Gromb a F. Panunzi, „Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm,“ *Quarterly Journal of Economics* 112 (1997), s. 693–728; S. C. Myers, „Outside Equity,“ *Journal of Finance* 55 (June 2000), s. 1005–1037, a S. C. Myers, „Financial Architecture,“ *European Financial Management* 5 (červenec 1999), s. 133–142.

Mimo velké rozvinuté ekonomiky se vynořuje jiný vlastnický model. Skupiny společností jsou ovládány rodinami a někdy státem. Ovládání se uskutečňuje prostřednictvím křížového vlastnictví, pyramid a emisí akcií s dodatečnými hlasovacími právy.

Bohaté rodiny ovládají velké části firemního sektoru v rozvíjejících se ekonomikách. Tyto rodinné skupiny fungují jako konglomeráty. Konglomeráty jsou v USA na ústupu, ale v zemích, kde finanční trhy a instituce nejsou dobře vyvinuté, může dávat vnitřní kapitálový trh konglomerátu smysl. Velikost konglomerátu může také dávat politickou sílu, což může být užitečné v zemích, kde se vlády pokoušejí hospodářství řídit nebo kde zákony a nařízení nejsou efektivně vynucovány.

Koncentrované řízení rodinami může být výhodné, jestliže donutí manažery k šetrnosti a důrazu na zvyšování hodnoty. Tato koncentrace moci však také může otevřít dveře tunelování firmy na úkor menšinových investorů.

Ochrana externích investorů se ve světě velmi liší. V místech s dobrou ochranou finanční systémy založené na trhu rozkvétají. Tyto systémy mají jisté výhody: zdá se, že podporují inovace a napomáhají uvolňování kapitálu z upadajících odvětví. Na druhé straně, systémy založené na trhu mohou umožnit nadměrné investice do módních inovací, jak dokázal kolaps bublin dot.com a telekomunikací. Systémy založené na bankách mohou být vhodnější pro etablovaná odvětví. Tyto systémy také chrání jednotlivce před přímým vlivem rizika akciových trhů.

Systémy založené na trhu fungují jen tehdy, když jsou firmy dostatečně otevřené vůči investorům. Když jsou neprůhledné, jako Enron, dají se očekávat občasně krachy. Finanční systémy založené na bankách mohou mít výhody při monitorování a řízení neprůhledných firem. Banky mají s firemními zákaznickými dlouhodobé vztahy, a mají proto lepší informace než investoři zvenčí.

Další literatura

Následující studie zkoumají nebo porovnávají finanční systémy:

F. Allen a D. Gale, *Comparing Financial Systems* (Cambridge, MA: MIT Press, 2000).

T. Hoshi a A. Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future* (Cambridge, MA: MIT Press, 2001).

J. P. Krahnem a R. H. Schmidt (eds.), *The German Financial System* (Oxford: Oxford University Press, 2004).

R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes a A. Shleifer, „Corporate Ownership around the World,“ *Journal of Finance* 54 (duben 1999), s. 471–517.

Vynikající rozbor ovládání společností najdete v pracích:

M. Becht, P. Bolton a A. Röell, „Corporate Governance and Control“ in G. Constantinides, M. Harris a R. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Amsterdam: North-Holland, 2003), s. 1–109.

R. Morck a B. Yeung, „Never Waste a Good Crisis: An Historical Perspective on Comparative Corporate Governance“ *Review of Financial Economics* 1 (listopad 2009).

A. Shleifer a R. W. Vishny, „A Survey of Corporate Governance,“ *Journal of Finance* 52 (červen 1997), s. 737–783.

Rozbor vlivu politiky, zákonů a financí najdete v:

R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes a A. Shleifer, „The Economic Consequences of Legal Origins,“ *Journal of Economic Literature* 46 (2008), s. 285–332.

R. Rajan a L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists* (New York: Crown Business, 2003).

Popis vlivu financí na růst najdete v:

R. Levine, „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,“ *Journal of Economic Literature* 35 (1997), s. 688–726.

R. Rajan a L. Zingales, „Financial Dependence and Growth,“ *American Economic Review* 88 (červen 1998), s. 559–586.

A nakonec, chcete-li se dozvědět něco o případech, kdy správa společnosti nefungovala dobře.

P. Healy a K. Palepu, „The Fall of Enron,“ *Journal of Economic Perspectives* 17 (Spring 2003), s. 3–26.

S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes a A. Shleifer, „Tunneling,“ *American Economic Review* 90 (květen 2000), s. 22–27.

Vybrané úlohy jsou k dispozici na McGraw-Hill Connect. Více informací najdete v úvodu této knihy.

Sady úloh

Základní úlohy

1. Které země mají:
 - a. největší akciové trhy?
 - b. největší dluhopisové trhy?
 - c. nejmenší přímé vlastnictví akcií jednotlivci?
 - d. největší bankovní vklady jednotlivců?
 - e. největší vlastnictví akcií jinými společnostmi?
 - f. největší využívání obchodního úvěru k financování?

Ve všech případech definujte největší a nejmenší relativně k hrubému domácímu produktu.
2. Co je keiretsu? Stručně popište.
3. Hrají japonští investoři důležitou roli ve firemní finanční politice a při správě firmy? Pokud ne, mohli by ji hrát?
4. Německé banky často kontrolují velké podíly akcionářských hlasů německých podniků. Jak tuto hlasovací sílu získávají?
5. Co se míní pod německým systémem dvoustupňového uspořádání správní rady?
6. Co je nejčastější formou vlastnictví společností na celém světě?
7. Předpokládejme, že akcionář může získat efektivní kontrolu nad společností vlastnictvím 30 % akcií. Vysvětlete, jak akcionář může získat kontrolu nad společností Z zřízením holdingové společnosti X², která vlastní akcie holdingové společnosti X, která vlastní akcie společnosti Z.
8. Proč mohou na trhu založené finanční systémy lépe podporovat inovace a uvolňování kapitálu z upadajících odvětví?
9. Co je tunelování? Proč hrozba tunelování podkopává rozvoj finančních trhů?

Středně těžké úlohy

10. Problémy pověřenectví jsou nevyhnutelné. To znamená, že nemůžeme nikdy očekávat, že manažeři budou klást 100% důraz na zájmy akcionářů a žádný na vlastní zájmy.
 - a. Proč ne?
 - b. Uveďte mechanismy, které se ve světě používají pro udržení tohoto problému pod kontrolou.
11. Banky nejsou jedinými finančními prostředníky, od nichž mohou firmy získat financování. Kteří jsou další možní prostředníci? Jaký je jejich podíl na financování v poměru k bankám ve Spojeném království, Německu a Japonsku?
12. Proč je průhlednost (informovanost) důležitá ve finančním systému založeném na trhu? Proč je méně důležitá v systému založeném na bankách?
13. Co se míní akciemi dvou tříd? Myslíte si, že by měly být zakázány, nebo povoleny?
14. Jaký druh průmyslových odvětví bude podle vás prosperovat ve finančním systému založeném na trzích? V systému založeném na bankách?
15. Proč jsou pyramidy běžné v mnoha zemích, ne však ve Spojených státech nebo Spojeném království?
16. Vyjmenujte některé výhody a nevýhody japonských keiretsu.