

Series on Advanced Economic Issues
Faculty of Economics, VŠB-TU Ostrava

Miroslav Hučka

Zuzana Čvančarová

Jiří Franek

Hana Kratochvílová

Jana Klozíková

Filip Konečný

Zuzana Stefanovová

Lucie Veličková

**SPRÁVA SPOLEČNOSTÍ (CORPORATE
GOVERNANCE) ZEMÍCH STŘEDNÍ
A VÝCHODNÍ EVROPY**

Ostrava, 2012

Miroslav Hučka, Zuzana Čvančarová, Jiří Franek, Hana Kratochvílová, Jana Klozíková,
Filip Konečný, Zuzana Stefanovová, Lucie Veličková
Department of Business Administration
Faculty of Economics
VSB-Technical University Ostrava
Sokolská 33
701 21 Ostrava, CZ
miroslav.hucka@vsb.cz, zuzana.cvancarova@vsb.cz, jiri.franek@vsb.cz,
hana.kratochvilova@vsb.cz, jana.klozikova@vsb.cz, fillip.konecny@vsb.cz,
zuzana.stefanovova@vsb.cz, lucie.velickova@vsb.cz

Recenze

Monika Chobotová, Slezská univerzita v Opavě
Hussam Musa, Univerzita Mateja Bela, Banská Bystrica

The text should be cited as follows: Hučka, M. a kol. (2012). *Správa společností (corporate governance) v zemích střední a východní Evropy*, SAEI, vol. 16. Ostrava: VŠB-TU Ostrava.

© VŠB-TU Ostrava 2012
Printed in Tiskárna Grafico, s.r.o.
Cover design by MD communications, s.r.o.

ISBN 978-80-248-2937-1

Předmluva

Po roce 1989 transformovaly země střední a východní Evropy, které byly ve sféře vlivu bývalého Sovětského svazu, své předchozí centrálně příkazové ekonomiky na tržní ekonomiky. Tato transformace probíhala s různou rychlostí a různými cestami a byla spojena s realizací celé řady politických, ekonomických a institucionálních změn, které charakterizovaly celkový charakter společenské změny v těchto zemích po roce 1989.

Velká pozornost přitom byla věnována transformaci bývalých státem vlastněných podniků do rukou soukromých subjektů. Tento proces vynesl do popředí problematiku vlastnické správy nově vzniklých společností, zejména akciových.

Tato publikace je příspěvkem k rozšíření poznatkové základny v dané oblasti. Zabývá se problematikou správy společností jako souhrnu aktivit vlastnické správy. Předmětem pozornosti jsou systémy správy společností v osmi vybraných zemích střední a východní Evropy, které prošly ekonomickou transformací včetně privatizace bývalých státních podniků. Je provedeno kritické posouzení základních otázek, které mají společný charakter napříč zeměmi regionu střední a východní Evropy a jsou zdůrazněny některé oblasti, které jsou významné pro správu společností. Je analyzován základní přístup k ekonomické transformaci v těchto zemích a postupný příklon ke kontinentálněevropskému modelu správy společností. V souvislosti s tím je provedena komparativní analýza vybraných 33 atributů a ukázáno, že model správy společností v tranzitivních ekonomikách se ve většině atributů blíží tomuto modelu.

Součástí publikace jsou případové studie správy společností v analyzovaných osmi zemích včetně tabulkových charakteristik.

Monografie je určena studentům a akademickým pracovníkům vysokých škol ekonomického zaměření a širší odborné veřejnosti.

Publikace vznikla jako výsledek projektu specifického výzkumu SP2012/7 *Správa společností v zemích střední a východní Evropy*.

Řešitelský tým uvedeného výzkumného projektu pracoval na Ekonomické fakultě Vysoké školy báňské Technické univerzity Ostrava a zahrnoval na jedné straně specialisty v dané oblasti, na druhé straně studenty doktorského studia i navazujícího magisterského studia.

Autorský kolektiv

Miroslav Hučka – vedoucí autorského kolektivu – kap. 1, 2, 3, část 4, 5.1, 6, příloha 1

Zuzana Čvančarová – část kap. 4, 5.2 a příloha 2

Jiří Franek – část kap. 4, 5.5, část 6 a příloha 5

Hana Kratochvílová – kap. 5.8 a příloha 8

Jana Klozíková – kap. 5.7 a příloha 7

Filip Konečný – kap. 5.6 a příloha 6

Zuzana Stefanovová – část kap. 4, 5.4 a příloha 4

Lucie Veličková – kap. 5.3 a příloha 3

Obsah

Předmluva	V
Obsah	VII
Podrobný obsah	IX
Kapitola 1 Úvod	1
Kapitola 2 Metodická východiska zkoumání problematiky	5
2.1 Obecná charakteristika komparativních metod.....	5
2.2 Využití komparativního přístupu ve správě společností.....	6
2.3 Metodický postup komparativní analýzy.....	7
Kapitola 3 Správa společností v zemích střední a východní Evropy v současných publikacích	11
Kapitola 4 Souhrnná charakteristika vývoje správy společností v zemích střední a východní Evropy.....	13
4.1 Model kapitalistické ekonomiky pro země střední a východní Evropy (SVE).....	13
4.2 Dva modely správy společností ve světě	14
4.3 Preference kontinentálněevropského modelu pro země SVE .	16
4.4 Privatizace a správa společností v zemích střední a východní Evropy	18
4.5 Vlastnická struktura v zemích SVE	23
4.6 Právní rámec správy společností v zemích SVE.....	26
4.7 Správní orgány v ekonomikách zemí SVE.....	27
4.8 Hlavní nedostatky existujících systémů správy společností v zemích SVE	29
Kapitola 5 Správa společností v jednotlivých zemích střední a východní Evropy.....	31
5.1 Systém správy společností v České republice	31

5.2	Systém správy společností na Slovensku	52
5.3	Správa společností v Maďarsku.....	69
5.4	Systém správy společností v Polsku	84
5.5	Systém správy společností v Rusku	97
5.6	Správa společností v Estonsku	117
5.7	Správa společností v Litvě	133
5.8	Správa společností v Lotyšsku	147
	Kapitola 6 Komparativní analýza systémů správy společností	161
6.1	Základní parametry komparace	161
6.2	Základní informace o systému správy společností	173
6.3	Podnikové formy	173
6.4	Vlastnická struktura	174
6.5	Finanční systém	174
6.6	Orgány společnosti	175
6.7	Shrnutí komparativní analýzy	176
	Kapitola 7 Perspektivy dalšího vývoje správy společností v zemích střední a východní Evropy.....	179
	Kapitola 8 Závěr	183
	Literatura	185
	Seznam obrázků a tabulek.....	197
	Přílohy	199
	Rejstřík	315
	Summary	319

Podrobný obsah

Předmluva	V
Obsah	VII
Podrobný obsah	IX
Kapitola 1 Úvod	1
Kapitola 2 Metodická východiska zkoumání problematiky	5
2.1 Obecná charakteristika komparativních metod.....	5
2.2 Využití komparativního přístupu ve správě společností.....	6
2.3 Metodický postup komparativní analýzy.....	7
Kapitola 3 Správa společností v zemích střední a východní Evropy v současných publikacích	11
Kapitola 4 Souhrnná charakteristika vývoje správy společností v zemích střední a východní Evropy.....	13
4.1 Model kapitalistické ekonomiky pro země střední a východní Evropy (SVE) 13	
4.2 Dva modely správy společností ve světě.....	14
4.3 Preference kontinentálněevropského modelu pro země SVE.....	16
4.4 Privatizace a správa společností v zemích střední a východní Evropy.	18
4.5 Vlastnická struktura v zemích SVE.....	23
4.6 Právní rámec správy společností v zemích SVE.....	26
4.7 Správní orgány v ekonomikách zemí SVE.....	27
4.8 Hlavní nedostatky existujících systémů správy společností v zemích SVE 29	
Kapitola 5 Správa společností v jednotlivých zemích střední a východní Evropy.....	31
5.1 Systém správy společností v České republice	31
5.1.1 Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	31
5.1.2 Hlavní pilíře systému správy společností v České republice	32
5.1.3 Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	46
5.1.4 Reformní opatření na počátku 21. století	48
5.1.5 Další rozvoj správy společností	50
5.2 Systém správy společností na Slovensku.....	52
5.2.1 Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	52
5.2.2 Hlavní pilíře systému správy společností.....	53

5.2.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	64
5.2.4	Reformní opatření na počátku 21. století	66
5.2.5	Další rozvoj správy společností	68
5.3	Správa společností v Maďarsku.....	69
5.3.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	69
5.3.2	Hlavní pilíře systému správy společností.....	70
5.3.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	82
5.3.4	Reformní opatření na počátku 21. století	82
5.3.5	Další rozvoj správy společností	84
5.4	Systém správy společností v Polsku	84
5.4.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	84
5.4.2	Hlavní pilíře systému správy společností.....	85
5.4.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	96
5.4.4	Reformní opatření na počátku 21. století	96
5.4.5	Další rozvoj správy společností	97
5.5	Systém správy společností v Rusku.....	97
5.5.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	98
5.5.2	Hlavní pilíře správy společností v Rusku.....	99
5.5.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	113
5.5.4	Reformní opatření	115
5.5.5	Vyhlídky do budoucna.....	116
5.6	Správa společností v Estonsku.....	117
5.6.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	117
5.6.2	Hlavní pilíře systému správy společností.....	118
5.6.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	129
5.6.4	Reformní opatření na počátku 21. století	131
5.6.5	Vyhlídky do budoucna.....	133
5.7	Správa společností v Litvě.....	133
5.7.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	133
5.7.2	Hlavní pilíře systému správy společností.....	134
5.7.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	145
5.7.4	Reformní opatření na počátku 21. století	146
5.7.5	Další rozvoj správy společností	146
5.8	Správa společností v Lotyšsku.....	147
5.8.1	Vývoj ekonomiky po roce 1990.....	147
5.8.2	Hlavní pilíře systému správy společností.....	148
5.8.3	Hlavní nedostatky systému a tlaky na změny	156
5.8.4	Reformní opatření na počátku 21. století	157
5.8.5	Vyhlídky do budoucna.....	158
Kapitola 6 Komparativní analýza systémů správy společností		161
6.1	Základní parametry komparace	161
6.2	Základní informace o systému správy společností	173
6.3	Podnikové formy	173
6.4	Vlastnická struktura.....	174
6.5	Finanční systém.....	174

6.6	Orgány společnosti	175
6.7	Shrnutí komparativní analýzy.....	176
Kapitola 7 Perspektivy dalšího vývoje správy společností v zemích střední a východní Evropy.....		179
Kapitola 8 Závěr		183
Literatura		185
Seznam obrázků a tabulek.....		197
Přílohy		199
Rejstřík		315
Summary		319

Kapitola 1

Úvod

V posledním dvacetiletí prošly ekonomiky zemí střední a východní Evropy rozsáhlou ekonomickou transformací. Ukázalo se, že tento přechod nebyl jednoduchý a jednotlivé země dosáhly této transformace s proměnlivým stupněm úspěchu.

Transformace zemí střední a východní Evropy (SVE) zahrnovala základní transformaci vlastnických režimů současně s ekonomickou liberalizací, privatizací a vytvářením tržní infrastruktury.

Jednotlivé země transformovaly své předchozí centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiky s různou rychlostí a různými cestami a realizovaly různé politické, ekonomické a institucionální změny, které charakterizovaly celkový charakter společenské změny v zemích SVE po roce 1989.

Jakmile proces ekonomické transformace v těchto zemích pokročil, začala se rostoucí pozornost soustřeďovat na problém zajištění efektivnosti privatizovaných podniků. Tato změna důrazu vynesla do popředí problematiku správy společností jakožto souhrn rozhodovacích aktivit vlastnické správy přispívajících k dosahování konkurenceschopnosti firem.

V rozvinutých tržních ekonomikách se systém správy společností vyvíjel po staletí a dnešní jeho podobu tvoří komplex zákonů, směrnic, kodexů, politik, institucí aj., představujících jeho institucionální prostředí. Tranzitivní ekonomiky musely projít transformačním procesem, ve kterém se institucionální prostředí muselo vytvořit v relativně krátkém období. Není tedy divu, že v něm některé prvky dosud chybějí, resp. jsou vyvinuty nedostatečně. Týká se to zejména právních a soudních systémů, kapitálového trhu, bankovního sektoru a lidských zdrojů.

Historicky se funkce správy společností vyvinula jako organizační funkce, která je zdrojem celkové autority v podniku, která se dynamicky vyvíjí v procesu určování cílů, politiky a provádění dalších důležitých rozhodnutí a která musí chránit a dále rozvíjet zájmy vlastníků (Pučko, 2005). Jde vlastně o mechanismus vlastnické kontroly.

V zemích SVE byl problém správy společností těsně svázán s programy privatizace, neboť jako nově se konstitující tržní ekonomiky musely postupovat přes privatizaci k řešení různých následujících klíčových problémů transformačního procesu. V transformační fázi se obnažily nedostatky centrálně příkazového systému, které se následně přenesly v jiné podobě do makroekonomického prostředí a kterými se země SVE trápí dodnes (chabá efektivnost a výkonnost podniků, nezaměstnanost, deficity státního rozpočtu, vysoké externí dluhy, zaostalá ekonomická struktura aj.).

Vývoj vhodných mechanismů správy společností se v zemích SVE odlišoval od západních ekonomik v tom, že na začátku procesu transformace chyběly nutné předpoklady pro vhodné zákonné infrastrukturní a finanční instituce v podmínkách, kdy uvnitř podniků si upevnili moc manažeři a v mnoha případech i zaměstnanci. Bylo zapotřebí připravit příslušnou legislativu, pokud se týká změnovaných vlastnických práv, bankrotu společností a požadavků na podávání finančních zpráv. Tato legislativa je již ve většině zemí SVE zavedena, avšak účinnost jejího vynucování mezi jednotlivými zeměmi značně kolísá a je potřebný další institucionální rozvoj.

Současný růst literatury z problematiky správy společností v zemích SVE vyvolává otázku, jak lze tyto poznatky užitečně využít ke zhodnocení úrovně systémů správy společností v jednotlivých zemích. Literatura je rozporná, pokud jde o rozsah a hranice správy společností. Některé publikace se soustřeďují na privatizaci a z ní vzešlou vlastnickou strukturu (např. Pučko, 2005; Leban a Pasechnyk, 2008; Aguilera a kol., 2011). Velkou část literatury zaujímají publikace o právních aspektech správy společností napříč zeměmi. Z nich uvedme publikace korporací Institute of Directors (2009), EBRD (2007a) a autora Calkoena (2011). Pozornost v nich se soustřeďuje na roli akcionářů a správní orgány. Minimum publikací se zabývá komplexním zkoumáním modelu správy společností v jednotlivých zemích, komparací vybraných systémových atributů a přesvědčivým důkazem o tom, že se v drtivé většině zemí jedná o kontinentálněevropský model, vycházející z německého modelu.

V zemích SVE byl v posledních letech učiněn významný pokrok v určitých aspektech institucionální reformy, avšak situace se mění podle zemí a problémů. Většina zemí již publikovala své kodexy nejlepší praxe správy společností. Je nezbytný další rozvoj pro dosažení úplných institucionálních standardů vyzrálých tržních ekonomik. Obecnou zkušeností institucionální změny v zemích SVE, zejména v raných stádiích transformace, je existence častých změn zákonů a směrnic. Procedury přikládají často příliš velký důraz na soudní systém ve smluvních záležitostech namísto řešení ekonomických problémů.

Při zkoumání vytvořených struktur a modelů správy společností je důležitou otázkou, zdali přijmout některý z modelů, které se po desetiletí vyvíjely v rozvinutých tržních ekonomikách, anebo je lepší přijmout pro země SVE model přizpůsobený specifickým podmínkám a rámcům tranzitních ekonomik. Problémem je totiž základní orientace dvou hlavních modelů správy společností v rozvinutých tržních ekonomikách. Anglo-americký model je založen na trhu

pro kontrolu společností a předpokládá fungující likvidní kapitálové trhy s dostatkem veřejně obchodovatelného kapitálu a s velkým počtem veřejně obchodovaných společností. Na druhé straně kontinentálněevropský model je založen na bankách a předpokládá efektivně fungující bankovní sektor a monitorující roli bank, která nahrazuje ukáznější funkci kapitálových trhů. V tranzitních ekonomikách bohužel nejsou rozvinuty ani kapitálové trhy, ani bankovní sektor.

Souhrnně řečeno, zatímco v rozvinutých tržních ekonomikách lze jasně rozeznat dva odlišné modely správy společností v podmínkách fungujících tržních mechanismů a vysoce rozvinutých právních institucí, tranzitní ekonomiky zatím kvalitu těchto mechanismů a institucí postrádají. Tím obtížnější je úkol komplexně prozkoumat příslušné problémy a vyvodit z nich smysluplné závěry.

Tato publikace je příspěvkem k dalšímu rozšíření poznatkové základny v této oblasti. Zkoumaným problémem je problematika správy společností v zemích SVE a odpověď na otázku, který model správy společností v těchto zemích převažuje a jaké jsou jeho charakteristické rysy.

Cílem publikace je rozvinout současné poznatky o problematice správy společností v zemích SVE, kriticky posoudit základní otázky, které mají společný charakter napříč zeměmi regionu SVE, provést srovnání vybraných atributů v analyzované problematice a zdůraznit některé oblasti, které se ukazují jako významné pro problematiku správy společností. Publikace prozkoumává běžné aktuální praktiky, které převažují v tranzitních ekonomikách zemí SVE a čerpá poznatky primárně z veřejně dostupných zdrojů. Shromáždí několik klíčových témat správy společností, která dosud byla v literatuře zkoumána odděleně, a tím umožňuje celistvý pohled na vývoj správy společností zemí v transformaci.

Značné množství teoretických poznatků, které byly prezentovány jednotlivě pro různé tranzitivní ekonomiky v různých časových obdobích, využijeme pro dosažení odpovědi na otázku: jaký model správy společností se v průběhu dvaceti let ekonomické transformace ustálil v tranzitivních ekonomikách?

Kapitola 2

Metodická východiska zkoumání problematiky

Jako základní přístup pro zkoumání problematiky správy společností v zemích střední a východní Evropy byl zvolen přístup komparativní analýzy.

Vzhledem k tomu, že společenské vědy včetně ekonomie nemají možnost využívat experimentu, stávají se pro ně komparace, resp. komparativní metody faktickou substitucí experimentu. Mohou výrazně napomoci tomu, aby se snížilo riziko přílišného zahledění se do jednoho vybraného vzorku – příkladu, a v důsledku toho i jeho neopodstatněné nadhodnocení v celkovém kontextu studia procesů a vztahů mezi prvky ekonomického systému.

Na druhé straně komparace umožňuje generalizaci, formulování hypotéz, koncepcí a teorií týkajících se vztahů mezi jednotlivými atributy různých systémů. Jde o hledání odpovědí na následující otázky (Říchová, 2002):

- v čem se systémy správy společností v jednotlivých zemích liší,
- jak lze rozdíly vysvětlit,
- k jakým dopadům tyto rozdíly vedou,
- co se můžeme od ostatních naučit.

2.1 Obecná charakteristika komparativních metod

Komparativní analýza je obecným problémem všech společenských věd. Správa společností jako součást institucionální ekonomie využívá poznatků právní vědy, ekonomie, managementu, teorie organizace apod. Je tedy součástí společenských věd.

Jednou z tezí komparativní metody, která má obecnou platnost, je, že je nezbytně nutné *rozlišovat mezi prostým srovnáním a komparativní metodou*, neboť samo srovnání ještě není komparace (Blondel, 1995). *Komparativní metodu je třeba v první řadě odlišit od prosté komparace, která má charakter techniky* (Hroch, 1985).

Základními pravidly pro komparaci jsou:

- definice objektu komparace,
- určení cíle komparace,
- stanovení kritérií pro vlastní analýzu zvolených objektů a vymezení vztahu komparace k časové ose.

Pro vlastní komparaci považujeme za významné, že budeme preferovat paralelní studium několika systémů v jednom časovém bodě. Jedná se o tzv. *synchronní komparaci*. Pro ni je typické, že vychází z analýzy zvolených prvků (atributů, struktur, pravidel apod.) v jednom, konkrétním časovém úseku. Jejím hlavním nedostatkem je její statická povaha. Na druhé straně umožňuje vymezit odlišnosti spojené s prostorovým výskytem sledovaných prvků, a je proto pokládána za jeden z hlavních indikátorů vývoje systémů správy společností v jednotlivých zemích. Na druhé straně existuje jiný typ komparace, tzv. *komparace diachronní*, sledující vývoj systémů v čase.

Obecně *nevyšší* metou komparativní analýzy je taková technika komparace, která umožňuje vyvozovat závěry z kombinace poznatků dosažených komparativní analýzou synchronní i diachronní. V historii je označována jako *komparace historických situací* (Hroch, 1985). Tato metoda v sobě zahrnuje i periodizaci sledovaných jevů a umožňuje tak nacházet a porovnávat vývoje a poměry zvoleného prvku, resp. souboru prvků v širším kontextu obecných zákonitostí (jejich) vývoje. Je nesporné, že tento typ analýzy je nejen nejběžnější co do souboru určitých a potřebných dat, je rovněž nejnáročnější na jejich vymezení a zpracování.

Dosud autoři různých studií o vývoji správy společností v různých zemích s komparativní metodou nepracovali. Přesto nelze zpochybnit její zásadní význam, neboť je to komplexní a velmi užitečný typ klasifikačního konceptu užívaného v ekonomii.

2.2 Využití komparativního přístupu ve správě společností

Vlastní komparace je závislá především na kritériích výběru případů, jež se mají stát vlastním předmětem studia. Stanovení kritérií užití komparativní metody časově předchází, určuje její směr a stanoví cíle, kterých má být dosaženo. Neznamená to však, že by výsledek komparativní analýzy byl předem dán. Jistá apriornost se týká výlučně teoretického zázemí, z něhož se vychází, a podílí se na zvolení konceptu, který má následná komparace prověřit. Vhodně a správně zvolená metoda pak usnadňuje vymezení proměnných, na něž bude výzkum zaměřen a jejichž vztahy bude zkoumat, resp. výběr systémů správy společností, které budou do analýzy zahrnuty. Výsledek komparace pak slouží k prověření formulované hypotézy v rámci případů, které sdílejí shodné rysy (např. bankovní orientovaný systém, teorie zainteresovaných stran, vlastnická struktura apod.), jakož i k odhalení *anomálií*, jež může motivovat další analýzy a přeformulování výzkumné hypotézy.

Nejednoznačnost výsledku komparace staví analytiku před nutnost vypořádat se s dalším problémem: je vhodnější pro prověření hypotézy volit soubory případů, které jsou si co nejbližší, nebo naopak takové, které se od sebe co nejvíce liší? V našem konkrétním případě jdeme první cestou, neboť jde o analýzu věnovanou souboru zemí, které patří do podobného politicky vymezeného prostoru (postkomunistické země). Neuralgickým bodem takových studií je, že příliš upřednostňují shodné rysy a podceňují (přehlízejí) ty faktory, které dané systémy odlišují. Přitom platí, že rozdíly mezi jednotlivými zeměmi mohou být významné: odlišnost lze doložit jak kritérii z oblasti správy společností, tak ukazateli z oblasti makroekonomické.

Z poznatků získaných prostřednictvím a pomocí komparace a shromažďování dat o konkrétních systémech správy společností je pravděpodobně možno hodnotit institucionální prostředí a podnikatelské prostředí v té které zemi. Přitom analytické postupy mohou přijmout následující formy:

- *Analýza jedné případové studie* o konkrétním systému správy společností v dané zemi.
- *Analýza totožných procesů*, resp. institucí v rámci omezeného počtu zemí, jejichž výběr odpovídá cílům analýzy.
- *Analýzy zaměřené na klasifikaci* omezeného souboru zemí s cílem vytvořit určitou *typologii*, jež by umožnila porovnat vybraný soubor případů (zemí) s ohledem na zákonitosti a specifika jejich vnitřního vývoje.
- Zvláštní kategorii tvoří *teoretické modely* správy společností, které byly identifikovány ve světové ekonomice s rozlišením dvou typů, a to *anglo-americký model* a *kontinentálně evropský model*, které lze využít k testování vztahů mezi proměnnými v rámci geograficky vymezeného souboru zemí v kontextu s celosvětovým záběrem.

2.3 Metodický postup komparativní analýzy

V úvodu této části si položíme základní otázku: *proč srovnávat různé systémy správy společností*. Odpověď na ni může být vícenásobná. Především jde o to dospět k hlubšímu pochopení toho, jak si počínají vlády a instituce při řešení institucionálních problémů, jakou úlohu hrají jednotliví aktéři a jaké jsou účinky transformačních reforem. Dále chceme zjistit, zdali je systém správy společností významným prvkem hospodářského života v daném státu. Jde rovněž o to, abychom hledali vodítka pro tvorbu lepšího modelu správy společností a pro případnou konvergenci různých modelů k jednomu univerzálnímu modelu. A nakonec abychom získali lepší přehled o harmonizaci a koordinaci systémů správy společností v rámci EU.

Druhou otázkou je, *co vlastně srovnáváme*. Srovnáváme systémy správy společností, které se konstituovaly v jednotlivých zemích, kdy se neopíráme o proměnné v systému, nýbrž o atributy *na systému*. Jako úroveň srovnávání proto volíme makroúroveň, tj. systém správy společností platný pro celou zemi. Z toho důvodu musíme brát v úvahu operační prostor evropských států, který je stále výrazněji definován vnějšími faktory ekonomické globalizace a právním

a politickým rámcem EU. Systém správy společností ovlivňují různé institucionální rámce a zakořeněné vzorce organizačního a právního chování, pramenící z různosti dějin jednotlivých států a ze závislosti na minulé cestě (path dependency).

Další otázkou je *výběr případů*. Většina autorů srovnávacích studií preferuje výběr co nejpodobnějších případů, avšak jiní autoři (Skocpol, Przeworski a Teume) dávají přednost co nejrozdílnějším případům. V našem případě jsme z tohoto hlediska zvolili neutrální přístup a kritériem pro výběr zemí pro komparaci bylo dosažení pokroku po provedené privatizaci v 90. letech a přiblížení v nich etablovaného systému vlastnické správy západním standardům ve srovnání s dalšími zeměmi tohoto regionu. Proto se náš výběr omezil na středovýchodní Evropu s tím, že jsme jako extrémní případ vybrali rovněž Ruskou federaci (Rusko). Takovým výběrem jsme do komparace zahrnuli Visegrádskou čtyřku (Česká republika, Slovensko, Maďarsko a Polsko), pobaltské státy (Estonko, Litva a Lotyšsko) a Rusko, tedy celkem 8 zemí.

Důležitým hlediskem byla odpověď na otázku, *co vlastně budeme zkoumat* pomocí komparace, jaké oblasti nás zajímají, na jaké aspekty se zaměřit, jaké atributy připadají v úvahu jako významné a jak budou popisovány či hodnoceny. Jinými slovy, jaká je volba jednotek komparace – srovnávaných atributů či proměnných. Přitom bylo zapotřebí zúžit množství vysvětlujících proměnných pro analýzu na únosnou mez a současně zaručit srovnatelnost vybraných proměnných napříč srovnávanými zeměmi. Při vymezení proměnných jsme kladli velký důraz na úsporný přístup. Výsledkem byla volba celkem 33 atributů v pěti problémových oblastech (viz podrobněji část 6).

Významným bodem našeho přístupu pro dosažení cílů komparace byla orientace na případové studie jednotlivých zemí (celkem 8 případových studií v jednotné textové a tabulkové struktuře), jejichž účelem bylo porozumět systémům správy společností ve vybraných zemích. Teprve na základě případových studií byly hledány podobnosti a odlišnosti.

Při zkoumání systémů správy společností je užitečné rozlišovat i charakter proměnných ve vztahu ke zkoumanému systému (atributy systému, vnější faktory, dopady). Tyto jsou ve vzájemných vztazích znázorněny v tabulce 2–1 v členění na otázky, cíle a předměty zkoumání.

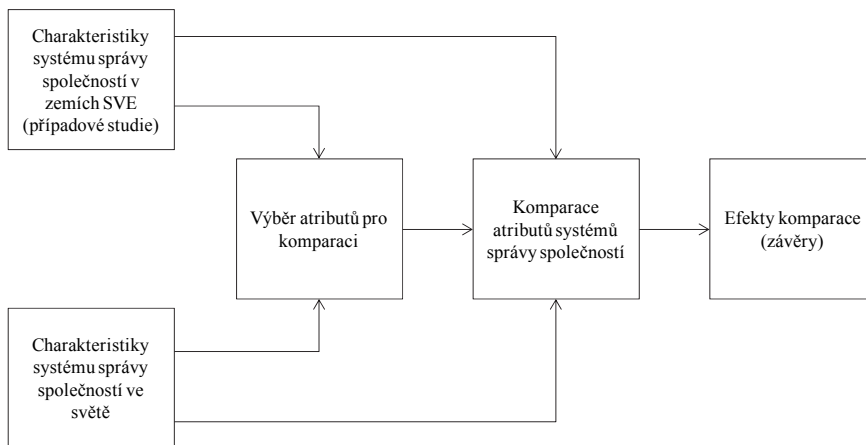
Tuto tabulku použijeme v části šest k doplnění o konkrétní případy, zjištěné komparativní analýzou.

Při našem geografickém srovnávání jsme využili sekundární data, tedy dostupné publikované informace z různých zdrojů (knižní, časopisecké a jiné publikace), neboť jiný způsob získání dat by byl organizačně, časově a finančně náročný. Kromě toho byly využity přístupné informace, které byly shromážděny podle různých států na základě stejné metodiky, viz např. EBRD (2007a), The Institute of Directors (2009), Calkoen (2012), ICLG (2009, 2011, 2012). Nevýhodou těchto dat je nemožnost ovlivnit výběr a strukturu dat řešiteli, výhodou je naopak shodná strukturalizace dat pro různé země.

Tabulka 2–1 Charakter výzkumu

	1.	2.	3.	4.
Otázka	V čem se systémy podobají nebo liší	Proč se podobají nebo liší	Jaký dopad má přijatý systém	Co lze zlepšit
Cíl	Deskripce	Explanace	Evaluaace	Doporučení
Předmět zkoumání	Atributy systému	Vnější faktory	Dopady přijatého systému	Kombinace

Zdroj: inspirováno Geißler a Mouralová (2011)

**Obrázek 2–1** Analytický rámec pro zkoumání (komparaci) systému správy společností

Analytický rámec pro komparaci systémů správy společností vycházející z výše provedených úvah, je ilustrován na obrázku 2–1.

Kapitola 3

Správa společností v zemích střední a východní Evropy v současných publikacích

O problematice správy společností v zemích SVE byla publikována celá řada knižních a časopiseckých publikací. Ty lze rozdělit do několika skupin:

- Souhrnné publikace o mezinárodní správě společností, v nichž jsou otázky zemí střední a východní Evropy pojednány v rámci částí věnovaných zemím v transformaci.
- Přehledové publikace o právních aspektech správy společností napříč zeměmi světa, v nichž jsou obsaženy rovněž země SVE.
- Přehledové publikace a články speciálně zaměřené na různé aspekty správy společností v zemích SVE.
- Odborné články specificky zaměřené na správu společností v jednotlivých zemích SVE.

Pokud jde o *souhrnné publikace o mezinárodní správě společností*, zmíníme tři stěžejní publikace. Jde především o publikaci Mallin (2011), která má 5 částí, z nichž každá je věnována správě společností určité skupiny zemí (Evropa, země SVE, jihovýchodní Asie, obě Ameriky a Austrálie, Turecko, Jižní Afrika a Indie). Země SVE jsou analyzovány pouze tři: Rusko, Polsko a Maďarsko. Další novější publikací je Naciri (2011), která v 15 kapitolách pojednává různé otázky správy společností. Problematice správy společností v tranzitivních ekonomikách je věnována jedna kapitola (Leban a Pasechnyk, 2008, kap. 11). Jako třetí souhrnnou publikací zmiňujeme publikaci Clarke (2007), sestávající z osmi kapitol věnovaných nejen různým zemím, nýbrž i dalším aspektům správy společností. Jsou pojednány systémy anglo-americké provenience, asijské oblasti a v neposlední řadě evropská správa společností. Bohužel tranzitivním ekonomikám je věnován malý prostor, a to ještě se zaměřením pouze na Rusko. Závěrem k této skupině je možno říci, že záběr problematiky správy společností zemí SVE je příliš úzký a nevěnuje těmto otázkám náležitý prostor.

Druhou skupinu tvoří *přehledové publikace o právních aspektech správy společností* napříč zeměmi. V dále zmíněných publikacích jsou o jednotlivých zemích ve shodné obsahové struktuře analyzovány otázky celkové orientace systému, správního orgánu, práv akcionářů, zveřejňování a transparentnosti. Stěžejní publikací v této skupině je již poněkud starší publikace Institute of Directors (2009). Země SVE jsou v ní zastoupeny bohužel ve skromném rozsahu a ze zemí, které jsou předmětem našeho zájmu, je to pouze Rusko. Dále jde o publikaci Calkoen (2011) s analýzou 27 zemí, kdy ze zemí SVE jsou zastoupeny Estonsko, Maďarsko, Litva a Lotyšsko. Velice významnou a novou publikací o právních aspektech správy společností je ICLG (2009, 2011, 2012), v níž je analyzována většina zemí Evropy, Ameriky a Asie. Transzitivní země jsou zde zastoupeny všechny. Tato publikace sloužila jako velice důležitá součást komparativní analýzy. Poslední publikací, kterou je zapotřebí zmínit, jsou tabulkově zpracované právní analýzy správy společností všech tranzitivních zemí. Jde o studie v rámci projektu EBRD (2007a), zahrnující všechny země bývalého Sovětského svazu a postkomunistické země střední a východní Evropy.

Třetí skupinou jsou *přehledové články speciálně zaměřené na různé aspekty správy společností v zemích SVE*. Z novějších prací této skupiny je zapotřebí zmínit Aguilera a kol. (2011), Leban a Pasechnyk (2008), Dobák (2006), Pučko (2005) a Vlienghart (2004).

Čtvrtou skupinu tvoří *odborné práce specificky zaměřené na správu společností jednotlivých zemí*. Jelikož směsice těchto prací je velice pestrá, zaměřujeme se v přehledu vždy pouze na stěžejní práce pro každou zemi (viz tabulka 3–1).

Závěrem konstatujeme, že v uvedené řadě publikací a prací o správě společností v zemích SVE, které jsme rozdělili do čtyř skupin, se pozornost soustřeďuje na dílčí aspekty, jako jsou správní orgány, role akcionářů, vlastnická struktura, zveřejňování a transparentnost, příp. právní rámec.

Jen minimum prostoru je věnováno komplexnímu zkoumání systému správy v jednotlivých zemích, komparaci vybraných systémových atributů a není v nich podán přesvědčivý důkaz o tom, že se v drtivé většině zemí jedná o kontinentálněevropský model vycházející z německého modelu.

Tabulka 3–1 Nejdůležitější práce o správě společností v 8 zemích SVE

Země	Publikace
Česká republika	Weinhold a Loukota (2009), Dřevínek a Severa (2005)
Slovensko	Čechová a Maleja (2009), Brzica (2005), Jurica (2005)
Polsko	Kozarzewski (2006), Mortimer (2009)
Maďarsko	Dederick (2005), Németh a Kató (2008)
Rusko	Kokorin a Mashkovtsev (2011), Lazareva a kol. (2007)
Estonsko	Postma a Hermes (2003), Wahl (2009)
Litva	Ivanauskas a Dominas (2009), Pacenkaite a Gaidiene (2008)
Lotyšsko	Skopina a Džule (2009), Lejins a Bogdasarovs (2011)

Kapitola 4

Souhrnná charakteristika vývoje správy společností v zemích střední a východní Evropy

Kapitola se zabývá problematikou správy společností jako souhrnu rozhodovacích aktivit vlastnické správy přispívajících k dosahování konkurenceschopnosti firem. Cílem kapitoly je analyzovat současné poznatky o správě společností v zemích střední a východní Evropy (SVE), kriticky posoudit základní otázky, které mají společný charakter napříč zeměmi regionu SVE a zdůraznit některé oblasti, které se ukazují jako významné pro správu společností. Je analyzován základní přístup k ekonomické transformaci v zemích SVE a jeho postupný příklon ke kontinentálněevropskému modelu. V souvislosti s tím jsou popsány základní teze modelů správy společností. Poté jsou postupně prozkoumány privatizační programy, analyzována vlastnická struktura, prezentovány právní aspekty transformace a uvedeny základní funkce a struktury správních orgánů. V závěru jsou shrnuty hlavní nedostatky existujících systémů správy společností v zemích SVE a základní dosažené poznatky

4.1 Model kapitalistické ekonomiky pro země střední a východní Evropy (SVE)

Dříve než rozvineme naše úvahy o modelu správy společností v zemích SVE, pokusíme se určit, pod který model kapitalistické ekonomiky lze zařadit země SVE. Přístupy k modelům kapitalistických ekonomik se odlišují podle různých autorů. Existuje několik hlavních přístupů: přístup *Rhodesa a van Apeldoorna* (1997), *Coatese* (1999), *Halla a Soskiceho* (2001) a *Amableho* (2003). Tito autoři poukazují na řadu různých *paradigmat* kapitalismu podle jejich specifických rysů a komplexnosti. Zatímco Hall a Soskice (2001) navrhují dva ideální typy koordinace moderního kapitalismu, tj. liberálně tržní ekonomiku (USA, VB, Kanada, Austrálie a Nový Zéland) a koordinovanou tržní ekonomiku (např. Německo, Dánsko, Francie, Japonsko apod.), na opačném pólu stojí koncept Amableho, který rozšířením analýzy o další dimenze dospěl k pěti typům moder-

ního kapitalismu, a to liberálně tržní (USA, VB, Austrálie, Kanada), asijský (Japonsko, Korea), kontinentálně evropský (Švýcarsko, Holandsko, Belgie, Německo, Rakousko, Norsko, Francie), sociálně demokratický (Dánsko, Finsko, Švédsko) a středozemní (Řecko, Itálie, Portugalsko, Španělsko).

Podobný přístup jako Amable (2003) aplikovala Farkas (2011) s tím, že se soustředila pouze na členské země EU po rozšíření a porovnávala země SVE s již existujícími modely. Její výzkum ukázal, že pro země SVE je oprávněným pro existenci další typ kapitalismu jako nezávislý na dříve uvedených modelech. Její shluková analýza ukazuje, že odlišení zemí SVE od starých členských zemí je pozoruhodnější než rozdíly mezi nimi navzájem (viz tabulka 4–1).

Tabulka 4–1 Shluková analýza typů kapitalismu dle Amable (2003)

Shluky v EU 25		Odpovídá typu dle Amable (2003)
Shluk 1	Rakousko, Belgie, Dánsko, Francie, Německo, Irsko, Holandsko, VB	kontinentálně evropský
Shluk 2	Řecko, Itálie, Portugalsko, Španělsko	středozemní
Shluk 3	Finsko, Lucembursko, Švédsko	sociálně demokratický
Shluk 4	Bulharsko, Česká republika, Estonsko, Polsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko	tranzitivní

Zdroj: Farkas (2011)

V souvislosti s transformací postkomunistických zemí bylo zapotřebí překonávat značné problémy ve srovnání s rozvinutými ekonomikami, zejména pokud se týká odlišných rysů vlastnictví a koordinace. Při absenci volného trhu byl hlavním koordinátorem veškerých ekonomických aktivit stát prostřednictvím rozsáhlého veřejného vlastnictví zdrojů. Musely se proto hledat cesty, jak překonat toto dědictví státně příkazové ekonomiky a provést její transformaci na kapitalistickou ekonomiku. V souvislosti s tím bylo nutno pochopit nejen *typ* kapitalismu, který by měl být vytvořen, nýbrž také *rozsah*, v jakém by měl být kapitalismus vybudován.

Přes výše uvedené přístupy k variantám kapitalismu a návrhy různých typů kapitalismu se ukazuje, že míra podobnosti některých variant nás nakonec opravňuje hovořit o dvou typech ekonomiky podle Halla a Soskiceho (2001). Ve shodě s analýzou uvedenou v práci Hučka a spol. (2011) pro Českou republiku, která ukázala, že česká ekonomika se blíží spíše koordinované tržní ekonomice neboli k tzv. kontinentálně evropskému typu kapitalistické ekonomiky, budeme v dalším předpokládat, že i převážná většina analyzovaných zemí SVE se dá zařadit k tomuto typu kapitalistické ekonomiky.

4.2 Dva modely správy společností ve světě

Funkce správy společností postupným vývojem přestala být jednoduchým vztahem mezi podnikovým vlastníkem a jeho manažery a stala se složitou množinou vztahů mezi vlastníky na jedné straně a množinou vztahů vlastníků

vůči manažerům podniku na straně druhé. Uvedené vztahy mohou být uspořádány mnoha způsoby. Proto je teoreticky možných mnoho modelů správy společností (Pučko, 2005).

V průběhu vývoje institucí kapitalistické tržní ekonomiky a v důsledku odlišných historických a kulturních tradic se vyvinuly dva hlavní typy vztahů v rámci funkce správy společností a mezi funkcí správy a funkcí manažerskou, které vedly ke konstituci dvou ideálních typů výkonu vlastnické kontroly společností¹:

- *systém s vnitřní kontrolou* (Insider Control System), založený na bankách, který se rozvinul nejvíce v Německu;
- *systém s vnější kontrolou* (Outsider Control System), založený na trhu pro kontrolu společností, který se rozvinul nejvíce v USA a Velké Británii.

Každý z těchto dvou konceptuálních modelů řeší různě problém alokace sociálně-ekonomické moci, problém efektivnosti rozhodování a nakonec problémy konceptualizace funkce správy a managementu.

Důležitými předpoklady *systému s vnitřní kontrolou* jsou silná právní ochrana věřitelů, vysoce koncentrované vlastnictví a relativně nelikvidní kapitálové trhy. Preferován je přístup tzv. zájmových skupin (stakeholderský model). Tento systém bývá nazýván kontinentálněevropský model.

Kontinentálněevropský model je založen na (Collin a Cesljas, 2002):

- systému podnikových skupin dominujících v ekonomice,
- slabých kapitálových trzích,
- silné intervenci vlády,
- těsných vazbách mezi podniky a finančními institucemi.

Model zahrnuje tři orgány:

- valnou hromadu,
- dozorčí radu,
- představenstvo (manažerskou radu).

Členy dozorčí rady jsou také zástupci zaměstnanců. Členy představenstva jsou pouze vnitřní ředitelé. Hlavním úkolem dozorčí rady je jmenovat a odvolávat představenstvo a provádět kontrolu výkonnosti podniku.

Důležitými předpoklady *systému s vnější kontrolou* jsou silná právní ochrana investorů, rozptýlené vlastnictví a likvidní kapitálové trhy. Je upřednostňován tzv. akcionářský přístup, kdy jediným stakeholderem, který má být uspokojován, jsou akcionáři. Tento systém bývá nazýván anglo-americký model.

¹ V literatuře je možno se setkat s klasifikací modelů správy společností do čtyř typů: angloamerický (USA, VB, Kanada, Austrálie a Nový Zéland), kontinentálněevropský (Německo, Rakousko, Švýcarsko, Holandsko, skandinávské země), středozemní (Itálie, Francie, Španělsko, Portugalsko a Řecko) a asijský (Japonsko, Korea, Singapur, Thajsko, Malajsie) s tím, že existuje řada zemí nezařazených. My se však přikláníme k členění systémů do dvou typů, kdy hlavním kritériem zařazení země do daného typu je převažující způsob obstarávání financí firmami (bankovní úvěry versus kapitálové trhy).

Anglo-americký model je založen na (Collin a Cesljas, 2002):

- velkých nezávislých veřejných společnostech,
- radě ředitelů zcela nezávislé na akcionářích a jiných stakeholderech,
- silných finančních trzích,
- nízké intervenci vlády,
- intenzivní konkurenci,
- právním systémem, který odrazuje od vlastnictví akcií bankami a jinými finančními institucemi.

Model zahrnuje dva orgány:

- valnou hromadu,
- radu ředitelů.

Členy rady ředitelů jsou vnitřní a vnější ředitelé. Rada ředitelů má dva hlavní úkoly:

- realizaci a kontrolu podnikatelských výsledků,
- realizaci a kontrolu strategických rozhodnutí.

4.3 Preference kontinentálněevropského modelu pro země SVE

Ekonomická transformace ve většině zemí SVE probíhala v prvních letech podle neoliberální doktríny. Později se však začalo stále více ukazovat, že neoliberální program bez přihlédnutí k právnímu, politickému, institucionálnímu a kulturnímu kontextu měl neuspokojivý účinek. Proto v jednotlivých zemích postupně docházelo k orientaci na tato kontextová hlediska. To mělo za následek, že původní předpokládaná představa o implantaci anglo-amerického modelu správy společností v zemích SVE byla postupně opuštěna.

Anglo-americký model, charakterizovaný rozptýleným vlastnictvím společností a akcionářským přístupem a považovaný za nejefektivnější způsob vlastnické kontroly, se v tranzitivních ekonomikách neujal a tyto země se přiklonily ke kontinentálněevropskému modelu správy. Ukázalo se, že anglo-americký model je v kontextu tranzitivních ekonomik značně problematický, neboť ekonomické, politické a kulturní prostředí zemí v transformaci je diametrálně odlišné od předpokladů, za kterých anglo-americký model funguje. Násilné zavádění tohoto modelu by mohlo mít dalekosáhlé nežádoucí účinky.

Proč se ekonomiky SVE rozhodly preferovat kontinentálněevropský model správy společností a proč ne zvolily anglo-americký model? Odpověď na tuto otázku není jednoduchá. Pokusíme se na ni odpovědět v širších souvislostech.

Anglo-americký model správy společností se vyvíjel z klasického ekonomického předpokladu: správa společnosti je řízena vlastníky nebo jejich reprezentanty. Vlastníci jsou jedinými nositeli rizika a náleží jim zisk vydělaný podnikem. Jsou tedy jedinými nositeli zbytkových výnosů. Ostatní stakeholderi nenesou riziko ztráty, a proto jsou jejich služby placeny v souladu s jejich smlouvou s podnikem. V posledních několika dekádách došlo v podnicích s rozptýleným vlastnictvím k tomu, že rady ředitelů integrací správní a manažerské funkce

uchvátily veškerou moc v podniku a přestávaly být odpovědné vlastníkům. Proto novoklasická škola hledá v poslední době cesty, jak učinit radu ředitelů opět odpovědnou zájmům akcionářů (Pučko, 2005).

Na druhé straně kontinentálně evropský model byl budován na předpokladu, že vlastníci již nejsou jedinými nositeli rizika a investory. Kromě nich vystupují do popředí ostatní stakeholdři. K nim patří zejména zaměstnanci, místní komunita a vláda. Zaměstnanci se angažují v rozvoji některých specifických znalostí nebo dovedností, které jsou od nich požadovány k převzetí významného rizika, které je opravňuje participovat na správě svých podniků (spolurozhodování). Pokud jde o místní komunitu, ta by měla mít rovněž adekvátní slovo ve správě podniků v otázkách životního prostředí a zaměstnanosti. Rovněž vláda je významným stakeholderem, neboť sehrává v současné době významnou roli v otázkách blahobytu svých občanů a stanovením právních regulací systému správy v příslušné zemi. Vlády rovněž intervenují v rozdělení zisku podniků prostřednictvím regulací a omezení v tvorbě rezerv podniků a v ochraně dlužníků a jiných zájmových skupin.

Přijetí kontinentálně evropského modelu správy většinou zemí SVE bylo vyvoláno jeho přitažlivostí založenou na některých jeho charakteristikách. Tento model v první řadě zajišťuje přísné oddělení správní a manažerské funkce v podnicích. Umožňuje, alespoň formálně, vlastníkům a dalším stakeholderům kontrolovat strategické chování představenstva. Je vhodnějším systémem správy v podmínkách nedostatečně rozvinutých a nefunkčních kapitálových trhů, které by měly vykonávat vnější kontrolu (Pučko, 2005). Lépe umožňuje širší vliv hlavních stakeholderů na strategické rozhodování podniků mimo jiné také tím, že tito mohou mít své reprezentanty v dozorčí radě.

V posledních letech však proniká do systémů správy společností zemí SVE inspirace z anglo-amerického přístupu, zejména tam, kde anglo-americké přístupy jsou přijaty jako celosvětové standardy, jako jsou kapitálové trhy, účetní standardy, otázky transparentnosti a zveřejňování informací, práv akcionářů apod. Je to dáno zejména tím, že jde o odezvu na potřeby globálních investorů a na pronikání korporací ze zemí SVE na anglo-americké kapitálové trhy.

Tyto vývojové trendy vyvolávají pochybnosti o vhodnosti kontinentálně-evropského modelu správy společností pro země SVE a další otázky týkající se případné konvergence anglo-amerického a kontinentálněevropského modelu v dalším stádiu vývoje systémů společností ve světě. Hovoří pro to tyto faktory (Yeoh, 2007):

- rozšiřující se vliv kodexů dobré správy vycházejících z Principů správy společností OECD,
- rostoucí potřeba tranzitivních ekonomik přitáhnout zahraniční kapitál jako hnací sílu svých ekonomik,
- potřeba podporovat odpovědnost korporací, transparentnost a důvěru v mezinárodní kapitálové trhy,
- potřeba podporovat vyšší účinnost a výkonnost korporací,

- potřeba usadnit přeshraniční kapitálové trhy,
- potřeba urychlit shodu s mezinárodními účetními a finančními standardy.

Kromě toho různé skandály předních kótovaných společností v Německu vyvolaly pochybnosti o významu politiky spolurozhodování v korporacích, kde zástupci zaměstnanců tvořili polovinu dozorčí rady (Yeoh, 2007).

Kontinentálněevropský model, který byl aplikován v podmínkách ještě existujícího širokého rozptylu vlastnictví v zemích SVE, umožňuje vrcholovým manažerům (představenstvu) chovat se nezávisle a držet velkou moc ve svých rukou. Představenstvo má zpravidla největší vliv na rozhodovací procesy nejen v taktickém, ale i strategickém rozhodování. Velmi malý význam je obecně přikládán roli vlastníků. Z toho důvodu je vlastnická kontrola dozorčí radou, kde jsou zastoupeni reprezentanti vlastníků, dosti slabá v těch společnostech zemí SVE, kde je vlastnická struktura dosud rozptýlená. Nedostatek zkušeností a autoritářské přístupy z dřívějších států vlastněných podniků mají za následek omezenou účinnost vlastnické kontroly. Dozorčí orgány mají sklon být slabé, příliš pasivní, málo zasvěcené a dosti neschopné (Pučko, 2005). Dozorčí rada se zpravidla soustřeďuje na jmenování a odvolávání představenstva, určování odměn členům představenstva a obecnou kontrolu výkonnosti společnosti.

Pro země v transformaci se problém vytvoření dobré správy společností jeví jako složitější v důsledku nedostatečně rozvinuté institucionální infrastruktury (Babič, 2010). Základní tržní instituce se musely teprve v průběhu transformace rozvíjet (kapitálový trh, bankovní sektor, investiční fondy, burza cenných papírů apod.) a nedá se říci, že během posttransformačního období se staly funkčními srovnatelně s obdobnými institucemi v rozvinutých tržních ekonomikách (Dallago a Iwasaki, 2007).

Je otázkou, zdali bylo možné reprodukovat najednou všechny instituce z rozvinutých tržních ekonomik do tranzitních ekonomik. Vzhledem k tomu, že standardní instituce se vyvíjely postupně po řadu desetiletí, pouhá implantace těchto institucí do tranzitních ekonomik nepřipadala v úvahu, protože v těchto zemích nejsou stabilizované podmínky a existuje mnoho kulturních rozdílů. Proto tranzitivní ekonomiky musí stále ještě hledat cesty, jak ve světě existující, osvědčené institucionální portfolio co nejučinněji uspořádat ve specifickém kulturním, historickém a ekonomickém prostředí.

4.4 Privatizace a správa společností v zemích střední a východní Evropy

Po pádu komunistických režimů v letech 1989–1990 došlo k *největší vlně přeměny vlastnických vztahů v dějinách moderních ekonomik* (k největší od doby znárodnění čili zestátnění v těchto zemích).

V zemích SVE došlo po roce 1989 k privatizaci většiny dříve státem vlastněných podniků. Transformační privatizace se liší od *klasické* privatizace tím, že je třeba najednou privatizovat obrovské množství podniků. Použití standardních

metod by trvalo několik desetiletí. Byla aplikována široká škála privatizačních metod a byly vytvořeny různé typy vlastnických struktur podniků. Kromě vlastnických struktur přispěly k vytvoření odlišných systémů správy společností a vztahů mezi funkcemi správy a managementu v podnicích politické, kulturní a jiné determinanty.

Vlády v zemích SVE přijaly velice různé přístupy k privatizaci. Například v České republice byla jako nejdůležitější přístup použita *metoda kupónové privatizace*. Základní formou privatizace v Maďarsku byly přímé prodeje státního majetku domácím a zejména zahraničním subjektům. Byla tady uplatněna tzv. *postupná metoda privatizace* (Klusoň, 2010). Polský přístup k privatizaci uplatňoval dvě základní cesty převodu státního majetku: a) kapitálovou privatizaci (prodej akcií vybraným investorům a širší veřejnosti); b) přímé prodeje (Klusoň 2010). Slovensko použilo nejprve kupónovou privatizaci a posléze metodu přímého prodeje (Aguilera a kol., 2011).

Uvedené privatizační přístupy s výjimkou Maďarska vytvořily velice rozptýlené vlastnické struktury v zemích SVE. Objevilo se mnoho jednotlivců, kteří získali vlastnictví, aniž by zaplatili reálné tržní ceny za své akcie. Ve většině případů se proto necítili jako praví vlastníci. Z toho důvodu se začali zbavovat svých malých vlastnických podílů, a to vedlo k procesu koncentrace vlastnictví.

Ve druhé polovině 90. let se podstatně zvýšila vlastnická koncentrace ve většině zemí SVE (Pučko, 2005). Poměrně malá skupina dobře informovaných jednotlivců si byla dobře vědoma mezer v zákonech. Využili tuto příležitost na úkor těch, kteří neměli potřebné informace a neměli sklon k neetickému chování. V krátkém časovém období tak soustředili obrovský objem kapitálu do svých rukou.

Přes růst vlastnické koncentrace v zemích SVE zůstává vlastnický rozptyl u velkých podniků ještě velký. Tato situace umožňuje vrcholovým manažerům podniků držet ve svých rukou příliš velkou moc (Pučko, 2005). Nejsou nuceni věnovat odpovídající pozornost akcionářům svých podniků.

Mezi privatizací a rozvojem struktury podniků a modely správy společností v ekonomikách zemí SVE existuje těsná interakce. Struktura podnikového sektoru byla významně ovlivněna privatizací, neboť byla v zásadě vybudována na základě odstátnění (Leban a Pasechnyk, 2008). Na konci 90. let, kdy privatizace byla dokončena a proces koncentrace vlastnictví již vrcholil, se stala problematika správy společností velice významnou otázkou pro podniky, vládu i akademickou sféru.

V souvislosti s dříve uvedenými přístupy k privatizaci v různých zemích SVE můžeme rozlišit dvě fáze privatizace podle nástrojů použitých k dosažení převodu státního vlastnictví do soukromých rukou (Leban a Pasechnyk, 2008):

- fáze masové privatizace,
- fáze privatizace za hotové peníze.

Na bázi těchto dvou fází privatizace byl následně vyvinut a vybudován specifický model správy společností. Masová privatizace umožnila transformaci velkého počtu veřejně vlastněných malých a středních podniků, v některých zemích rovněž velkých podniků, do soukromých rukou. Privatizace za hotové peníze pokryla velké podniky a zbytek malých a středních podniků.

Masová privatizace a správa společností

Masová privatizace, známá spíše jako kupónová privatizace, spočívá v rozdělení majetku podniků určených k privatizaci touto metodou za nulovou, resp. symbolickou cenu. Jedná se vlastně o *rozdání* části státního majetku obyvatelstvu. Tato metoda byla uvažována s cílem poskytnout všem občanům stejné příležitosti při vyvlastňování státem vlastněných podniků. Tato metoda byla v různém rozsahu použita ve většině zemí SVE. Výjimku tvořilo Maďarsko.

Od této privatizační politiky se očekávalo, že povede k vytvoření kapitálového trhu v příslušné zemi. Současně se předpokládalo, že takto vytvořený kapitálový trh bude pomáhat privatizovaným podnikům při řešení jejich budoucích finančních potřeb. Bohužel tato očekávání zůstala nenaplněna. Účinné trhy, na nichž by se obchodovalo s akciemi, se v důsledku nedostatku kapitálu nevytvořily. Tato situace vedla ke generování zhoubných podmínek pro různé podvodné akce a usnadnila proces zpronevěřování nově privatizovaných aktiv.

Masová privatizace sledovala několik cílů. K nim patřily obměna manažerů, restrukturalizace podniků, přitažení zahraničních investorů, resp. zabránění likvidaci podniků. Tyto cíle nebyly splněny ani v zemích, kde byla masová privatizace určena pro široké vrstvy obyvatelstva, jako tomu bylo v České republice a na Slovensku, ani v zemích, kde masová privatizace byla určena ku prospěchu zaměstnanců privatizovaných podniků, jako tomu bylo v Rusku. Tento závěr byl potvrzen v řadě studií (např. Nellis, 2005; Birdsall a Nellis, 2003).

V souvislosti se správou společností bylo cílem masové privatizace vytvořit rozptýlenou vlastnickou strukturu, odpovědné vlastníky a efektivní manažery, kteří by provozovali podniky směrem k tvorbě hodnoty pro akcionáře. Jak již bylo uvedeno, předpokládala se existence účinně fungujícího sekundárního akciového trhu s tím, že nedostatečné přímé monitorování a kontrola managementu by byly kompenzovány ukázněným působením trhu pro kontrolu společností a vysokou úroveň transparentnosti informací. V praxi však toto nenastalo a masová privatizace postupně vedla k vytvoření určitého hybridního modelu zainteresovaných stran s velkým vlivem dvou největších zainteresovaných stran – bank a vlád. Malá péče byla věnována minoritním akcionářům a zaměstnancům. Na druhé straně dodavatelé a zákazníci byli většinou v lepší pozici vzhledem k nedostatečné zákonné ochraně proti porušování smluv.

V zemích SVE nebyl přítok zahraničního kapitálu omezen a podniky, které nabyli zahraniční investoři, získávaly investice od svých nových vlastníků. Banky byly jedinými poskytovateli financí v podmínkách slabě vyvinutých

akciových trhů. Moc bank byla dokonce zesílena zákonným omezením uvaleným na podniky, kdy podnik například mohl mít pouze jeden bankovní účet.

Privatizace za hotové peníze a správa společností

Druhou metodou, alternativní k masové privatizaci, byla privatizace za hotové peníze, která zahrnuje transfer financí od soukromých investorů k vládě výměnou za státem držené akcie podniků. Přitom byly použity dva postupy (Hučka a kol., 2011):

- *Přímé prodeje podniků investorům* – ať již zahraničním, nebo domácím. Tento postup měl svoje silná omezení v podobě řady obtíží. Za prvé vznikalo v postkomunistických zemích jisté podezření, že investoři ze zahraničí chtějí nakoupit *levně* podniky představující jejich potenciální konkurenci a poté tyto kapacity likvidovat. Druhým problémem byla otázka privatizační ceny, která byla obtížně vypočitatelná. Zájemci tedy nemohli zjistit, jakou hodnotu vlastně podnik má. Navíc se tyto privatizované firmy dostávaly do zcela nového prostředí na domácích i zahraničních trzích, což drasticky měnilo jejich produkční potenciál, většinou k horšímu. Třetím problémem byla otázka ekologických zátěží, které byly s mnoha podniky v komunistických státech spojeny a které investoři odmítali nést. Z celkem pochopitelných důvodů proto požadovali, aby tyto zátěže převzal stát jako původní vlastník. Čtvrtým problémem bylo silné podezření na korupci při prodejkách. Protože nebylo možné určit cenu podle standardních postupů, jaké by byly využity ve vyspělých ekonomikách ve stejné době, nebylo možné cenu *posoudit*. Jelikož přímé prodeje nebyly ve většině zemí prioritní metodou, byly takto privatizovány pouze některé podniky, což korupční podezření zvyšovalo.
- *Veřejné soutěže* – v řadě zemí byly prioritním způsobem prodejků (u menších majetků formou aukce, u větších prostřednictvím výběrového řízení), avšak vzhledem k relativně nízkému zájmu investorů o reálné koupě nebylo většinou možné uskutečnit naprosto standardní výběrová řízení s rozhodujícím parametrem ceny. Místo toho se také s ohledem na výše zmíněné podezření (koupě s účelem pozdějšího uzavření kapacity) kombinovaly ceny s dalšími kritérii, například se závazkem příštích investic.

V případě domácích zájemců o privatizaci státního majetku se však vyskytl problém s původem peněz, které měly být k privatizaci použity. Pokud investor prostředky měl k dispozici, existovala minimálně dvě vážná podezření. Za prvé, že jde o peníze bývalých komunistických struktur nebo peníze vzniklé z trestné činnosti provozované za komunistického režimu, což byl pro nové politické vůdce značný politický problém. Za druhé pak, že investor je nastrčenou osobou, která má privatizovat majetek pro někoho neznámého, skrytého v pozadí. Pověšinou bylo ale řešení daleko prostší a privatizace byla financována bankovními úvěry. To při vysokých úrokových sazbách a dalších faktech nutně vedlo privatizátory k potřebě získávat z koupené firmy dostatek prostředků na splátky. Tímto způsobem byl podvazován další rozvoj podniků, a pokud bychom mohli soudit na základě zkušeností z České republiky, většina takto privatizovaných firem se

ocitla relativně rychle na pokraji krachu a později byla převzata (nebo alespoň klíčové části firmy) novým investorem, povětšinou zahraničním.

Do této skupiny lze zahrnout (kromě jiných investorů, ať už zahraničních, nebo domácích) též skupování privatizovaného majetku manažery – zaměstnanci podniků a šedou privatizaci.

Země SVE zvolily při provádění transformace ekonomiky postupnou liberalizaci trhů tak, aby privatizace byla otevřena zahraničním investorům. Předpokládaným efektem privatizace za hotové peníze bylo přitáhnout tyto zahraniční investory, neboť byla prováděna prostřednictvím aukcí, kde jediným platným kritériem získání příslušného privatizovaného majetku byla ochota zaplatit nejvyšší cenu.

Zhodnocení provedené privatizace v zemích SVE

Provedená privatizace v zemích SVE nedosáhla očekávaných výsledků a její výstupy se velice odchylovaly od svých původních cílů. Někteří kritici dokonce hovořili o selhání reformy v těchto zemích. Jedním z hlavních kritiků provedených reform byl Kornai (1990), který přičítal takové selhání v zemích SVE volbě špatné strategie. Tento autor analyzoval na začátku 90. let dvě možné strategie pro reformu vlastnictví a rozvoj soukromého sektoru:

- *pomalou strategii*, spočívající ve vytvoření podmínek pro rozvoj soukromého sektoru shora – dolů, prodeji podniků zahraničním i domácím strategickým investorům a vytvoření stabilního právního prostředí;
- *rychlou strategii*, předpokládající rychlou eliminaci státního vlastnictví, rozdělení velké části státem vlastněných podniků bezplatně a stejným dílem obyvatelstvu a liberalizaci trhů a cen.

Kornai kritizoval rychlou strategii a varoval před ní. Přesto většina zemí SVE přijala rychlou strategii ve formě masové privatizace, přičemž jako důvod byla uváděna rychlost, razantnost, konzistentnost a jasná strukturovanost ekonomické transformace a provedení velkého kroku (překonání *kritické míry*), který eliminuje šance návratu k plánované ekonomice. To bylo podpořeno těmito postupovými kroky (Leban a Pasechnyk, 2008):

- *Výměna stávajícího managementu*: nejzřetelnější cestou k tomu bylo vyjmout podniky z rukou vlád a prodat je tomu, u něž byl předpoklad, že je bude spravovat efektivněji.
- *Zábrana rozprodeji aktiv*: jestliže manažeři podniků ztratili možnost privatizovat podnik pro sebe, existovalo riziko, že by zvolili rozprodej nejziskovějších a likvidních aktiv mimo proces privatizace.
- *Zabránění dominanci zahraničního kapitálu*: nepovolená účast zahraničních investorů v kupónové privatizaci vytvořila výhody pro domácí investory, trpící nedostatkem hotovosti. Těm bylo umožněno získat kontrolu

Tabulka 4–2 Průběh privatizace

Fáze privatizace	Rozvoj vlastnických vztahů
<p><i>Fáze 1 – Masová privatizace</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rychlý transfer státního vlastnictví • Segmentované a rozptýlené vlastnictví 	<ul style="list-style-type: none"> • Občané se stávají vlastníky, avšak jako minoritní akcionáři nemají reálnou moc. • Nejemocnějšími stakeholdery se stali: banky, stát, výkonní manažeři, zákazníci, dodavatelé.
<p><i>Fáze 2 – Privatizace za hotové peníze</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Koncentrace vlastnictví • Vertikální integrace • Vytváření konglomerátů 	<ul style="list-style-type: none"> • Moc státu se nemění • Majoritní akcionáři mají dominantní moc • Moc bank klesá • Moc zákazníků a dodavatelů klesá, neboť byli zahrnuti vertikální integrací do konglomerátů • Moc zahraničních investorů – akcionářů se zvýšila
<p><i>Fáze 3 – Postprivatizační období</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Usazení modelu správy • Usazení podnikatelských struktur • Koncentrace rozptýleného vlastnictví • Hledání zahraničních investorů 	<ul style="list-style-type: none"> • Moc hlavních akcionářů vrcholí • Role správního orgánu silně závisí na přijatém modelu správy a na strategii • Zahraniční investoři se stávají mocnými akcionáři • Moc státu se nemění ve státem vlastněných podnicích

Zdroj: Leban a Pasechnyk (2008), vlastní zpracování

nad některými podniky podněcováním bank ze strany vlády, aby jim poskytovaly půjčky.

- *Restrukturalizace podniků pod novými vlastníky:* vlády, které nebyly schopny restrukturalizovat podniky tak, aby se staly konkurenceschopnými v novém tržním prostředí, převedly tuto aktivitu na nové vlastníky.

Závěrem této části shrnujeme průběh privatizace a rozvoj vlastnických vztahů v uvedené tabulce 4–2.

4.5 Vlastnická struktura v zemích SVE

Privatizace v ekonomikách zemí SVE vyvolala odpovídající rozvoj podnikových struktur a správy. Masová privatizace umožnila přeměnu státního vlastnictví do soukromých rukou v relativně krátkém časovém období. Tento způsob transferu vlastnictví vyústil do násobné a rozptýlené vlastnické struktury. Aktiva byla zpravidla privatizována na úrovni závodů a tím umožnila vznik mnoha *středně velkých* podniků a manažeři těchto podniků byli schopni je kontrolovat s menším než 25% vlastnictvím akcií (Leban a Pasechnyk, 2008). Rozptýlené vlastnické struktury byly potenciálními subjekty pro budoucí nepřátelské převzetí.

Masová privatizace byla realizována během kritického období, kdy podniky ve velké míře používaly dluh pro financování operací z důvodu všeobecného nedostatku hotových peněz. To umožnilo manažerům upevnit si moc uvnitř jejich podniků, neboť byli jediní, kteří dokázali a mohli vyjednávat složitý dluhový plán s bankami.

Po realizaci počátečního vyvlastnění státního majetku docházelo v postprivatizačním období k restrukturalizaci a koncentraci průmyslových podniků do konglomerátních skupin. Země SVE prošly na začátku 90. let první vlnou integrace, a to horizontální integrací. Manažeři privatizovaných podniků usilovali o převzetí kontroly jiných podniků z téhož odvětví díky snadnému přístupu, který k nim měli prostřednictvím jejich členství v *nomenklaturních skupinách*. Dalším krokem byla vertikální integrace přes hodnotový řetězec (od surovin ke konečným výrobkům) do finančně-průmyslových skupin. Tento průběh měla postprivatizační fáze zejména v Rusku (Leban a Pasechnyk, 2008).

Země SVE otevřely své trhy zahraničním investorům. Ti posléze žádali moderní korporátní zákony a transparentnější management podniků. Tyto země v úsilí o vstup do EU postupně implementovaly západoevropské standardy správy společností.

Současně s výše uvedenými procesy docházelo v zemích SVE v druhé polovině 90. let ke koncentraci vlastnictví, která dosáhla vysoké úrovně znovu od roku 2001. Poměrně malá skupina dobře informovaných investorů si byla dobře vědoma skulin v legislativě. Využili těchto skulin na úkor těch, kteří nebyli tak dobře informováni a prostřednictvím neetického chování soustředili v krátkém období nesmírnou částku kapitálu ve svých rukou.

Klapper a kol. (2006) analyzovali vlastnickou strukturu na vzorku podniků ve třech zemích SVE (Česká republika, Maďarsko, Polsko). Výsledky shromáždili v dále uvedené tabulce 4–3.

Z tabulky 4–3 vyplývá několik faktů:

- největší koncentrace vlastnictví je v České republice, kdy 69 % akcií bylo koncentrováno u největšího akcionáře a 89 % u pěti největších akcionářů. Na druhé straně má ČR nejvyšší podíl zbývajícího státního vlastnictví;
- zahraniční vlastnictví je nejvýraznější v Maďarsku. Je tomu tak proto, že Maďarsko otevřelo svou ekonomiku přímým zahraničním investorům dříve než jiné země SVE a že maďarská vláda vyvinula značné úsilí pro přitažení zahraničních investorů;
- Polsko má relativně méně koncentrované vlastnictví ve srovnání s ČR a Maďarskem. To má údajně tři důvody: přístup investorů k většímu objemu informací o firmě; rozvinutější efektivní mechanismy pro monitorování firem; omezení úrovně vlastnické koncentrace na varšavské burze.

O koncentraci akciových podílů v českých, maďarských a polských podnicích podrobněji vypovídají dále uvedené tabulky 4–4 a 4–5.

Z tabulek 4–4 a 4–5 vyplývá:

- přímé zahraniční vlastnictví pozoruhodně vzrostlo v České republice z 32,5 % v roce 2004 na 58,6 % v roce 2008. Obdobný nárůst, ovšem mírnější, je pozorovatelný v Maďarsku, zatímco v Polsku podíl zahraničního vlastnictví stagnuje okolo 21 %;

Tabulka 4–3 Vlastnická struktura v podnicích SVE, v roce 2001

Země	Počet podniků	% podniků s vlastnictvím			Průměrné % akcií podniku držené			% podniků s největším akcionářem vlastním více než 50 %
		zahraničním	státním	bankovním	zahraničním vlastníkem	největším akcionářem	pětí největšími akcionáři	
Česká republika	74	47	27	11	38	69	89	70
Maďarsko	56	70	7	18	43	52	96	52
Polsko	56	32	11	4	19	39	64	25
Celkový vzorek*	224	46	17	11	31	56	83	54

Zdroj: Klapper a kol. (2006)

* původní data zahrnují Slovenskou republiku

Tabulka 4–4 Přímá koncentrace akciových podílů v podnicích ČR, Maďarska a Polska, 2004–2008

Rok	ČR				Maďarsko				Polsko			
	Největší akcionář	Tři největší akcionáři	Zahraniční akcionáři	Domácí akcionáři	Největší akcionář	Tři největší akcionáři	Zahraniční akcionáři	Domácí akcionáři	Největší akcionář	Tři největší akcionáři	Zahraniční akcionáři	Domácí akcionáři
2003	53,9	84,9	29,4	70,6	42,6	64,1	52,5	47,5	39,7	53,6	26,5	73,5
2004	53,1	80,9	32,5	67,5	46,0	64,3	47,2	52,8	40,9	57,9	20,4	79,6
2005	52,4	80,4	31,5	68,5	43,8	64,6	53,4	46,6	41,0	57,6	22,3	77,7
2006	56,7	75,7	48,4	51,6	41,8	60,2	57,2	42,8	42,4	59,5	20,6	79,4
2007	63,4	82,6	57,7	42,4	49,6	65,4	62,2	37,8	40,4	59,3	19,7	80,3
2008	60,6	76,0	58,6	41,4	54,2	71,5	70,6	29,4	36,2	50,4	21,9	78,1
průměr	56,7	80,7	43,0	57,0	48,7	68,0	57,2	42,8	41,0	59,3	21,9	78,1
SD	20,4	20,0	–	–	25,1	27,6	–	–	24,0	28,4	–	–
Min	1,7	0,6	–	–	4,5	6,7	–	–	3,5	3,5	–	–
Max	100,0	100,0	–	–	100,0	100,0	–	–	100,0	100,0	–	–
N	71	71	71	71	96	96	96	96	1,228	1,228	1,228	1,228

Zdroj: kompilováno z databáze Amadeus (Aguilera a kol., 2011)

- pokud jde o vlastnictví jednotlivců v letech 2004–2008, největší podíl mají jednotlivci v Polsku (37,6 %), zatímco v České republice a Maďarsku je tento podíl nevýznamný;
- podíl státního vlastnictví zůstal největší v České republice (12,7 %), kdežto v Maďarsku a Polsku podíl státního vlastnictví je malý;
- institucionální investoři tvoří velice významnou skupinu vlastníků v České republice (32,2% podíl), zatímco v Maďarsku a v Polsku je jejich vlastnický podíl mnohem nižší (12,2 %, resp. 14,1 %);

Tabulka 4-5 Průměrné přímé akciové podíly firem v SVE podle typu akcionáře, %, 2004–2008

Země	Typ akcionáře					
	Jednotlivci	Vláda	Banky	Institucionální investoři	Průmyslové firmy	Jiní
ČR	1,0	12,7	2,8	32,2	44,0	7,4
Maďarsko	4,3	2,4	2,7	12,2	62,8	15,6
Polsko	37,6	4,8	2,9	14,1	40,1	0,4

Zdroj: kompilováno z databáze Amadeus (Aguilera a kol., 2011)

- vlastnictví průmyslovými podniky (křížové vlastnictví) tvoří největší podíl ve všech třech státech a dosahuje nejvyšší hodnoty v Maďarsku (62,8 %), zatímco v České republice 44 % a v Polsku 40,1 %.

Přes růst vlastnické koncentrace v ekonomikách SVE je vlastnický rozptyl ještě velký, pokud jde o velké podniky. Tato situace umožňuje vrcholovým manažerům držet příliš velkou moc ve svých rukou. Nejsou nuceni věnovat odpovídající pozornost akcionářům svých podniků. Na druhé straně taková vlastnická struktura podniků nezaručuje přítok nového kapitálu do podniků.

4.6 Právní rámec správy společností v zemích SVE

V zemích SVE se právní rámec správy společností postupně vyvíjel od roku 1990. Na začátku procesu transformace chyběly nutné předpoklady pro vhodné zákonné infrastrukturalní a finanční instituce. Bylo zapotřebí připravit příslušnou legislativu, pokud se týká změněných vlastnických práv, bankrotu společností a požadavků na podávání finančních zpráv. Tato legislativa je již ve většině zemí SVE zavedena, avšak účinnost jejího vynucování mezi jednotlivými zeměmi značně kolísá a je potřebný další institucionální rozvoj. Například v zemích SVE, v nichž byla privatizace z velké části založena na vytvoření investičních fondů, vznikly problémy s účinností a funkčností těchto fondů. Dále existovaly problémy v otázkách spravedlivého rozdělení státního majetku, neboť manažeři a zaměstnanci jako držitelé moci v některých podnicích získali značné podíly kmenového jmění v procesu privatizace těchto podniků. Zaměstnanci, kteří měli to štěstí, že pracovali v ziskových podnicích, z privatizace výhodně těžili, zatímco zaměstnanci, kteří pracovali ve ztrátových podnicích, z privatizace neměli žádný prospěch. To mělo různé důsledky pro přijatelnost a případně rychlost privatizačních programů. Země SVE se v postprivatizačním období potýkaly s problémy nedokonalého systému správy společností a morálního hazardu.

V zemích SVE byl v posledních letech učiněn významný pokrok v určitých aspektech institucionální reformy, avšak situace se mění podle zemí a problémů. V souvislosti se směřováním k připojení do EU příslušné země přijaly korporátní legislativu v souladu se standardy EU. Většina zemí již přijala kodexy dobré

praxe správy společností v průběhu let 2000–2005 a aplikovala tzv. přístup *dodrž nebo vysvětlí*, kdy veřejně obchodované společnosti jsou povinny splnit ustanovení kodexu anebo vysvětlit důvody nedodržování regulačnímu orgánu.

Právní rámec správy společností v zemích SVE zpravidla zahrnuje tyto problémy:

- firemní právo (vč. zákona o obchodních společnostech),
- regulace kapitálových trhů,
- regulace bankovníctví,
- ochrana investorů,
- kontrola a transparentnost,
- účetnictví a audit,
- úpadek a platební neschopnost,
- vynucování smluv,
- přijímání a vynucování záruk, apod.

Je nezbytný další rozvoj pro dosažení úplných institucionálních standardů vyzrálých tržních ekonomik. Obecnou zkušeností institucionální změny v zemích SVE, zejména v raných stádiích transformace, je existence častých změn zákonů a směrnic. Procedury kladou příliš velký důraz na soudní systém ve smluvních záležitostech namísto řešení ekonomických otázek. Vážným problémem v zemích SVE je absence informačních systémů pro ocenění rizika a věrohodnosti firem a pro účinnou alokaci kapitálu.

4.7 Správní orgány v ekonomikách zemí SVE

Stejně jako v jiných zemích kontinentální Evropy fungují podniky v zemích SVE s dvouúrovňovou strukturou správních orgánů s oddělenou manažerskou radou (představenstvo) a dozorčí radou. V některých případech, zejména u malých podniků, může být zřízení dozorčí rady předmětem volby.

Funkce dozorčí rady je v podstatě stejná napříč zeměmi SVE. Hlavním účelem dozorčí rady je být nepřímým prostředkem akcionářů pro uplatňování kontroly nad tím, jak představenstvo provozuje podnik, v mezidobí mezi dvěma valnými hromadami. Dozorčí rada se schází mnohem častěji než valná hromada a může v některých případech být schopnější zhodnotit informace poskytované podnikem, než by to mohli udělat samotní akcionáři. Má pravomoc kontrolovat hlavní rozhodnutí učiněná představenstvem a pro valnou hromadu akcionářů má zpravodajské povinnosti. Členové dozorčí rady jsou obvykle jmenováni valnou hromadou a v některých zemích legislativa vyžaduje, aby část členů dozorčí rady byla volena zaměstnanci v případě, že podnik má více než určitý počet zaměstnanců. V zemích, jako je Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovensko a Slovinsko, má být třetina členů dozorčí rady volena zaměstnanci. V praxi jsou reprezentanti zaměstnanců v dozorčí radě zpravidla funkcionáři odborové organizace v podniku nebo z centrálních odborových orgánů. Teoreticky má dozorčí rada hrát monitorovací a strategickou roli.

Zastupitelský problém, s nímž se setkáváme, když manažeři řídí podnik podle svých vlastních zájmů, není příliš častý a vyskytuje se vždy, když dozorčí rada hraje pouze formální roli (Leban a Pasechnyk, 2008).

Vztahy mezi vlastníky a manažery prošly podobným vývojem jako celý podnikový sektor. Počátkem 90. let v rámci privatizace vznikla celá řada vlastníků – manažerů.

Začátkem 21. století, když podniky rychle rostly v náročném konkurenčním prostředí, vlastníci – manažeři byli nuceni obrátit se k delegování některých svých manažerských funkcí na profesionální výkonné manažery. Nedostatek profesionálních manažerů v zemích SVE vedl k tomu, že byli zváni manažeři z předních nadnárodních korporací, aby řídili domácí podniky. Toto řešení se ukázalo šťastné, neboť tito manažeři přinesli do domácích podniků nejlepší manažerské praktiky, nové kontakty a vyvolali rostoucí renomé podniku mezi zahraničními investory (Leban a Pasechnyk, 2008).

Téměř všechny ekonomiky zemí SVE přijaly dvouúrovňový systém správního orgánu. Dozorčí rada musí být zřízena pro všechny akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným nad určitou velikostí.

Pouze několik zemí, jako je Lotyšsko, Slovinsko a Maďarsko (od roku 2006), realizovalo smíšený systém s možností mezi jednoúrovňovým a dvouúrovňovým systémem. Výjimku tvoří Rusko, kde se konstituoval jednoúrovňový správní orgán – rada ředitelů (Klusoň, 2010).

Valná hromada provádí rozhodnutí většinovým hlasováním reprezentantů akciového kapitálu s výjimkou určitých případů, kdy je požadována kvalifikovaná většina. Jestliže podnik má jednoúrovňový správní orgán, valná hromada jmenuje od tří do patnácti členů rady ředitelů (Leban a Pasechnyk, 2008).

Struktura dozorčí rady je definována vztahy mezi vlastníky a manažery. Jestliže vlastník řídí podnik sám jako ředitel, dozorčí rada hraje formální roli a je složena většinou s přidružených osob. Naopak, jestliže vlastník deleguje manažerské funkce na výkonné manažery, jmenuje sebe a zasvěcené osoby do dozorčí rady. Nezávislý externí ředitel je v zemích SVE výjimkou. Pouze podniky, které pronikly na akciové trhy, uvažují o zřízení nezávislých ředitelů.

Pokud jde o odměňování výkonných manažerů, tato oblast je nejvíce divergentní oblastí mezi zeměmi SVE z hlediska regulace odměn. Nejvíce liberální situace je pravděpodobně v Maďarsku, kde existuje pouze několik limitů pro odměny ředitelů a žádná povinnost zveřejnit úroveň odměn výkonných ředitelů. Na opačné straně stojí naopak Česká republika, kde kótované společnosti musí zveřejňovat odměny ředitelů a dalších vyšších manažerů za správní orgán jako celek ve svých ročních zprávách.

4.8 Hlavní nedostatky existujících systémů správy společností v zemích SVE

Na začátku transformace zemí SVE po roce 1989 byla většina podniků ve státním vlastnictví. Přijaté přístupy privatizace v jednotlivých zemích vedly k tomu, že velké státní podniky byly přeměněny na soukromé subjekty, zpravidla akciové společnosti. Významný podíl výkonných manažerů státních podniků byl nahrazen novými, mladšími podnikavými jednotlivci, kteří museli v krátké době shromáždit novou řadu znalostí a nových dovedností. V řadě zemí v souvislosti s přijatými privatizačními postupy bylo vytvořeno dosti rozptýlené vlastnictví a vysoký podíl interních osob jako vlastníků (Česká republika, Polsko, Slovinsko), což otevřelo mocenské boje mezi externími vlastníky, výkonnými manažery a zaměstnanci podniků. Externí vlastníci, často jako investiční fondy, jednaly s cílem spíše ochránit své majetkové podíly než maximalizovat hodnotu svých podniků. Zaměstnanci jako interní zainteresovaná strana sledovali především cíl dosáhnout co možná nejvyšších výdělků. Výkonní manažeři se pokoušeli chránit své manažerské pozice.

V takových podmínkách nebyla v první polovině 90. let vytvořena třída dobře definovaných vlastníků. Byl sice vybudován systém tržních institucí, avšak usazení nových vlastnických struktur vyžadovalo čas. Další nové požadavky se vytvořily v souvislosti se zavedením systému spolurozhodování zaměstnanců v systémech správy společností v některých zemích SVE. Veškeré výše uvedené transformační procesy přispívaly k tomu, že nové modely správy společností v zemích SVE neposkytovaly příznivé výsledky.

Po ukončení procesu privatizace začal konsolidační proces vlastnictví podniků. V něm sehrávaly důležitou roli tři skupiny zainteresovaných stran (Pučko, 2005). Pokud jde o externí investory, ti se snaží konsolidovat svou správní sílu v menším počtu podniků. Výkonní manažeři se zase pokoušejí chránit a koncentrovat svou manažerskou moc, zpravidla zvýšením svých vlastnických podílů, příp. použitím vhodné akviziční strategie. Na druhé straně zaměstnanci jako interní vlastníci ztrácejí postupně své vlastnické podíly a nabytou moc při správě svých podniků.

Další dostupné poznatky z postprivatizačního vývoje ukazují tyto hlavní nedostatky existujících systémů správy společností v zemích SVE:

- obecně nejslabší stránkou správy společností v zemích SVE je vymahatelnost obchodního práva včetně práva úpadkového;
- mezery v legislativě měly za následek vytvoření nesystémového podnikatelského prostředí, což mnohdy vedlo k rozkrádání privatizovaných podniků a zanedbání jejich restrukturalizace;
- není důsledně legislativně ošetřeno koncentrované vlastnictví podniků;
- omezená možnost větších podniků hledat část zdrojů na veřejném trhu v zahraničí v důsledku nezačlenění mezinárodních standardů kapitálového trhu do legislativy;