

POTŘEBA REGULACE KAPITÁLOVÉHO TRHU VYPLÝVAJÍCÍ Z KONFLIKTU ZÁJMŮ MEZI VLASTNÍKY A MANAŽERY PODNIKŮ

ROMANA NÝVLTOVÁ

Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické v Brně, Česká republika

Abstrakt v rodném jazyce

Fungování kapitálového trhu je založeno na participaci dokonale informovaných účastníků. V ekonomické realitě však z důvodu zastoupení (vztah principál - agent) vzniká informační asymetrie, která vede k problémům označovaným jako negativní, nežádoucí výběr a morální riziko. Cílem příspěvku je poskytnout detailní pohled na tuto problematiku a prezentovat přístupy různých autorů. Příspěvek byl zpracován za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu GAČR č. 402/08/P531.

Klíčová slova v rodném jazyce

Kapitálový trh, pán - správce, nepříznivý výběr, morální riziko.

Abstract

Capital market functioning is based on the participation of well informed parties. However, due to the principal-agent reasons information asymmetry occurs and leads to adverse selection and moral hazard problems. The goal of the paper is to provide detailed view of this issue and to discuss attitudes of several authors. This paper is presented with the support of the Czech Science Foundation, the grant No. GAČR 402/08/P531.

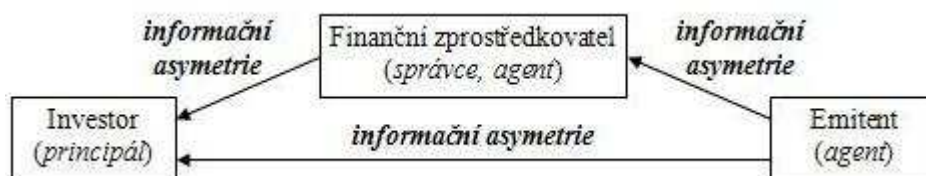
Key words

Capital market, principal-agent, adverse selection, moral hazard.

1. ÚVOD

Ve vyspělých ekonomikách patří kapitálový trh, respektive trh cenných papírů jako celek, k nejvíce regulovaným ekonomickým segmentům. Silná potřeba regulace vychází ze skutečnosti, že fungování kapitálového trhu je založeno na informacích, respektive na participaci dokonale informovaných účastníků. V ekonomické realitě však nemají všichni účastníci trhu ve stejný okamžik stejné informace, vyskytují se zde více i méně informovaní a kvalifikovaní či zkušení investoři disponující více či méně úplnými soubory kurzotvorných informací. Tato informační asymetrie vzniká z důvodu zastoupení, kdy agentem může být dle typu financování (přímé, polopřímé či nepřímé) buď finanční zprostředkovatel (např. investiční společnost) nebo přímo management podniku emitujícího cenné papíry (viz obrázek 1).

Dalším důsledkem existence nestejně vybavených účastníků trhu jsou negativní externality, kdy jednání silných hráčů na trhu, kteří prosazují své zájmy, ovlivňuje ostatní účastníky, kteří ze své pozice nemají možnost situaci sami ovlivnit. V této souvislosti se hovoří o existenci finanční nakažlivosti (contagion), která vyvolává potřebu zabránit šíření dopadů ekonomických problémů významných účastníků trhu (např. investičních firem, bank, podílových fondů atp.) na ostatní účastníky.



Obrázek 1: Vznik informační asymetrie v zástupném vztahu principál - agent (pán - správce)

Skutečnost, že je kapitálový trh deformován neúplnými a nesouměrnými informacemi vede ze strany aktérů transakcí v postavení agentů k problémům označovaným jako negativní, nežádoucí či nepříznivý výběr (adverse selection) a morální riziko (moral hazard). Touto problematikou se zabývá například Hlaváček a Hlaváček (2006), Kotzian a Thurner (2001), Sojka (2001) či Sung (2005).

V případě nepříznivého výběru dochází ke zneužívání principálovi nedostupných informací při uzavírání smluvních vztahů i v jejich průběhu. Jedná se o problém skrytých informací, kdy jedna strana trhu nemůže sledovat kvalitu produkce na druhé straně trhu. Tam, kde dochází k negativnímu výběru, jsou z trhu vytlačovány kvalitnější statky a „méně žadouc“ účastníci trhu se budou účastnit směny spíše než ostatní. Výsledkem je pak vytěšňování kvalitnější produkce z trhu produkcí méně kvalitní.

K morálnímu hazardu, který lze označit jako problém skrytého chování, dochází až po uzavření kontraktu. Osoba agenta je separována od rizika spojeného s investováním prostředků. Informovaný účastník transakce (agent v roli finančního zprostředkovatele či manažera podniku) zneužívá deficitu informací na straně principála pro oportunitní chování, při kterém maximalizuje svůj užitek a snižuje užitek ostatních, neinformovaných účastníků tržní transakce.

Cílem tohoto příspěvku je poskytnout detailní pohled a prezentovat názory vybraných autorů na problematiku konfliktu zájmů mezi vlastníky a manažery podniků z hlediska vzniku potřeby regulace kapitálového trhu. V této souvislosti je v příspěvku zmíněna i problematika zastoupení v rámci nepřímého financování, kdy mezi vlastníky a manažery vstupuje finanční zprostředkovatel. V závěrečné části se pak příspěvek věnuje struktuře samotné regulace kapitálového trhu ve vztahu k této problematice. Příspěvek byl zpracován za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu GAČR č. 402/08/P531 Vybrané úvahy o zdrojích financování z kapitálových trhů v podmínkách českých nadnárodních podniků.

2. KONSEKVENCE KONFLIKTU ZÁJMŮ MEZI VLASTNÍKY A MANAŽERY

S růstem velikosti podniku a počtu jeho vlastníků se zvyšuje četnost výskytu situací, kdy vlastníci samotné řízení podniku přenechávají agentům a kdy tedy dochází k separaci vlastnictví od řízení. Vzniká tak typický zástupný vztah principál – agent (pán – správce) a související problém zmocnění (agency problem). V případě absence jakýchkoliv vnějších zásahů lze předpokládat, že manažeři budou prosazovat své individuální zájmy a jednat ve svůj prospěch. Zatímco cílem vlastníků je maximalizace tržní hodnoty podniku, zájem manažerů se soustřeďuje výrazněji na udržení pracovního místa, na minimalizaci rizika podnikání a na získání různých osobních výhod. Existence konfliktu zájmů je umožněna informační asymetrií, která vlastníkům brání rozpoznat a zamezit realizaci oportunitního chování manažerů. Jelikož se manažeři fyzicky účastní procesu řízení a rozhodování, mají ze všech stakeholderů nejlepší přístup k informacím.

Každý vlastník vynakládá úsilí na monitorování chování manažerů tak, že vyrovnává mezní výnos monitorování s mezními náklady. Je-li vlastnická struktura příliš rozptýlena, pak drobný akcionář nese plné náklady monitorování chování manažerů, ale získává jen zanedbatelnou část výnosu. Racionální je tedy chovat se jako černý pasažér. V případě, že se tímto způsobem chová většina akcionářů, mohou jimi manažeři snadno manipulovat a získat jejich souhlas pro dosažení vlastních záměrů, i pokud se rozcházejí s preferencemi vlastníků. V tomto případě oportunismus manažerů teoreticky není nijak omezen.

Konflikt zájmů mezi vlastníky a manažery zmínil již Smith (1976), když napsal: „Ředitelé akciových společností jsou správci peněz jiných lidí, nikoli svých vlastních a nelze očekávat, že se o ně budou starat se stejnou úzkostlivou ostražitostí, se kterou se podílníci v soukromých podnicích starají o své podíly.“ Oddělením vlastnictví od kontroly se dále zabýval Berle a Means (1932). Zásadní teoretickou prací je v tomto směru pak zejména publikace Jensena a Mecklinga (1976), kteří prokazují, že jsou-li principál (vlastník) a agent (manažer) racionálními maximalizátory užitku, pak lze předpokládat, že agent se nebude vždy chovat v dokonalém souladu se zájmy vlastníka a že sladění těchto zájmů implikuje vznik agenturních nákladů (agency costs) jako součtu:

- Monitorovacích nákladů principála (monitoring expenditures);
- Nákladů agenta na vytvoření záruk (bonding expenditures), jejichž vznik souvisí se situacemi, kdy agenti vytvoří určitý závazek, který garantuje principálům, že nepřijmou rozhodnutí, která by principála poškodila;
- Reziduální ztráty (residual loss), která vzniká, jelikož zájmy manažerů a vlastníků nelze nikdy sladit stoprocentně.

Důvodem vzniku agenturních nákladů je odlišnost cílů vlastníků (maximalizace tržní hodnoty podniku) od cílů manažerů. Williamson (1963) hovoří v souvislosti s cíli manažerů o preferenci výdajů (expense preference) na statky nepeněžního charakteru, které přináší manažerům užitek přesahující jejich skutečnou produktivitu a přitom se jedná o méně viditelný způsob než extrahování peněžních rent. Jedná se například o nákup firemních automobilů, luxusního vybavení kanceláře či lukrativní lokace místa podnikání (peculiary benefits, pet projects).

Mezi další projevy oportunismu manažerů patří dle Kudrny (2002) vážnoucí pracovní nasazení managementu (managerial slack) spočívající v neochotě nést osobní náklady vyplývající z náročné nutnosti řídit a neochota manažerů odejít (entrenchment) v okamžiku, kdy již nejsou schopni podnik efektivně řídit. Klasickým zdrojem agenturních nákladů je dále vyvádění zisků či majetku a manipulace ekonomických výsledků (dubious accounting) s cílem maximalizovat bonusy v případě, kdy jsou odměny manažerů vázány na určité výkonnostní parametry.

Donaldson (1984) zjistil, že manažeři jsou při svém jednání ovlivňováni dvěmi zásadními skupinami motivů:

- Přežití: Manažeři se snaží zajistit takový objem zdrojů, který zajistí podniku (i jim) dlouhodobou existenci. Proto také vykazují značnou averzi k riziku;

- Nezávislost a soběstačnost: Manažeři se snaží získat možnost rozhodovat svobodně a nezávisle na jiných subjektech či na finančním trhu. Proto se spíše přiklánějí k využití interně generovaného cash flow než k emisi dalších akcií.

Z motivů Donaldsona (ibid.) vyplývá, že cílem manažerů je maximalizace bohatství podniku (corporate wealth) ve smyslu maximalizace bohatství, jenž je pod jejich efektivní kontrolou. Toto bohatství se zvyšuje s růstem velikosti podniku a s minimalizací rozsahu nových emisí akcií, což zjevně nemusí implikovat růst tržní hodnoty podniku pro jeho vlastníky.

3. PODSTATA KONFLIKTU ZÁJMŮ MEZI INVESTORY A AGENTY V ROLI FINANČNÍCH ZPROSTŘEDKOVATELŮ

S růstem objemu finančních transakcí a množství investičních příležitostí vzniká při jejich uskutečňování potřeba využít služeb finančních zprostředkovatelů, kteří jsou schopni redukovat náklady vyplývající ze selhání, frikci a nedokonalostí kapitálového trhu a finančního systému vůbec. Kromě toho, že finanční zprostředkovatelé dosahují významné úspory z rozsahu v oblasti informačních a transakčních nákladů, mohou alespoň částečně eliminovat i fenomén skryté informovanosti. Tržní nedokonalosti jako důvod pro existenci finančních zprostředkovatelů definuje a analyzuje například Benston a Smith (1976).

V rámci nepřímých transakcí na kapitálovém trhu investoři (střadatelé, poskytovatelé zdrojů) delegují monitoring podniků (resp. manažerů) na finanční zprostředkovatele. Ti se tedy ve vztahu k investorům dostávají do role agentů a opět tak vzniká typický zástupný problém. Obchodní transakce finančních zprostředkovatelů, jejichž účelem je dosažení nezákonného zisku jsou označovány jako nelegální obchody. Dle Musílka (2002, str. 108-110) patří mezi nejrozšířenější nelegální obchodní praktiky:

- Obcházení regulatorního systému provozováním licencované činnosti bez povolení příslušného regulatorního orgánu;
- Obchodování na základě neveřejných informací, které je označováno jako insider trading a které spočívá ve zneužívání veřejnosti neznámých kurzotvorných skutečností týkajících se emitentů cenných papírů, a to buď primární osobou (která získává informace ze svého zaměstnaneckého vztahu k emitentovi) nebo osobou sekundární (která získává informace od primární osoby). Zejména u menších emisí může insider trading vyvolat výrazné kolísání cen;
- Zneužívání svěřeného majetku metodou assets stripping neboli odčerpáváním peněžních prostředků z klientských účtů záměrně nevýhodnými transakcemi ve prospěch majetkových správců či investičních zprostředkovatelů (agentů);
- Nedostatečné oddělení aktivit investičních zprostředkovatelů vyvolávající konflikt zájmů mezi vlastními a cizími obchody, kdy jsou upřednostňovány zájmy agentů před zájmy investorů (principálů);
- Manipulace tržních cen realizací prací prodejů (wash sales či bed and breakfasting), nelegálními obchodními skupinami, pyramidováním dluhu či skupováním trhu. Práci prodeje spočívají ve vyvolání iluze poklesu tržní ceny odprodejem významného objemu investičního instrumentu a jeho následnou koupí za nižší cenu. Nelegální obchodní skupiny sdružují osoby, které skupují převážnou většinu investičních instrumentů, následně pomocí

najatých profesionálních osob doporučují koupi těchto instrumentů a zvyšují poptávku po nich s cílem prodeje se ziskem. Obdobné je skupování trhu, které je založeno na monopolním chování jedné osoby, která skoupí veškeré investiční instrumenty a následně manipuluje s tržní cenou. Pyramidování dluhu je založeno na nákupu investičních instrumentů z vypůjčených prostředků v rozporu s vypůjčnými podmínkami.

4. STRUKTURA REGULACE KAPITÁLOVÉHO TRHU V NÁVAZNOSTI NA KONFLIKT ZÁJMŮ MEZI VLASTNÍKY A MANAŽERY

Asymetrii informací není nutno považovat vždy za natolik fatální problém trhu, že si s ním trhy nedokáží poradit. Tam, kde však nabývá podoby tržního selhání, není možné jiné než regulační řešení. Je zřejmé, že regulace trhu by měla být vždy taková, aby na jedné straně omezovala výše uvedené negativní jevy a problémy, ale na druhé straně neomezovala efektivní fungování a stabilitu trhu jako celku. Jejím cílem by měla být především podpora transparentnosti, zabezpečení důvěryhodnosti a ochrana investorů.

Regulace kapitálového trhu se skládá z dílčích regulatorních prvků, mezi které patří zejména regulace informační povinnosti emitentů a regulace investičních firem.

Cílem regulace informačních povinností emitentů je omezit vznik informační asymetrie tak, aby zajišťovala úplné, aktuální a pravdivé informace účastníkům trhu o emitovaných a obchodovaných instrumentech. Avšak jak výstižně uvádí Musílek (2002, str. 108), regulatorní instituce ve vyspělých státech neurčují to, zda je emitent více či méně bonitní. Jejich úkolem je především stanovovat informační požadavky, vynucovat jejich plnění a prověřovat pravdivost zveřejňovaných informací.

Regulace investičních firem se zaměřuje jednak na stanovení podmínek a předpokladů pro vstup společností do odvětví (resp. pro získání příslušné licence) a povinností při výstupu z odvětví (resp. při odejmutí licence) a jednak povinností, které musí společnost dodržovat při poskytování služeb tak, aby bylo zajištěno důvěryhodné a plně konkurenční investiční prostředí.

Regulace spočívá ve stanovení podmínek a pravidel pro fungování kapitálového trhu, zákonných povinností a práv subjektů, které na něm působí. Činností, která směřuje ke zjištění, zda se dané podmínky a pravidla dodržují a povinnosti plní, je dozor (dohled). Zákonnou regulaci a dohled zajišťuje stát prostřednictvím k tomu zřízených a kompetenčně vybavených institucí. Nedílnou součástí celého regulatorního rámce kapitálového trhu je seberegulace, v rámci níž jednotlivé subjekty na trhu ukládají sami sobě povinnosti, které jdou nad rámec zákonů. Jedná se zejména o pravidla z oblasti etiky podnikání a nejlepší praxe na trhu. Jejich dodržování je dobrovolné nebo je vymáháno (a případně sankcionováno) profesními sdruženími s dobrovolným či povinným členstvím. Ve světové praxi existují v podstatě dvě koncepce, z nichž první je založena na delegování určitých pravomocí státního orgánu na seberegulující se organizace a druhá na úzké spolupráci státního dozoru se seberegulujícími se organizacemi (konzultační charakter bez delegování výkonných pravomocí).

Probíhající procesy internacionalizace kapitálových trhů a aktivit investičních firem vyvolává potřebu harmonizace regulatorních přístupů jednotlivých zemí. Nejdůležitější roli v celosvětové harmonizaci hraje Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry (International Organization of Securities Commissions), která vznikla v roce 1983 a mezi jejíž hlavní priority v současné době patří:

- Součinnost vedoucí ke zlepšení regulace s cílem zachovávat spravedlivé, výkonné a dobře fungujícího trhu;
- Výměna informací a zkušeností s cílem podporovat rozvoj domácích trhů;
- Společné úsilí zaměřené na efektivní dohled nad mezinárodními transakcemi s cennými papíry a na standardizaci těchto transakcí;
- Vzájemná pomoc při prosazování integrity trhů prostřednictvím důsledného uplatňování stanovených standardů a současně efektivního vymáhání nápravy v případě jejich porušení (ČNB, 2003).

Na evropské úrovni byl rozhodnutím Evropské komise v červnu 2001 založen nezávislý Výbor evropských regulátorů cenných papírů (CESR), jehož úlohou je mimo jiné zlepšení koordinace mezi evropskými regulátory cenných papírů.

Literatura:

- Akerlof, G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics, 1970, vol. 84. iss. 3, s. 488 – 500. ISSN 0033-5533.
- Benston, G.J. - Smith, C.W. A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation [online]. Journal of Finance, vol. XXXI, iss. 2, May 1976, s. 215-31 [cit. 2007-01-03]. Dostupné z <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=2&hid=117&sid=5a12bbfa-748e-444d-96d2-2613466b31cf%40sessionmgr106>>
- Berle, A. - Means, G. The Modern Corporation and Private Property. New York: Commerce Clearing House, 1932 (original edition).
- ČNB. Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry - International Organization of Securities Commission [online]. Praha: Česká národní banka, 03.06.2003 [cit. 2008-01-01]. Dostupné z <http://www.sec.cz/export/CZ/Evropska_unie_a_mezinarodni_spoluprace/Mezinarodni_spoluprace.page>.
- ČNB. Informace o Výboru evropských regulátorů cenných papírů - Committee of European Securities Regulators [online]. Praha: Česká národní banka, 25.05.2004 [cit. 2008-01-01]. Dostupné z <http://www.sec.cz/export/CZ/Evropska_unie_a_mezinarodni_spoluprace/Mezinarodni_spoluprace.page>.
- Donaldson, G. Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System. New York: Praeger Publishers, 1984, 224 s. ISBN 0030634148.

- Hanousek, J. - Podpiera, R. Do jaké míry jsou na českém kapitálovém trhu využívány neveřejné informace? Finance a úvěr, 2001, roč. 51, č. 7-8, str. 405 – 416. ISSN 0015-1920.
- Hlaváček, J. - Hlaváček, M. Morální hazard a nepříznivý výběr při maximalizaci pravděpodobnosti ekonomického přížití. IES Working Paper 22/2006 [online]. Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Charles University in Prague, February 2006 [cit. 2007-09-09]. Dostupné z <http://ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/779_wp2006_22_hlavacek.pdf>.
- Jensen, M.C. - Meckling, W.H. Theory of the firm: management behavior, agency cost, and ownership structure. Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4, s. 305–360. ISSN 0304-405X.
- Kotzian, P. - Thurner, P. Comparative Health Care Systems [online]. Paper to be delivered to the ECPR meeting, Grenoble, April 2001 [cit. 2007-09-09]. Dostupné z: <<http://www.mzes.uni-mannheim.de/publications/papers/comparativehcs.pdf> >
- Kudrna, Z. Struktury ovládnutí bank: teorie a empirie. Rigorózní práce [online]. Praha: Univerzita Karlova, Fakulta sociálních studií. 2002 [cit. 2007-12-12]. Dostupné z <http://ies.fsv.cuni.cz/storage/work/31_kudrna2002.pdf>
- Musílek, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- Sojka, M. Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie [online]. Seminář Asymetrické informace - nová cesta ke zdůvodnění státních zásahů? 13.11.2001. Publikováno 21.03.2002 [cit. 2007-12-12]. Dostupné z <<http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=241>>.
- Sung, J. Optimal Contracts Under Adverse Selection and Moral Hazard: A Continuous - Time Approach. The Review of Financial Studies, 2005, vol. 18, iss. 3, s. 1021 - 1073. ISSN 08939454.
- Williamson, O. Managerial; Discretion and Business Behavior. American Economic Review, 1963, vol. 53. 1963. ISSN 1911-2005.

Kontaktní údaje na autora – email:

nyvltova@fbm.vutbr.cz