

KAPITÁLOVÝ TRH A MECHANISMY MONITOROVÁNÍ MANAŽERŮ VÁZANÉ NA VÝVOJ TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU

ROMANA NÝVLTOVÁ

Ústav financí, Fakulta podnikatelská, Vysoké učení technické v Brně, Czech
Republic

Abstract in original language

Příspěvek se zabývá problematikou monitorování manažerů a možnostmi omezování jejich oportunistu v případě, kdy je vlastnictví podniků odděleno od jejich faktického řízení. Orientuje se primárně na možnosti, které vlastníkům podniků skýtá kapitálový trh - tedy na motivační systémy přímo vázané na vývoj tržní hodnoty podniku. Cílem příspěvku je stručné teoretické vymezení problematiky a následně pak shrnutí legislativní úpravy a možností využití těchto nástrojů v podmínkách České republiky.

Key words in original language

Správa a řízení; akciové opce; výkonností akcie; akcie s omezenou převoditelností.

Abstract

Paper deals with managerial monitoring and possibilities to prevent from managerial opportunism in the case of separation of ownership and managerial control. Paper is oriented on the tools provided by the capital market (market for corporate control) - i.e. equity based compensation. The goal of the paper is to provide theoretical background if this issue and to summarize legal arrangement and possibilities to utilize this tools in the Czech Republic.

Key words

Corporate governance; stock option; performance stock; restricted stock.

1. ÚVOD

Potřeba monitorování manažerů a omezování jejich oportunistického chování vystupuje do popředí v případě, kdy podnik využívá ke svému financování vlastní nebo cizí externí zdroje a jejich poskytovatel (investor či věřitel) se přímo neúčastní faktického řízení podniku. Dochází tedy k oddělení vlastnictví od řízení a ke konfliktu zájmů, který je umožněn informační asymetrií - jelikož se manažeři fyzicky účastní procesu řízení a rozhodování, mají ze všech stakeholderů nejlepší přístup k informacím. Konflikt zájmů mezi vlastníky a manažery podniků byl podrobněji analyzován v příspěvku Nývltové (2008c).

V souvislosti s odlišností struktury finančních systémů jednotlivých zemí, v nichž hraje větší (tzv. *market-based model*) či menší (tzv. *bank based model*)

úlohu v podnikovém financování trh cenných papírů (viz např. Nývltová, 2008b), lze rozlišit dva mezi modely správy a řízení společností (*corporate governance*), a to model vnější a vnitřní.

Pro *market-based* model typický vnější model správy spočívá ve využívání kapitálového trhu jako základního mechanismu monitorování manažerů. Tržní kurzy na kapitálovém trhu v každém okamžiku ohodnocují současné i očekávané výkony podniku, což vlastníkům poskytuje rychlý a levný informační systém pro monitorování manažerů. Na základě zjištěných negativních informací (propad akciového kurzu) buď vlastníci odvolají současné manažery, nebo podnik převezmou (*takeover*) jiní vlastníci, kteří věří, že výměnou manažerů zvýší jeho tržní hodnotu. Podprůměrné podniky jsou v důsledku tržního filtru vytlačeny z trhu.

V rámci vnitřního modelu správy, který je typický pro *bank-based* model finančního trhu, získávají výsadní informace o chodu podniku banky, které omezují oportunistus manažerů zejména důsledným monitoringem, hrozbou odepření úvěrů a přímou reprezentací specifických zájmů ve správních orgánech společností (vztahové bankovníctví).

Účinný mechanismus monitorování vlastníků je nicméně v obou systémech doprovázen i dalšími systémy omezování oportunistu manažerů. Konkurence na trhu práce nutí manažery jednat v nejlepším zájmu vlastníků a zajišťuje, že celkové náklady na stejně kvalitní manažerské služby jsou v každém podniku přibližně stejné. Podnik, který je ochoten manažery odměňovat nadprůměrně tak teoreticky přiláká ty nejlepší (Ross, Westerfield a Jaffe, 2005). Sami vlastníci pak mohou omezovat oportunistické chování manažerů správnou volbou členů správních orgánů společností (kteří přímo zastávají roli manažerů či je vybírají), pravidelným auditem, různými kontrolními systémy či různými motivačními systémy (*incentive compensation systems, executive remuneration*). Z hlediska cíle tohoto příspěvku je pozornost zaměřena na motivační systémy přímo vázané na vývoj tržní hodnoty podniku (*equity-based compensation*).

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. MOTIVAČNÍ SYSTÉMY S PŘÍMOU VAZBOU NA HODNOTU PODNIKU

Mezi základní nástroje motivačního odměňování manažerů přímo vázané na vývoj tržní hodnoty podniku (dále jen akciové motivační programy) patří výkonnostní akcie, akcie s omezenou obchodovatelností a programy akciových opcí. Výkonnostními akciemi (*performance stocks/shares*) se rozumí kmenové či prioritní akcie, které manažeři získávají na základě splnění určitého kritéria výkonnosti. Tím může být například dosažení definované výše zisku na akcii. V případě akcií s omezenou převoditelností

(*restricted stocks/shares*) získávají manažeři určitý počet kmenových či prioritních akcií, jejichž prodej je podmíněn splněním určitých podmínek, například dosažením počtu odpracovaných let či dosažením určitých výkonnostních charakteristik podniku. Akciové opce (*stock options*) fungují na principu běžných kupních amerických opcí¹ na cenné papíry. Aplikovány na manažerské motivační systémy dávají manažerům právo (nikoli však povinnost) koupit na základě smlouvy o koupi cenných papírů s odkládací podmínkou stanovené množství kmenových či prioritních akcií svého podniku v určitém budoucím období za předem stanovenou realizační cenu a následně je dle své vůle prodat. Pokud tedy tržní kurz akcií překoná realizační cenu, je opce „v penězích“ a manažer realizuje zisk. Pokud není získání výkonnostních akcií či umožnění obchodování s akciemi omezenou převoditelností vázáno na tržní kurz, umožňují tyto dva nástroje narozdíl od opcí realizovat zisk i v případě poklesu kurzu.

Smyslem všech tří uvedených nástrojů je propojení zájmů manažerů se zájmy vlastníků, v důsledku čehož jsou manažeři při svém rozhodování vedeni stejnými motivy směřujícími k hlavnímu cíli – maximalizaci tržní hodnoty podniku. Běžné platy manažerů se navíc opticky přiblíží k platům zaměstnanců, což má pozitivní psychologické souvislosti. Proto jsou akciové motivační programy od počátku devadesátých let ve vyspělých ekonomikách oblíbeným nástrojem odměňování.

Četné příklady z podnikové praxe² nicméně prokazují, že tyto systémy odměňování provází mnohá rizika. Zatímco na růstu akciového kurzu profitují vlastníci i manažeři, na poklesu kurzu ztrácí pouze vlastníci. Podnikové faktory nejsou jedinou determinantou vývoje akciových kurzů. Proto v období, kdy akciové trhy (kurzy) rostou, nemusí mít růst cen podnikových akcií s prací manažerů přímou souvislost. Nejrozporupnější aspekt nicméně spočívá v pozici manažerů, neboť se jedná o insidery, kteří mají přístup k vnitřním informacím a možnost vyvolat zdání úspěchu například kreativním účetnictvím.

Akciové motivační programy se mohou ve své struktuře lišit a omezovat tak výše popsaná rizika. V případě akcií s omezenou převoditelností a výkonnostních akcií je důležité nastavení parametrů, za jakých je možno je převádět resp. nabývat. V případě akciových opcí je významná zejména otázka, ke kterému dni a jakým způsobem se stanovuje cena, za kterou je manažer oprávněn akcie nakoupit (např. maximální cena či průměr za období před vznikem funkce atp.), dále časová omezení vzniku opční smlouvy a uplatnění opce nebo různá omezení týkající se prodeje akcií,

¹ americká opce může být uplatněna kdykoliv před její splatností, narozdíl od opce evropské

² v roce 2007 např. francouzská společnost EADS (manažeři uplatnili akciové opce těsně před oznámením zpoždění výroby letadla A380 v dceřiné společnosti Airbus a poklesem ceny)

například maximální možný zisk, omezení prodeje v citlivých obdobích oznamování důležitých informací či povinnost uplatnit opci za vzniku určitých okolností.

3. AKCIOVÉ MOTIVAČNÍ PROGRAMY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY

Akciové motivační programy v akciových společnostech v České republice podléhají schválení valnou hromadou. Jejich realizace předpokládá nabytí vlastních akcií, které upravuje § 161a a následující obchodního zákoníku³. Jmenovitá hodnota všech akcií v majetku společnosti nesmí přesáhnout 10 % základního kapitálu, oproti vlastním akciím vykazovaným v aktivech musí být vytvořen zvláštní rezervní fond a maximální doba držby vlastních akcií nesmí přesáhnout 18 měsíců.

Právní úprava motivačních programů se odvíjí od vztahu mezi podnikem a manažerem. Základním nástrojem úpravy vzájemných vztahů mezi podnikem a členem představenstva je smlouva o výkonu funkce, přičemž se jedná o vztah obchodněprávní. Jakékoliv plnění poskytované členovi představenstva, které nevyplývá ze zákona nebo vnitřního předpisu, podléhá buď přímému schválení valné hromady, nebo jejímu nepřímému schválení a odsouhlasení formou sjednání smlouvy o výkonu funkce. V případě akciových opcí je následně s členem představenstva uzavřena smlouva o smlouvě budoucí kupní, ve které jsou sjednány konkrétní podmínky, za nichž lze akciové opce uplatnit. V případě uplatnění opce je rozdíl mezi realizační cenou opce a prodejní cenou akcie předmětem daně z příjmů.

Obdobný princip bude aplikován na výkonnostní akcie. Co se týče akcií s omezenou převoditelností, pak platí, že akcie společnosti znějící na majitele jsou neomezeně převoditelné. Stanovy nicméně mohou omezit převoditelnost akcií na jméno a to tak, že jejich převoditelnost je vázána buď pouze na stanovení podmínek definovaných stanovami, nebo i na udělení souhlasu orgánu společnosti.

Poněkud jiné konsekvence má vztah mezi podnikem a manažery v pracovněprávním vztahu, který zakládá zaměstnanecký poměr těchto osob ve společnosti. Na tyto manažery se vztahuje zejména § 158 obchodního zákoníku týkající se nabývání akcií zaměstnanci za zvýhodněných podmínek (dříve zaměstnanecké akcie). Stanovy nebo usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu mohou určit, že zaměstnanci nemusí splatit celý emisní kurs akcií nebo celou cenu, za něž je společnost pro zaměstnance nakoupila, pokud bude rozdíl pokryt z vlastních zdrojů společnosti. Takto utrpěná ztráta narozdíl od vyspělých zemí není v České republice daňově uznatelným nákladem. Souhrn částí emisního kursu nebo kupních cen všech akcií, jež nepodléhají splacení zaměstnanci, nesmí

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

překročit 5 % základního kapitálu v době, kdy se o upsání akcií zaměstnanci nebo o jejich prodeji zaměstnancům rozhoduje.

Další alternativou týkající se akciových motivačních programů pro manažery v pozici zaměstnanců je ustanovení § 178 odst. 4 obchodního zákoníku, týkající se podílů zaměstnanců na zisku společnosti. Dle tohoto ustanovení se zaměstnanci mohou ve shodě se stanovami podílet na rozdělení zisku, přičemž stanovy mohou určit, že tento podíl ze zisku lze použít pouze k úhradě části emisního kursu akcií, jež podléhá splacení zaměstnanci společnosti (podle výše citovaného § 158) nebo kupních cen akcií společnosti zaměstnanci, a to formou započtení.

Konkrétním příkladem akciových motivačních programů z české podnikové praxe je opční program společnosti ČEZ, a.s., který byl schválen valnou hromadou v roce 2001. Program se týká členů představenstva a členů řídicího výboru ČEZ, kterým nárok na podpis opční smlouvy vzniká 3 měsíce po nástupu do funkce. Program zahrnuje možnost zakoupit akcie společnosti za cenu před jejich nástupem do funkce – do 20.dubna 2006 se jednalo o průměrnou cenu za 6 měsíců před nástupem do funkce, od 20. dubna 2006 se jedná o průměrnou cenu za 1 měsíc před nástupem do funkce. Od počátku opčního akciového programu se realizační cena akciových opcí stávajících členů představenstva a řídicího výboru ČEZ pohybovala od 139 Kč do 829 Kč, přičemž opce jednotlivých členů řídicího výboru se vztahuje na 75 tisíc kusů akcií, členů představenstva na 300 tisíc kusů akcií a předsedy představenstva na 750 tisíc kusů akcií. Kurz akcií ČEZ zaznamenává významný růst od roku 2004, akciové opce přitom začaly být uplatňovány od ledna 2007. Ve druhém pololetí roku 2007 dosahoval akciový kurz dosud nejvyšších hodnot (průměrná cena 1 200 Kč na akcii).

Literature:

- Jensen, M.C. - Murphy, K. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Finance Working Paper 44/2004 [online]. European Corporate Governance Institute. July 2004 [cit. 2008-01-15]. Dostupné z <http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=65>.
- Nývltová, R. Interakce podniku a kapitálového trhu. Praha: Vysoká škola ekonomická, Fakulta podnikohospodářská, 2008(a).
- Nývltová, R. Jak přistupovat ke kapitálovému trhu ve výuce podnikových financí v České republice. In. Ekonomické vzdelávanie v znalostnej ekonomike. Zborník z medzinárodnej vedeckej konferencie [CD-ROM].

*Dny práva – 2009 – Days of Law: the Conference Proceedings, 1. edition.
Brno : Masaryk University, 2009, ISBN 978-80-210-4990-1*

Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Katedra pedagogiky, 11.11.2008(b). ISBN 978-80-225-2653-1.

- Nývltová, R. Potřeba regulace kapitálového trhu vyplývající z konfliktu zájmů mezi vlastníky a manažery podniků. In. Dny práva 2008: 2. ročník mezinárodní konference pořádané Právnickou fakultou Masarykovy univerzity. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 4. – 5.11.2008(c). Spisy Právnické fakulty MU (řada teoretická); 337. ISBN 978-80-210-4733-4.
- Ross, A.S. - Westerfield, R. W. - Jaffe, J. Corporate Finance. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, 2005, 942 s. ISBN 007-282920-6.
- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Contact – email

nyvltova@fbm.vutbr.cz