

Za kým plynou zisky

Významní minoritní akcionáři snižují rentu velkých vlastníků tím, že zvyšují pravděpodobnost výplaty dividend a dividendový výplatní poměr, ukazuje analýza dividendové politiky v Česku.

Selhání v systémech řízení firem (Enron, Tyco International a další) přitáhla pozornost široké veřejnosti na celém světě. Na rozdíl od Spojených států, kde má většina velkých korporací roztržštěné vlastnictví a zásadním problémem bývá sladit zájmy managementu se zájmy minoritních akcionářů, jsou evropské společnosti vlastněny spíše dominantními akcionáři, kteří obvykle dosazují i vrcholový management. V domácích podmínkách se tedy pozornost zaměřuje spíše na řešení vztahů mezi vlastníky navzájem.

Vlastnická struktura je v českých firmách, podobně jako v západní Evropě, vysoce koncentrovaná. Specifikum České republiky je, že po privatizaci, která rozdělila základní vlastnická práva, byl rozvoj institucí pomalý a nově vytvořené obchodní právo nebylo dostatečně vymahatelné.

Jinými slovy, zažitá mechanismy řízení firem, které fungují v rozvinutých evropských ekonomikách a hrají klíčovou úlohu v úpravě vztahů mezi managementem a vlastníky a mezi vlastníky navzájem, se v Česku vyvíjely od píky. Jak se v takovém prostředí řeší konflikt mezi majoritními a minoritními akcionáři?

Pravděpodobnost výplaty dividend a podíl vyplácených dividend na zisku pro firmy s českým a zahraničním vlastnictvím

	Pravděpodobnost, že bude vyplacena dividend (v %)	Dividendový výplatní poměr, tj. dlouhodobý podíl vyplácených dividend k zisku (v %)
Podniky s českými vlastníky	11	12
Podniky se zahraničními vlastníky	35	46

Chování velkých akcionářů má zpravidla dvojí efekt. Na straně jedné kontrolují management a snaží se tak zajistit maximalizaci hodnoty firmy, a na straně druhé je jejich chování motivováno možností získat rentu a užívat soukromých výhod díky získané kontrole nad společností. Podle platného právního řádu mají mít všichni akcionáři v Česku stejné právo na zisky plynoucí z podnikání. Výplaty dividend tento princip splňují, protože všichni akcionáři získávají proporcionálně stejný obnos. Soukromé užítky plynoucí výhradně majoritním akcionářům už tento princip nesplňují.

O dělení zisků rozhodují majoritní akcionáři, kteří mají zájem upřednostňovat svůj osobní prospěch na úkor ostatních akcionářů. Zásady řízení firem by měly zajistit, aby všichni akcionáři měli rovný přístup k zisku a žádný z nich nezískal užitek nad rámec určený jeho podílem ve firmě. Dividendová politika je v Česku do značné míry určena nejen koncentrací, ale i původem vlastnictví. Zahraniční vlastníci v porovnání s českými používají dividendy jako prostředek rozdělování zisku častěji a rovněž vyplácejí větší část zisku jako dividendy (viz tabulku).

Vliv koncentrace vlastnictví. Podniky s dominantním majoritním vlastníkem vyplácejí dividendy méně často a jejich dlouhodobý dividendový výplatní poměr je nízký. Naopak firmy s majoritním vlastníkem a zároveň s jedním dostatečně silným minoritním vlastníkem (monitorovaná majorita) vyplácejí dividendy znatelně častěji a jejich výplatní podíl dividend na zisku je vysoký. Pravděpodobnost, že firma s dominantním českým vlastníkem vyplatí dividendu, je 9%. Pokud je český majoritní vlastník monitorován signifikantním minoritním akcionářem (česká monitorovaná majorita), pravděpodobnost vzroste na 16 %.

Podobný vztah platí i pro zahraniční vlastníky. Pravděpodobnost, že firma s majoritním zahraničním vlastníkem vyplatí dividendu, je výrazně nižší v případě bez monitorování (26 %) než v případě kontroly signifikantním minoritním akcionářem (zahraniční monitorovaná majorita), kdy je 58%. K těmto výsledkům můžeme přiřadit následující hodnoty výplatního poměru dividend na zisku: pozitivní, ale velmi blízký nule v případě dominantního českého vlastníka; 82 % pro českého vlastníka, který je monitorován; 61 % pro dominantního zahraničního vlastníka a 86% pro zahraničního monitorovaného vlastníka.

Z podrobné analýzy dividendové politiky ve více než 1500 velkých českých firmách v období 1993-2003 tedy plyne, že dominantní akcionáři čerpají výhody vyplývající z majoritní kontroly. Významní minoritní akcionáři však snižují rentu velkých vlastníků tím, že zvyšují pravděpodobnost výplaty dividend a zvyšují dividendový výplatní poměr. Přítomnost silného minoritního akcionáře má stejný efekt na dividendovou politiku u firem s českým i zahraničním vlastníkem.

Výsledky analýzy jsou kvantitativním důkazem o existenci vyvlastňování pomocí dividendové politiky českých podniků. Získávání renty a útlak minoritních akcionářů je spojen především s českými vlastníky, jelikož zahraniční vlastníci platí vyšší dividendy ve všech analyzovaných případech.

Kromě minoritních akcionářů může však popsané chování negativně ovlivnit i celou ekonomiku. Například tehdy, investují-li manažeři (na pokyn dominantních vlastníků) do projektů s nízkým nebo negativním výnosem právě kvůli vytváření možností pro získání renty na úkor minoritních vlastníků, a ne do projektů, které přinášejí nejvyšší výnos. Investiční rozhodování je pokřiveno a růst podniků je pomalejší, než by mohl být. Neefektivní investiční rozhodnutí, pokud je uskutečňováno velkým množstvím firem, zpomalí proces přibližování ekonomické výkonnosti Česka k západní Evropě.

K řešení tohoto problému by měl regulátor posílit práva minoritních akcionářů a umožnit jim zabránit vyvlastňování. Co je však ještě důležitější, regulátoři by měli podpořit rozvoj spořádaných a transparentních finančních trhů, jak je běžné v západní Evropě. Kontrola přes fungující finanční trhy je nejefektivnější metodou regulace.

Jan Bena
Jan Hanousek
CERGE-EI