

Politických vězňů 7, P.O. Box 882, 111 21 Praha 1, Česká republika ■ tel. 224 005 123, fax 224 211 374 ■ www.cerge-ei.cz, office@cerge-ei.cz

Získávání renty majoritními akcionáři: Dividendová politika v České republice

JAN BENA, LSE A CERGE-EI (JAN.BENA@CERGE-EI.CZ)

JAN HANOUSEK, CERGE-EI (JAN.HANOUSEK@CERGE-EI.CZ)

S elhání v systémech řízení firem (corporate governance) přitáhla nedávno pozornost široké veřejnosti na celém světě. V USA, kde má většina velkých korporací roztržštěné vlastnictví, se výzkumní pracovníci a praktici z oblasti corporate governance soustředili převážně na problém, jak sladit zájmy managementu se zájmy minoritních akcionářů. Toto úsilí bylo podníceno nedávnými skandály, které otráslý několika velkými firmami. Jeden z nejznámějších příkladů je Enron. V případě Enronu se zjistilo, že účetní podvody byly systematické, dobře plánované a organizované samotným managementem. Podobně bývalý generální ředitel společnosti Tyco International byl vyšetřován pro krádež stovek miliónů dolarů z této společnosti. Na rozdíl od USA je většina společností v Evropě a ve východní Asii vlastněna akcionáři s vysokým podílem, kteří obvykle dosazují i top-management. Vzhledem k takto odlišné vlastnické struktuře je pozornost corporate governance v Evropě přesunuta z problému management versus vlastník na problém jak řešit vztahy mezi vlastníky navzájem. Corporate governance spojená s přítomností dominantních vlastníků však nezaručuje, že společnosti jsou optimálně řízeny. Na příklad je známo, že krize ve východní Asii v druhé polovině 90. let byla do značné míry způsobena špatným fungováním corporate governance založené na koncentrovaném vlastnictví se znaky mafianského kapitalismu („crony capitalism“).

Náš výzkum se snaží rozkrýt fungování corporate governance v České republice. Vlastnická struktura v českých společnos-

Protože o dělení zisků rozhodují majoritní akcionáři, kteří mají zájem upřednostňovat svůj osobní prospěch na úkor ostatních akcionářů, objektivní zásady corporate governance by měly zajistit, aby všichni akcionáři měli rovný přístup k zisku a žádný z nich nezískal užitek nad rámec určený jeho podílem ve firmě.

tech je vysoce koncentrovaná, podobně jako v západní Evropě. Specifikum České republiky je, že po privatizaci, která alokovala základní vlastnická práva, byl vývoj institucí pomalý a korporátní právo bylo zcela nové a nedostatečně vymahatelné. Jinými slovy, zažitý mechanismy corporate governance které fungují v rozvinutých evropských ekonomikách a které hrají klíčovou úlohu v úpravě vztahů mezi managementem a vlastníky a mezi vlastníky navzájem se v Česku vyvíjely od píky. V tomto unikátním institucionálním rámci studujeme chování majoritních akcionářů a ukazujeme jak je v českých firmách řešen konflikt mezi majoritními vlastníky a minoritními akcionáři.

Naše práce dokumentuje rozhodování velkých akcionářů o rozdělování podnikových zisků pomocí analýzy dividendové politiky ve více než 1 500 velkých českých firmách v období 1993–2003. Tato analýza je první komplexní studií dividendové politiky v tranzitivní ekonomice střední

a východní Evropy. Na základě odborné literatury vycházíme z hypotézy, že velcí akcionáři mohou mít dvojitý efekt na podniky. Na straně jedné, rozhodující vlastníci mají motivaci kontrolovat management a zajistit tak maximalizaci hodnoty firmy. Na straně druhé, je jejich chování motivováno možností získat rentu a užívat soukromých výhod díky získané kontrole nad společností. Podle platného právního řádu, všichni akcionáři mají v Česku stejné právo na zisky plynoucí z podnikání. Výplaty dividend tento princip splňují, protože všichni akcionáři získávají proporcionalně stejný obnos. Privátní užítky plynoucí výhradně majoritním akcionářům toto právo samozřejmě nesplňují. Protože o dělení zisků rozhodují majoritní akcionáři, kteří mají zájem upřednostňovat svůj osobní prospěch na úkor ostatních akcionářů, objektivní zásady corporate governance by měly zajistit, aby všichni akcionáři měli rovný přístup k zisku a žádný z nich nezískal užitek nad rámec určený jeho podílem ve firmě. Základní otázka na kterou odpovídáme zní, zda v Česku mohou velcí akcionáři získávat zmíněnou dodatečnou rentu a pokud ano, v jaké míře. Dále zkoumáme, zda minoritní akcionáři jsou schopni monitorovat velké akcionáře a zabránit významnému dobytí renty.

Hlavní závěr našeho výzkumu je, že dividendová politika v Česku je do značné míry určena koncentrací a původem vlastnictví. Vycházeli jsme z několika úrovní koncentrace vlastnictví, několika typů vlastníků a zaměřili jsme se na rozdíl mezi domácími a zahraničními vlastníky. Výsledky jsou

následující. Český vlastník má pozitivní ale malý efekt na pravděpodobnost, že bude dividenda vyplacena 11 %. Naopak přítomnost zahraničního vlastníka je spojená s mnohem vyšší pravděpodobností 35 %. V souladu s výsledky o pravděpodobnosti výplaty dividendy jsou i závěry o dlouhodobém podílu vyplacených dividend k zisku – podnikům se zahraničním majoritním vlastníkem odpovídá hodnota 46 % zatímco s českým pouze 12 %. Celkově lze říci, že zahraniční vlastníci v porovnání s českými používají dividendy jako prostředek rozdělování zisku častěji a rovněž vyplácejí větší část zisku jako dividendy. Tyto výsledky sumarizuje následující tabulka:

Tabulka 1: Pravděpodobnost výplaty dividend a podíl vyplacených dividend na zisku pro firmy s českým a zahraničním vlastnictvím.

	Pravděpodobnost, že bude vyplacena dividenda (v %)	Dividendový výplatní poměr (v %)
Podniky s českými vlastníky	0,11	0,12
Podniky se zahraničními vlastníky	0,35	0,46

Dominantní akcionáři získávají rentu z firem a čerpají tak výhody vyplývající z majoritní kontroly. Významní minoritní akcionáři snižují rentu velkých vlastníků tím, že zvyšují pravděpodobnost výplaty dividend a zvyšují dividendový výplatní poměr. Získávání renty a útlak minoritních akcionářů je spojený především s českými vlastníky, jelikož zahraniční vlastníci v porovnání s českými používají dividendy jako prostředek rozdělování zisku častěji a rovněž vyplácejí větší část zisku jako dividendy.

Nejzajímavější výsledky se týkají vlivu koncentrace vlastnictví na dividendovou politiku. 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) 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. Tyto výsledky shrnuje tabulka 2.

Výše uvedené výsledky pro koncentraci vlastnictví korespondují s těmito dvěma hypotézami. Za prvé, dominantní akcionáři získávají rentu z firem a čerpají tak výhody vyplývající z majoritní kontroly. Za druhé,

významní minoritní akcionáři 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. Z toho vyplývá, že minoritní akcionáři hrají v Česku klíčovou roli v dividendové politice. Naše výsledky naznačují, že získávání renty a útlak minoritních akcionářů je spojený především s českými vlastníky, jelikož zahraniční vlastníci platí vyšší dividendy ve všech analyzovaných případech. Všechny výsledky

Regulátoři by měli podpořit rozvoj spořádaných a transparentních finančních trhů, jaké jsou běžné v západní Evropě, neboť v několika zemích západní Evropy bylo prokázáno, že kontrola přes fungující finanční trhy je nejefektivnější metodou regulace.

jsou robustní pro alternativní definice vlastnictví, pro různé definice podnikové investiční a finanční politiky a pro alternativní ekonometrické techniky.

Naše analýza přináší kvantitativní důkazy o existenci vyvlastňování na základě analýzy dividendové politiky českých podniků. Tento stav znamená, že zisky firem jsou redistribuovány od minoritních k majoritním vlastníků a má jednoznačně negativní dopad na minoritní akcionáře. Kromě minoritních akcionářů může popsané chování negativně ovlivnit i celou ekonomiku. To nastane v případě, pokud manažeri v řadě firem investují (na pokyn dominantních vlastníků) do projektů s nízkým nebo negativním výnosem právě kvůli vytváření

Tabulka 2: Pravděpodobnost výplaty dividend a podíl vyplacených dividend na zisku podle koncentrace vlastnictví.

	Pravděpodobnost, že bude vyplacena dividenda (v %)	Dividendový výplatní poměr (v %)
Podniky ovládané dominantním vlastníkem kde největší vlastník je český	0,09	pozitivní, ale blízký nule
Podniky vlastněné majoritním vlastníkem, přičemž největší vlastník je monitorován silným druhým největším vlastníkem & největší vlastník je český	0,16	0,82
Podniky ovládané dominantním vlastníkem kde největší vlastník je zahraniční	0,26	0,61
Podniky vlastněné majoritním vlastníkem, přičemž největší vlastník je monitorován silným druhým největším vlastníkem & největší vlastník je zahraniční	0,58	0,86

možností pro získání renty na úkor minoritních vlastníků a ne do projektů, které přinášejí nejvyšší výnos. Investiční rozhodování je pokřiveno a růst podniků je tak pomalejší než by mohl být. Je v obecném zájmu, aby dostupné finanční zdroje byly alokovány do investičních příležitostí s největším výnosem a nikoli do projektů, které nejsnadněji umožňují vyvlastnění. Neefektivní investiční rozhodnutí, pokud je us-

kutečňováno velkým množstvím firem, zpomalí proces přibližování ekonomické výkonnosti Česka k západní Evropě. Aby byl tento problém řešen, měl by regulátor posílit práva minoritních akcionářů a umožnit jim zabránit vyvlastňování. Co je však ještě důležitější, regulátoři by měli podpořit rozvoj pořádaných a transparentních finančních trhů, jak je běžné v západní Evropě. V několika zemích západní Evropy

bylo prokázáno, že kontrola přes fungující finanční trhy je nejefektivnější metodou regulace. Myslíme si, že naše zjištění a závěry jsou do značné míry platné i pro ostatní země z regionu střední a východní Evropy, které prošly obdobně rychlým přechodem od direktivní k tržní ekonomice, a proto mají podobné problémy. ■

Jan Bena byl podporován výzkumným centrem Financial Markets Group během jeho pobytu na London School of Economics and Political Science. Adresa: FM- LSE, Houghton Street, London WC2A 2AE, UK. Během práce na projektu Jan Hanousek využíval podpory grantu číslo GAČR: 402/06/1293.

Hlavní výzkumní pracovníci:

Jan Bena
jan.bena@cerge-ei.cz
LSE a CERGE-EI

Jan Hanousek
jan.hanousek@cerge-ei.cz
CERGE-EI

Názory, závěry a doporučení vyjádřená v této práci jsou dílem autorů a nemusí vyjadřovat názory pracoviště, správní rady či kterékoliv zmíněné instituce. © CERGE-EI, 2006

Centrum pro ekonomický výzkum a doktorské studium (CERGE) je součástí Univerzity Karlovy. Jeho hlavním cílem je poskytovat špičkový doktorský (Ph.D.) studijní program v oboru teoretické a aplikované ekonomie. Ekonomický výzkum zaměřený na teoretické problémy ekonomické transformace a evropské integrace je důležitou součástí činnosti CERGE.

Národohospodářský ústav Akademie věd ČR (NHÚ AV ČR) je centrem moderního ekonomického výzkumu. NHÚ se orientuje především na teoretickou a aplikovanou ekonomii, ekonometrii a teorii her. Účastní se také důležitých politicko-ekonomických diskusí.

CERGE-EI je společným pracovištěm těchto dvou institucí a spojuje tak jejich aktivity v jednotný celek. Doktorské studium CERGE-EI je od roku 2005 trvale akreditováno v USA, čímž se stalo první institucí ve střední a východní Evropě, která získala tak významné uznání svého doktorského programu.



Politických vězňů 7, P. O. Box 882, 111 21 Praha 1, Česká republika
tel. 224 005 123, fax 224 211 374 • www.cerge-ei.cz • office@cerge-ei.cz