

Ekonomický zmysel Správy spoločností

Andrej NAŠČÁK



Corporate Governance (ďalej len „Správa spoločností“) je na Slovensku v súčasnosti vnímaná predovšetkým v rámci Obchodného zákonníka,¹ cieľom tohto článku tak bude rozšíriť diskusiu o zmysle a význam neformálnych inštitúcií, využijúc pritom nástroje ekonomickej analýzy.

Pripravovaný *Kódex správy podnikov s majetkovou účasťou štátu na Slovensku* (ďalej len „*Kódex*“) sa snaží legitimizovať nielen konštatovaním existencie dobrej praxe v zahraničí, ale načrtnúť aj príslušnú logiku prečo iniciatívne túto dobrú prax prijať za svoju.

Téma o zmysle a dôležitosti Správy spoločností bola v roku 2016 ocenená aj cenou Švédskej ríšskej banky za ekonomické vedy na pamiatku Alfreda Nobela, ktorú získali Oliver Hart a Bengt Holmström. Prvý menovaný za prínos v objasňovaní zmyslu existencie firiem, zaoberajúc sa vlastníckou štruktúrou a zmluvnými dohodami, ich vplyvom na vedenie korporácií a otázkou dokonalých kontraktov, taktiež vyjednávacou silou spojenou s vlastníctvom kľúčového kapitálu (napr. intelektuálne vlastníctvo). Bengt Holmström za prínos objasňujúci chovanie sa jednotlivcov tzv. principal-agent problem a z toho plynúci problém vhodného nastavenia odmeňovania.

Inšpiráciou pre nasledujúci text je akademický článok Jeana Tirola² *Corporate Governance* publikovaný v žurnále *Econometrica*, 2001. Tirole definuje *Správu spoločnosti* ako usporiadanie inštitúcií, ktoré vedú manažment k internalizácii blahobytu zainteresovaných strán, a tým začleňuje do svojej ekonomickej analýzy myšlienku Zodpovedného podnikania (*Responsible Business Con-*

duct), ktorá je po novom integrálnou súčasťou širších Usmernení OECD³

Pripravovaný *Kódex* je realizovaním *Usmernení OECD pre správu podnikov s majetkovou účasťou štátu*⁴ v Slovenských podmienkach, pričom je nutné upozorniť, že OECD pripravila Usmernenia tak, aby sa dali aplikovať ako v európskom tak anglosaskom inštitucionálnom prostredí. Jedným zo zásadných rozdielov v inštitucionálnom usporiadaní je pohľad na úlohu bánk pri Správe spoločností. Kým v USA sú banky skôr pasívnymi investormi, v rámci kontinentálnej Európy a Japonska sa priamo podieľajú na Správe spoločností, a to napríklad aktívnym monitoringom. Iniciatíva Stredoeurópskej asociácie správy a riadenia spoločností tak nepredstavuje výnimku. Rozdiel medzi aktívnym a pasívnym monitoringom je v príslušnej logike, ktorou sa zmiernuje morálny hazard. Kým v prípade aktívneho monitoringu investor priamo zasahuje do Správy spoločnosti tak, aby predišiel nežiadanejmu správaniu, pasívny monitoring poskytuje lepší odhad výkonnosti.

Pasívny monitoring

V slovenských podmienkach, kde na Burze cenných papierov v Bratislave, a.s. sa obchoduje predovšetkým s dlhopismi je otázka pasívneho monitoringu minimálna a aktívny monitoring je do značnej miery delegovaný na dlhodobých strategických investorov, prípadne, v podnikoch s majetkovou účasťou štátu na nominantov štátu v orgánoch týchto podnikov.

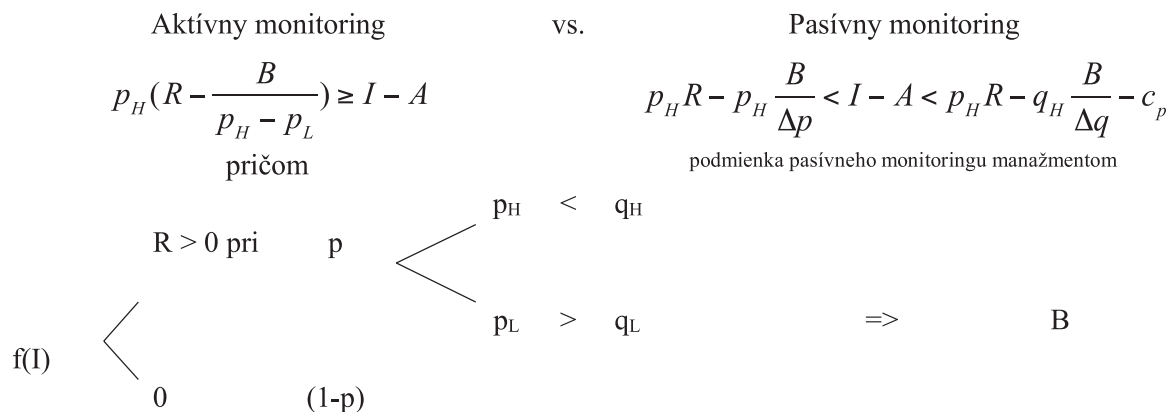
1 Zákon č. 513/1991 Zb. v znení neskorších predpisov.

2 Laureáta ceny Švédskej ríšskej banky za ekonomické vedy na pamiatku Alfreda Nobela za analýzu trhovej sily a regulácie veľkých spoločností

3 OECD (2011), *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, OECD Publishing.

4 OECD (2015) *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises 2015*, OECD Publishing, Paris

Model predstavený Tirolom⁵:



Po predstavení pasívneho monitoringu sa síce zvyšujú náklady c_p na tento pasívny monitoring, ale zároveň je generovaný signál, ktorý ohodnocuje projekt pred jeho finalizáciou. To jest generuje pravdepodobnosť $q_H > p_H$, kde správny signál nastane v prípade, ak manažment vyvíja primeranú aktivitu a $q_L < p_L$, kedy správny signál nastane v prípade, ak manažment nevyvíjal primeranú aktivitu.

V prípade, že sa manažment dobrovoľne vzdá privátneho benefitu B , zvyšuje pravdepodobnosť získania odmeny \hat{w} (ako mzdy vyplývajúcej z optimálneho kontraktu).

$$IC: (q_H - q_L) \hat{w} \geq B$$

V slovenských podmienkach sú „optimálne“ kontrakty v spoločnostiach, ktoré aplikovali *Pravidlá odmeňovania* v zmysle Uznesenia vlády 159/2001⁶, definované nasledovne (ekonomická zložka odmeny):

$$\hat{w} = \bar{w} \times \left(0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}} \right), \text{ kde } \bar{w} \text{ je priemerná mzda v hospodárstve.}$$

$$(q_H - q_L) (\bar{w} \times 0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}}) \geq B \tag{1}$$

Predpokladajme, že v prípade podnikov s majetkovou účasťou štátu sú záujmové skupiny „neinformované“, a preto predstavme model signalizovania.

Signalling

Za účelom vytvorenia generického signálu v podobe vyhlásenia manažmentu, že sa snaží vyvíjať primeranú aktivitu (H), sa v rámci prípravy *Kódexu* pripravuje aj Vyhlásenie pre podniky na princípe „*dodržuj alebo vysvetli*“.

Predpokladajme, že kvalita reportingu sa dá kvantifikovať (0,1). Zároveň predpokladajme veľký počet podnikov s majetkovou účasťou štátu, pričom $R(\theta)$ sleduje normálne rozdelenie strednej hodnoty θ (privátna informácia manažmentu); variancia je σ^2 a Von Neuman-Morgenstern úžitková funkcia $u(w) = -e^{-\rho w}$ modeluje averznosť voči riziku, pričom ρ je hladina averzie voči riziku.

Pre jednoduchosť zjednodušíme načrtnutý model na binominálne rozdelenie $\theta(\theta_1 = \bar{w} + B + q_L \times \text{ekonomická zložka odmeny}, \theta_2 = \bar{w} + \text{ekonomická zložka odmeny})$.

5 Kde I predstavuje investíciu, A vlastne zdroje, R výnos z investície v prípade jej zdarnej realizácie. p_H resp. p_L predstavujú pravdepodobnosť, že manažment spoločnosti vyvíja aktivitu za účelom dosiahnutia R , resp. nevyvíja takúto aktivitu. B predstavuje privátny benefit, ak sa manažment nesnaží.

6 Uznesenie vlády 159/2011

Manažér bude sebareportovať iba ak (podmienka „pravdivého“ reportovania):

$$IC: u(\theta_1) \geq Eu((1-\alpha)\theta_2 + \alpha R(\theta_1)); \quad (2)$$

kde α predstavuje hladinu sebareportingu, $\theta_1 = B + \bar{w} + q_L \bar{w} \times 0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}}$ a $\theta_2 = \bar{w} + \bar{w} \times 0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}}$

Pareto dominujúce signalizovanie vyplývajúce z (2):

$$\frac{\alpha^2}{1-\alpha} = \frac{2(\theta_2 - \theta_1)}{\rho\sigma^2}$$

Vyjadrením prívátneho benefitu B dostaneme nasledujúcu rovnicu, pričom platí, že logicky s rastom reportingu a dochádza k poklesu B.

$$B = \bar{w} \times 0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}} (1 - q_L) - \frac{\alpha^2}{1-\alpha} \times \frac{1}{2} \rho\sigma^2$$

Zlúčenie modelov

Po dosadení do Tirolovho modelu (1) dostaneme:

$$\frac{\alpha^2}{1-\alpha} \times \frac{1}{2} \rho\sigma^2 \geq \bar{w} \times 0,2 \times 30^{\frac{x-1}{20}} (1 - q_H)$$

Ľavá strana obsahuje hladinu sebareportingu a je v tejto časti rastúca, kým pravá strana je klesajúca v pravdepodobnosti q_H .

Predpokladajme že x (počet zamestnancov, obrat, rentabilita tržieb) je funkciou q_H . Pre pravú stranu potom platí:

$$\log(\text{pravej_strany}) = \log(\bar{w}) + \log(0,2) + \frac{x(q_H) - 1}{20} \times \log(30) + \log(1 - q_H)$$

$\underset{=k}{\log(\bar{w})}$ $\underset{\approx -1,6}{\log(0,2)}$ $\underset{\approx 3,4}{\log(30)}$ $\underset{=g; \frac{\partial g}{\partial q_H} = -\frac{1}{1-q_H}}{\log(1 - q_H)}$

$\underset{=f; \frac{\partial f}{\partial q_H} = \frac{1}{20} \frac{\partial x(q_H)}{\partial q_H}}{\frac{x(q_H) - 1}{20}}$

$$\log(\text{pravej_strany}) = \log(\bar{w}) - 1,6 + 0,17(x(q_H) - 1) + \log(1 - q_H)$$

$$\% \Delta \text{pravej_strany} \approx k - 1,78 + 17\% \Delta x(q_H) + \log(1 - q_H)$$

Záver

Po predstavení *Kódexu* verejnosti sa bude dať empiricky overiť nakoľko je signál vysvetľujúcou premenou dosahovaných výsledkov. V tejto súvislosti treba iniciatíve asociácie CECGA zapriať úspech, aby monitoring princípu „dodržiuj alebo vysvetli“ mal významné výsledky.

Bibliografia:

1. Jean Tirole, Corporate Governance, Vol. 69, No. (Jan 2001), pp. 1 – 35
2. OECD (2015) OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises 2015, OECD Publishing, Paris
3. Xavier Freixas, Jean-Charles Rochet, Microeconomics of Banking, 1997

Autorom článku je Mgr. Andrej Naščák
člen CECGA