

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

Rigorózní práce

2002

Zdeněk Kudrna

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

RIGORÓZNÍ PRÁCE

Struktury ovládání bank: teorie a empirie

Vypracoval: Zdeněk Kudrna

Konzultant: Prof. Ing. Karel Kouba, DrSc.

Akademický rok: 2001/2002

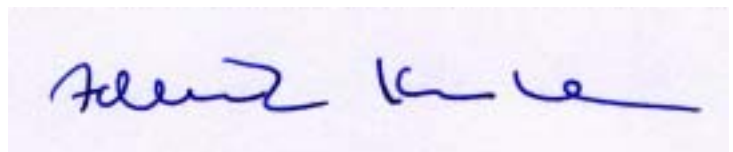
Poděkování

Slávce za trvalou inspiraci a

kolegům z IES, zejména prof. Koubovi a prof. Mejstříkovi, za náročné debaty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem rigorózní práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

A rectangular box containing a handwritten signature in blue ink. The signature is cursive and appears to read 'Zdeněk Kudrna'.

V Brně dne 10.září 2002

podpis studenta

Struktury ovládání bank: teorie a empirie

Zdeněk Kudrna

Abstrakt:

Práce mapuje teoretickou i empirickou literaturu o strukturách ovládání bank na rozvíjejících se trzích. Cílem je propojit jednotlivé aspekty ovlivňující struktury ovládání v jednoduchém strukturálním modelu. Model umožňuje poukázat na některé inherentně přítomné redistribuční motivace a zároveň ukázat možné mechanismy omezení těchto motivací. Práce se zabývá také specifiky, která odlišují struktury ovládání banky od struktur ovládání nefinančních firem. Protože je fungování institucí v tranzitivních ekonomikách důležitým analytickým faktorem, je jejich vliv v rámci modelu explicitně diskutován. Práce nabízí rámec pro zpracovávání případových a komparativních studií o vývoji bank v transformaci.

Governance Structures of Banks: Theory and Empirical Issues

Zdeněk Kudrna

Abstract:

The paper reviews the theoretical and empirical literature on corporate governance of banks on emerging markets. The aim is to combine various aspects influencing the governance structures into a simple model framework. Such a framework is useful to highlight (i) some inherent incentives for rent-seeking (redistribution) and (ii) means of constraining these incentives. The paper also covers some specifics of bank governance structures as compared to standard firms. The quality of institutions has proven to be an important factor for corporate structures in transitive economies, thus I discuss them explicitly within the structural model. The paper provides broad framework for compilation of case- and comparative studies on banks in transition.

OBSAH

OBSAH	5
SEZNAM TABULEK	7
SEZNAM OBRÁZKŮ	7
ÚVOD	8
1 PROBLÉMY BANK A JEJICH PŘÍČINY	12
1.1 EXTERNÍ VLIVY.....	14
1.2 INTERNÍ ROZHODOVÁNÍ.....	15
1.3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	16
1.4 ROVNOVÁHA VE STRUKTURÁCH OVLÁDÁNÍ.....	17
ČÁST I: TEORETICKÝ PŘÍSTUP	19
2 REDISTRIBUČNÍ MOTIACE VE STRUKTURÁCH OVLÁDÁNÍ BANK	20
2.1 VLASTNÍK/MANAŽER VERSUS VĚŘITELÉ.....	20
2.2 MANAGEMENT VERSUS VLASTNÍCI.....	21
2.3 OSTATNÍ VERSUS POPLATNÍCI.....	22
2.4 REGULATORNÍ SHOVÍVAVOST.....	24
3 STRUKTURY OVLÁDÁNÍ BANK	25
3.1 SPECIFIKA OVLÁDÁNÍ BANK	25
3.2 MODEL STRUKTUR OVLÁDÁNÍ BANKY.....	26
4 INTERNÍ STRUKTURY OVLÁDÁNÍ	30
4.1 MANAGEMENT.....	30
4.2 AKCIONÁŘI.....	32
4.3 VĚŘITELÉ.....	33
4.4 BANKOVNÍ DOHLED.....	34

5	EXTERNÍ MECHANIZMY OVLÁDÁNÍ.....	37
5.1	TRHY	37
5.1.1	<i>Trhy produktů a manažerů</i>	<i>37</i>
5.2	TRH FINANČNÍCH INFORMACÍ	38
5.2.1	<i>Kapitálové a politické trhy</i>	<i>39</i>
5.3	INSTITUCE.....	40
5.3.1	<i>Klíčové instituce</i>	<i>40</i>
5.4	REGULATORNÍ PRAVIDLA	43
6	SHRnutí PRVNÍ ČÁSTI.....	45
ČÁST II: EMPIRICKÉ POZNATKY.....		46
7	REDISTRIBUČNÍ STRATEGIE V BANKÁCH	47
7.1	INTERNÍ RIZIKOVÉ FAKTORY	47
7.2	PRINCIPY OVLÁDÁNÍ BANK.....	49
7.3	RATING STRUKTUR OVLÁDÁNÍ	53
7.4	MĚŘENÍ KVALITY INSTITUCÍ.....	55
8	SHRnutí DRUHÉ ČÁSTI.....	59
9	ZÁVĚR.....	60
POUŽITÁ LITERATURA.....		62
SLOVNÍČEK POUŽITÝCH TERMÍNŮ		67

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Fiskální náklady bankovních krizí	10
Tabulka 2 Management a omezování redistribučních motivací.....	31
Tabulka 3 Akcionáři a omezování redistribučních motivací.....	33
Tabulka 4 Věřitelé a omezování redistribučních motivací.....	34
Tabulka 5 Bankovní dohled a omezování redistribučních motivací	36
Tabulka 6 Trhy a omezování redistribučních motivací.....	38
Tabulka 7 Trhy informací a omezování redistribučních motivací	39
Tabulka 8 Kapitálové a politické trhy a omezování redistribučních motivací.....	40
Tabulka 9 Instituce a omezování redistribučních motivací.....	43
Tabulka 10 Regulace a omezování redistribučních motivací.....	44
Tabulka 11 Interní příčiny krachů bank	48
Tabulka 12 Klíčové interní faktory krachů bank.....	48
Tabulka 13 Interní faktory provázející zpronevěru a zneužití postavení	48
Tabulka 14 Dodržování OECD principů vlastnického ovládání v ČR v roce 2000.....	54
Tabulka 15 Indexy ochrany práv akcionářů a věřitelů v Evropě (1998).....	56
Tabulka 16 Indexy ochrany práv akcionářů a věřitelů v transformačních ekonomikách.....	56
Tabulka 17 Efektivita vynucování práv	57
Tabulka 18 Index rizik správy akciových společností	57

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Struktura řetězce ovládání bank.....	28
---	----

ÚVOD

Kdybychom měli jednou větou zformulovat smysl ekonomické transformace, pak žhavým kandidátem na nejuvýstižnější formulaci by byly: „Změna *struktury motivací* ekonomických aktérů.“ Z počátečních diskusí o transformaci i ze samotné struktury Washingtonského konsensu vyplývá, že prostředkem k dosažení této změny měly být trhy a vlastnická práva. Fungující trhy a dobře definovaná vlastnická práva jsou spolu s preferencemi ekonomických aktérů bezesporu klíčovými faktory, které určují strukturu motivací. Zkušenost z transformace však velmi záhy ukázala, že není radno podceňovat ani vliv institucí – formálních a neformálních pravidel, která jsou různými způsoby vynucována. Transformace naplno odhalila, že instituce byly „zamlčeným předpokladem“ efektivního fungování trhů, který navíc ovlivňuje preference (především neformální instituce) i kvalitu vlastnických práv (především formální instituce).

Nikde jinde není vliv všech těchto faktorů vidět lépe než na úrovni každé jednotlivé společnosti. Skrze *struktury ovládání*¹ se jejich vliv promítá do chování každé firmy a spolu s dalšími faktory rozhoduje o jejích ekonomických výsledcích. Mezi firmy s nekomplexnějšími strukturami ovládání patří velké banky, na které se v této práci soustředíme. Budou nás zajímat především společné a charakteristické motivace, které se v nějaké podobě objevují ve všech bankách, tedy nikoli analýza konkrétních motivací, konkrétních lidí v konkrétní bance.

Z řady důvodů jsou motivace aktérů ve strukturách ovládání bank odlišné od struktur ovládání nefinančních firem. Dominantní charakteristikou je celá řada motivací k *morálnímu hazardu* a jiným *redistribučním strategiím*², jejichž společným rysem je to, že se jedna strana obohacuje na úkor druhé. Výsledkem takových strategií je pak přinejmenším nižší hodnota banky, avšak často i její krach.

Tato práce se pokouší nastítnit odpovědi na obecné otázky: Jaká je struktura (redistribučních) motivací manažerů bank? Co omezuje redistribuční strategie aktérů struktur ovládání a naopak je motivuje ke spolupráci na maximalizaci hodnoty banky? Co naznačují výsledky empirických studií o vlivu kvality struktur ovládání na

¹ V anglickém originále „corporate governance“, případně v teoretičtější laděných pracích se používá „governance structures.“ V češtině zatím neexistuje ustálený překlad. Řada autorů používá původní anglický termín nebo jej překládají jako „vlastnické ovládání“ (Mlčoch, 1996) nebo správa korporací, respektive správa akciových společností (Mejstřík, 1999 a Kudrna et al. 2000), popřípadě vlastnická kontrola (Holman, 2000). Z pohledu této práce je však nejuvýstižnější překlad *struktury ovládání*, který je dále konsistentně používán.

² Pojem redistribuční motivace budeme v této práci používat jako obecné označení všemožných forem: (i) maximalizace soukromých výnosů jednoho aktéra na úkor jiného, (ii) morálního hazardu na různých úrovních a (iii) negativního výběru. Přesnější vymezení těchto pojmů je dále v jednotlivých kapitolách.

stabilitu a rozvoj bank? Jaké existují možnosti měřit a srovnávat kvalitu institucionálních omezení redistribučních motivací?

Na řadu těchto otázek narazil autor při zpracovávání deskriptivní studie o vývoji IPB (Kudrna et al., 2002). Překvapením však byl fakt, že přes časté odkazy na problémy a specifčnost struktur ovládnání bank existuje jen málo teoretických či empirických studií, které by se na tento problém soustředily. Mnoho bylo sice napsáno o jednotlivých vztazích ve strukturách ovládnání bank, například o vztazích managementu a akcionářů, či o regulaci bank, avšak syntetická práce, která by tyto prvky uvedla do vzájemných souvislostí, stále chybí. Přitom by takový model byl velmi užitečný pro zpracovávání případových studií a zobecňování jejich závěrů, především pro tranzitivní ekonomiky. Napomohl by strukturování interních i externích příčiny vývoje bank a tím by umožnil formulovat obecné procesy, které napomáhají zdravému rozvoji bank ve specifickém prostředí tranzitivní ekonomiky, kde vládne vysoká míra nejistoty.

Cílem této práce je přispět k zacelení tohoto bílého místa a vytvořit předpoklady pro další případové i srovnávací studie bank. Přesněji lze cíle formulovat takto:

- Zmapovat na základě teoretické literatury o strukturách ovládnání (bank) hlavní redistribuční motivace a popsat obecné možnosti jednotlivých aktérů tyto motivace omezit a
- Shromáždit výsledky empirických studií o faktorech ovlivňujících efektivitu struktur ovládnání bank a to především na rozvíjejících se trzích. Zajímat nás budou i pokusy postihnout kvalitativní rozdíly mezi mechanismy ovládnání bank na vyspělých a rozvíjejících se trzích, které by mohly osvětlit některé příčiny problémů bank v tranzitivních ekonomikách.

Jelikož se jedná o téma značně rozsáhlé, nebude naším cílem obsáhle zkoumat jednotlivé modely a studie, ale jen vystihnout klíčovou myšlenku či závěr. Na některé oblasti se zaměříme detailněji, přičemž jako implicitní selekční mechanismus budou složit problémy, které autora nejvíce zaujaly při zkoumání vývoje IPB i transformace české ekonomiky.

Počet studií o strukturách ovládnání v posledních patnácti letech zřetelně roste. Lze najít řadu důvodů, proč stoupá zájem teoretických i praktických ekonomů o struktury ovládnání bank. Mezi určitě patří i následující:

- Problémy bank ve vyspělých zemích. V osmdesátých letech prošly americké banky nejhorší krizí od velké krize třicátých let. Kromě pádu několika set větších i menších bank musela americká vláda na konci osmdesátých let nákladně očistit spořitelny, na což padlo více jak 160 miliard dolarů. Japonský bankovní sektor se nachází ještě v hlubší krizi, jejíž bolestivé řešení se stále odkládá. V západní Evropě se také několik velkých bank dostalo do hluboké krize, avšak jednalo se spíše o jednotlivé banky, nikoli o celý sektor. Mezi důsledky těchto zkušeností patří deregulace finančního sektoru na straně jedné a přijetí

Basilejského protokolu po roce 1988, který definoval základní pravidla obezřetného chování bank, na straně druhé.

- Problémy bankovního sektoru na *rozvíjejících se trzích*. Jedním z dominantních rysů posledního dvacetiletí byl i nástup rozvíjejících se trhů a jejich větší úloha v globalizující se ekonomice. Otevírání, deregulace a často i privatizace vedla k rychlému rozkvetu bank, avšak odvrácenou stranou byla i celá řada velmi nákladných bankovních krizí (viz Tabulka 1). V těchto krizích hrály velkou roli externí šoky, avšak schopnost bankovního sektoru krize přestát byla určována také kvalitou interních systémů bank.

Tabulka 1 Fiskální náklady bankovních krizí

Stát (Datum)	Náklady v % HDP	Stát (Datum)	Náklady v % HDP
Argentina (1980-82)	55.3	Mexiko (1995)	13.5
Chile (1981-82)	41.2	Maďarsko (1991-93)	10.0
Uruguay (1981-84)	31.2	Finsko (1991-93)	8.0
Izrael (1977-83)	30.0	Švédsko (1991)	6.4
Pobřeží slonoviny (1988-91)	25.0	Srí Lanka (1989-93)	5.0
Senegal (1988-91)	17.0	Malajsie (1985-88)	4.7
Španělsko (1977-85)	16.8	Norsko (1987-89)	4.0
Bulharsko (1990-98)	14.0	USA (1984-91)	3.2

Zdroj: Caprio and Klingebiel (1996) citováno v Bossone, Promisel (2001:9)

- Slabiny privatizace a transformace. V transformačních ekonomikách hrály banky zpravidla klíčovou úlohu, neboť při absenci kapitálových trhů byly jediným zdrojem domácího kapitálu. Z pozice významného věřitele hrály klíčovou roli ve strukturách ovládání svých dlužníků a v případě, že se jednalo o univerzální banky, byly často zároveň i v pozici vlastníka. Banky tak hrály klíčovou úlohu v řetězcích ovládání a způsob, jakým tuto roli vykonávaly, byl determinován jejich vlastními strukturami ovládání. Není divu, že při desátém výročí transformace ve střední a východní Evropě byla diskuse o roli struktur ovládání (bank) v centru zájmu (viz Dyck 1999, Stiglitz 1999, Dabrowski, Gomulka, Rostowski 2000). Podobná diskuse probíhá i v české ekonomické obci (viz Mlčoch 1996, 2000 či naopak Holman 2000).

V diskusi o roli struktur ovládání v transformaci hraje Česká republika, a to bohužel, prominentní roli, neboť právě u nás se odehrál experiment s masovou privatizací vedoucí k rozptýlenému vlastnictví v prostředí, které bylo značně odlišné od amerického či britského, kde podobný model struktur ovládání funguje³. Stejně tak i specifitější problém struktur ovládání bank má svůj význam především u nás, neboť nikde jinde se transformační problémy nekoncentrovaly v takové míře právě v bankách.

³ Obecně se českému modelu corporate governance neboli struktur ovládání věnuje celá řada výzkumných studií. Coffee (1996, 1999) se věnuje roli investičních privatizačních fondů. Glaeser, Johnson, Shleifer (2000) se zabývá příčinami a důsledky špatné regulace kapitálového trhu v ČR ve srovnání s Polskem. Neumann a Egan (1999) popisují český hybrid anglosaského modelu a

Struktura práce: v úvodní části rozlišíme interní a externí vlivy na stabilitu bank. Zároveň popíšeme teoretická východiska a některé charakteristiky optimálního stavu struktur ovládání banky. Dále je práce členěna na teoretickou část, empirickou část a závěr. V teoretické části popíšeme hlavní redistribuční motivace, které vznikají ve vztazích principál - agent v rámci struktur ovládání banky. Následně popíšeme některá specifika, která odlišují struktury ovládání bank (finančních společností) od „standardních“ struktur ovládání nefinančních, průmyslových firem a představíme jednoduchý model řetězce ovládání bank. Možnosti jednotlivých aktérů omezovat redistribuční strategie jsou tématem kapitol o interních a externích mechanismech ovládání bank. Empirická část pak shrnuje existující poznatky o vlivu interních i externích mechanismů a možnostech jak měřit kvalitu těchto faktorů. Závěr pak shrnuje zjištění práce a především nastiňuje cesty pro další výzkum.

Práce vychází především z pramenů, které jsou dostupné v elektronické podobě na adrese <http://ies.fsv.cuni.cz/kudrna>. Ačkoli drtivá většina podkladových materiálů je v angličtině, práci jsem se pokusil napsat česky bez toho, abych používal původní anglická idiomata. Zvolené české termíny však mohou mást čtenáře znalého originálních pojmů, proto v příloze předkládám slovníček. Při prvním výskytu jsou specifické termíny označeny kurzívou.

německého modelu. Dyck (1999) vysvětluje rozpor mezi zvoleným způsobem privatizace a slabostí formálních řetězců ovládání, tj. právní infrastruktury. Stiglitz (1999) vysvětluje problémy českých struktur ovládání pomocí špatně nastavených motivací a Cull, Matesova, Shirley (2001) empiricky prokazují, že motivace k tunelování měla reálný vliv na výkonnost podniků. Konkrétní analýzou problémů struktur ovládání se pak zabývají analýzy Světové banky (1999 a 2000). Další zdroje se na tyto a další studie hojně odkazují, takže se z českých problémů pomalu, ale jistě stává akademické klišé.

1 PROBLÉMY BANK A JEJICH PŘÍČINY

Banky mají v rozvinutých ekonomikách zásadní postavení a jejich hladké fungování je jedním z předpokladů hospodářského rozvoje. Bezesporu má tedy smysl pátrat po tom, co ovlivňuje jejich hospodářské výsledky a stabilitu. V obecné rovině lze tvrdit, že hospodářský výsledek je funkcí dvou proměnných (i) interního rozhodování v bance a (ii) externích vlivů působících na banku.

Obecně platí: výsledek = f (interního rozhodování, externích vlivů)

V případě úspěchů i neúspěchů banky zajímá vnějšího pozorovatele především relativní vliv každé proměnné. V případě dlouhodobého úspěchu si klademe otázku, zda je to jen náhoda způsobená pozitivním externím vývojem, nebo naopak výsledek dobré práce managementu a ostatních aktérů struktur ovládání, kteří se na interním rozhodování podílí. Stejně tak i v případě problémů či dokonce krachu banky se ptáme, zda je to důsledek špatného řízení nebo negativních šoků. Management, který má o bance i externích vlivech nejlepší informace, má silnou motivaci vysvětlovat úspěchy jako důsledek své aktivity a neúspěchy naopak svalovat na nečekané šoky (problém „kyselých jablek“). Určení odpovědnosti za výsledek tedy spočívá především na vlastnících a dalších aktérech ovládání bank, kteří však mají horší znalosti i informace.

Odlišení vlivu externích šoků od interních rozhodnutí ex post není pro aktéry struktur rozhodování cílem. Ten spočívá v ex ante zajištění takového fungování vnitřních procesů, aby banka byla co nejlépe zajištěna proti negativním externím vlivům. Ovšem právě z tohoto důvodu má smysl ex post zkoumat příčiny pádů i úspěchů bank, neboť se z těchto zkušeností můžeme poučit, následovat úspěšné postupy a vyhnout se těm, které vedou k insolvenční.

Připustíme-li, že smyslem existence banky je maximalizovat svou hodnotu při současném plnění všech závazků, pak můžeme smysl těchto úvah definovat jako hledání struktur ovládání, které povedou k chování banky maximalizujícímu její hodnotu v prostředí trvalé nejistoty. Implicitně přitom předpokládáme, že kvalitní ovládání banky zvyšuje schopnost banky čelit neočekávanému.

Banky fungují v nějakém tržním a institucionálním prostředí, které je jednak zdrojem nejistoty a jednak definuje a vynucuje řadu mechanismů externí kontroly, a proto je musíme zahrnout do naší úvah. Tímto

přístupem se tato práce řadí do proudu, který pracuje s hypotézou, že typ a struktura vlastnictví má vliv na efektivitu a to především na rozvíjejících se trzích⁴.

Tento pohled je také blízký logice modelů *struktura – chování – efektivita*⁵, které ze struktury trhu odvozují očekávané chování firem a následně i jejich výsledky. Avšak naše úvahy se netýkají trhu, ale bankovní hierarchie. V jistém smyslu tedy hledáme způsoby, jak struktury ovládání, ovlivňují chováním banky a tím i její ekonomické výsledky. V pozadí je přitom úvaha, že efektivně fungující struktury ovládání povedou k efektivnímu chování banky a tedy k dlouhodobé maximalizaci její hodnoty v prostředí nejistoty. Význam struktur ovládání spočívá především v tom, že je to jediná ze dvou proměnných determinujících výsledků, kterou mohou aktéři přímo ovlivnit.

Při studiu příčin bankovních krachů jsou problémy ve struktuře ovládání jen zřídka uváděny. Obvykle na seznamu interních příčin spíše najdeme položky jako špatné řízení rizik, přehnanou expanzi či slabé vzdělání a zkušenosti managementu. Z našeho pohledu jsou však tyto příčiny pádu důsledkem neefektivních struktur ovládání, neboť ten, kdo nese riziko (a náklady) případného krachu má motivaci vybrat, motivovat a kontrolovat takový management, který je dostatečně zkušený, aby dokázal řídit rizika, expanduje přiměřeně atd.

Zároveň je třeba odlišit ovládání banky od řízení banky. Ovládání definuje cíle a nastavuje omezení, v nichž se management pohybuje při operativním řízení i při vytváření vnitřních procesů fungování banky. Jensen a Fama (1983) rozlišují čtyři úrovně rozhodování ve firmě, která je chápána jako svazek kontraktů:

1. Navrhování – jak využít zdroje a jak strukturovat příslušné kontrakty;
2. Schvalování – výběr návrhu, který bude implementován;
3. Implementace – realizace schváleného řešení;
4. Monitorování – měření výkonu managementu a jeho odměňování.

Na těchto úrovních je možné rozlišit ovládání od řízení. Ovládání společnosti spočívá především ve druhém a čtvrtém kroku, zatímco řízení společnosti managementem tkví v prvním a třetím. Ex ante je důležité schvalování, které determinuje strukturu kontraktů a tím i to, kdo nese jaká rizika a komu patří které výnosy. Monitorování a kontrola ze strany všech relevantních aktérů struktur ovládání pak ex post kontroluje, zda je efektivně implementována zvolená strategie a zda jsou plněny dohodnuté kontrakty. Zároveň se v rámci kontrolních procesů řeší nové situace, které nebyly kontraktem anticipovány.

⁴ Viz například Kočenda (2002) nebo Vychodil (2001).

⁵ Structure – Conduct – Performance models (SCP model).

1.1 Externí vlivy

V proměnné „externí vlivy“ je zahrnuta především nejistota, která je inherentní charakteristikou ekonomického vývoje. Za externí šoky lze považovat všechny neočekávatelné změny, které banka nemůže přímo ovlivnit. Příkladem mohou být změny ve vývoji makroekonomické situace, situace na trhu či v odvětví či v jednotlivé firmě, ale třeba i regulatorní či institucionální změny. Klíčová slova jsou neočekávatelné a neovlivnitelné, neboť praktické spory budou vždy o tom, zda bylo možné něco očekávat, a zajistit se proti případným negativním dopadům.

V bankovním a ve finančním sektoru je role nejistoty ještě vyšší než v nefinančních firmách. Ošetřování rizik je jádrem činnosti bank, proto by mohlo být účelné rozlišovat riziko a nejistotu. Rizika, lze v dlouhodobě stabilním prostředí celkem úspěšně předpokládat a adekvátně se proti nim zajistit. V případě nejistoty takové možnosti nejsou, neboť neznáme její charakteristiky, ani jejich pravděpodobnost.

Analýzy vlivu celé řady externích faktorů a z nich plynoucích šoků na výsledky bank patří k tradičním a četným tématům výzkumných studií. Například po poslední krizi ve východní Asii vzniklo mnoho studií o kurzu, kurzovém riziku a bankách. Na druhou stranu studií o vlivu interních faktorů na výsledky je podstatně méně. Příčiny lze jistě hledat jednak v tom, že je obtížné sehnat dostatečné informace o jednotlivých bankách a jednak v tom, že u mnoha ekonomů a ekonometrů stále přetrvává vnímání firmy jako černé skříňky, která je zmítána exogenními vlivy.

Zajímavou diskusí z hlediska ovládnání bank v transformaci je problém obrovské nejistoty, která systémové změny provází. Častým argumentem je, že v počátcích transformace nebylo možné, aby se banky chovaly obezřetně, neboť by tím odstřihly nově vznikající i existující podniky od zdrojů nutných k vzniku, provozu i restrukturalizaci v situaci, kdy žádná alternativa bankovního úvěru neexistovala⁶. Na velká rizika musely banky reagovat buď tak, že:

- Půjčovaly na velmi vysoký úrok, což ovšem, jak upozorňuje Siegelbaum (1997), vedlo k negativnímu výběru, kdy si seriózní podnikatelé nemohli úvěr dovolit, takže si půjčovali jen hazardéři, kteří často ani nepočítali s tím, že by úvěr vraceli (viz Laeven 1998) nebo
- Nepůjčovaly vůbec, což obvykle nastalo až po určité době boomu, kdy jejich bilance byly plně špatných úvěrů. Že by nepůjčovaly vůbec od počátku asi nebyla reálná varianta, neboť všechny banky byly státní a vládnoucí politici měli eminentní zájem, aby banky podpořily počátky transformace.

Ať tak či onak, většina středoevropských a ex-sovětských bank skončila s obrovskou dírou v bilanci, kterou někdo musel uhradit - některý z principálů, kteří ve strukturách ovládnání banky nesou rizika i výnosy. Jak si

⁶ Dalším důvodem, proč se banky nemohly chovat obezřetně byla absence patřičných znalostí a zkušeností, ale i řady nezbytných externích mechanismů, jako je fungující institucionální rámec.

detailně vysvětlíme dále, jsou v bankách tři principálové – akcionáři, věřitelé a daňoví poplatníci. V optimální situaci by rizika „financování transformace“ byla rozložena ex ante na základě kontraktu. Většinou však žádný kontrakt neexistoval, ztráty vznikaly nejen v důsledku nejistoty, ale i redistribučních strategií managementu či kontrolních vlastníků a k rozložení ztrát na principály došlo až na základě ex post vyjednávání.

Ačkoli je zřejmé, že externí vlivy hrají zvláště v transformaci významnou roli, v této práci se soustředíme na analýzu struktur ovládnání, tj. především interních faktorů.

1.2 Interní rozhodování

V pojetí této práce je interní rozhodování nesmírně široká a komplexní proměnná, kterou se pokusíme nejprve strukturovat, popsat jednotlivé vztahy a naznačit možné důsledky pro ekonomickou výkonnost bank. Z již zmíněné logiky SCP modelu vyplývá tento řetězec implikací:

1. Struktury ovládnání determinují interní rozhodování;
2. Implementace interních rozhodnutí určuje chování banky;
3. Chování banky v interakci s externími šoky určuje ekonomické výsledky banky.

Struktury ovládnání vymezují množinu přípustných alternativ, ze kterých si hráči vybírají svou strategii, podle které se budou chovat. Množinu přípustných alternativ a tedy i strategie aktérů můžeme obecně rozdělit na dva typy:

- Produktivní strategie – strategie vedoucí k dlouhodobé maximalizaci hodnoty banky;
- Redistribuční strategie - obohacování se na úkor ostatních. To může mít celou řadu forem od poměrně triviálního „flákání“ managementu, který nevyvíjí maximální snahu zvyšovat hodnotu firmy, přespříliš riskantní investice, jejichž důsledky nemají stejný dopad na všechny aktéry, až po záměrné přisvojení si nepoměrné části výnosů nebo přímo rozkrádání ekonomické podstaty firmy (tunelování či *rabování*⁷).

Při rozlišování strategií je potřeba vést v patrnosti tři důležité aspekty:

- Aktéři volí strategii v prostředí nejistoty, což může mít fatální vliv na výsledek. I v případě, že by všichni aktéři volili produktivní strategii a vzájemně spolupracovali na maximalizaci dlouhodobé hodnoty banky, tak může nejistota (v našem modelu reprezentovaná proměnnou externí šok) vést ke špatným ekonomickým výsledkům nebo dokonce ke krachu banky.

⁷ Cull, Matesova a Shirley (2001:5) definují tunelování jako „statické“ vykrádání aktiv firmy a rabování (looting) jako dynamické vykrádání aktiv v tom smyslu, že strany nejenže vykrádají existující majetek firmy, ale zneužívají nedokonalosti institucionálního prostředí či štedrosti státních bank k tomu, aby nasávaly do firmy další majetek, který je následně vyváděn mimo dosah věřitelů, čili tunelován. Rabování definovali Akerlof a Romer (1993).

- Redistribuční strategie aktérů nutně neznamená špatné výsledky. Banka může prosperovat a k redistribuci může docházet mezi aktéry struktur ovládání. Nejčastěji tím, že management a/nebo kontrolní vlastníci se obohacují na úkor ostatních aktérů, např. minoritních akcionářů. Redistribuce může mít celou řadu podob, avšak v bankovníctví je zvláště záladnou formou morální hazard v podobě „nasávání rizik“, kdy management a/nebo kontrolní vlastníci investuje do velmi rizikových projektů, neboť mu případnou případné zisky, avšak o pravděpodobnější ztráty se podělí s ostatními vlastníky, věřiteli a často i daňovými poplatníky. V dlouhém období však není redistribuční strategie únosná ani v ziskové bance, neboť poškozování aktéři ji dříve či později identifikují a začnou se buď bránit své zájmy nebo vyzvednou své vklady a investují do jiné banky.
- Produktivní strategie je reziduální, respektive při teoretickém zkoumání struktur ovládání je potřeba ji za reziduální považovat. Ačkoli většina podnikatelských záměrů je motivována produktivně především proto, že na počátku není co redistribuovat, je užitečné předpokládat, že pokud aktéři budou mít možnost redistribuovat existující statky místo pracného vytváření nových, pak této motivaci podlehnou. V realitě může být tento předpoklad příliš pesimistický, neboť preference (podnikatelská etika) aktérů mohou redistribuci zabránit. Na druhé straně historická zkušenost nás učí, že pouze na etiku aktérů nelze spoléhat, neboť jak uvádí Shleifer a Vishny (1997) zlepšení ve strukturách ovládání byly zpravidla reakcí na předchozí defraudace.

Volba mezi produktivními a redistribučními strategiemi nám zároveň dává kritérium pro posuzování efektivity či kvality struktur ovládání. Za kvalitní struktury ovládání budeme považovat ty, které (i) motivují aktéry k produktivním strategiím a zároveň (ii) omezují možnost realizace redistribučních strategií, za dané úrovně nejistoty. Toto kritérium je také plně konzistentní s v současnosti nejpoužívanější definicí v teoretické i aplikované literatuře (viz například OECD 1998, Světová banka 1999, IMF 2000), kterou formulovali Shleifer a Vishny. Ti definují podstatu struktur ovládání jako způsoby, jimiž si dodavatelé financí zajišťují návratnost svých investic do dané firmy (Shleifer a Vishny, 1997:2).

1.3 Teoretická východiska

Teoretické východisko této práce tkví v teorii vlastnických práv, teorii kontraktů a teorii agentury⁸. V tomto světle je banka, stejně jako jakákoli jiná firma, chápána jako svazek implicitních a explicitních kontraktů (Jensen a Meckling, 1976:8). Kontrakty specifikují vlastnická práva jednotlivých aktérů v řetězcích vztahů

⁸ Obecná teoretická východiska pak odvozují od nové institucionální ekonomie. Jedná se především o existenci transakčních nákladů a omezenou racionalitu ekonomických aktérů. Vzhledem k tomu, že analýza se pohybuje ve verbální rovině, není potřeba tyto koncepty exaktně definovat (obecné pojednání viz Furubotn a Richter 2000, kapitola 4).

principál – agent. Specifikace vlastnických práv zároveň určuje rozdělení nákladů (včetně rizik) a výnosů mezi aktéry sdruženými v akciové společnosti.

Vztah principál - agent chápeme jako kontrakt, jímž jedna nebo více osob (principálové) zaváží jinou osobu či osoby (agenty) k vykonávání určitých služeb v jejich zastoupení, tj. přenesou na ně podstatnou část rozhodovacích pravomocí (kontrolních práv). Problémem tohoto vztahu jsou odlišné motivace obou stran, což, jak prokazují Jensen a Meckling (1976), má dopad na efektivitu firmy.

Vytvoření a udržování těchto struktur má své náklady, které je potřeba nést, aby byly pokryty redistribuční motivace agentů i principálů. Tyto náklady jsou distribuovány na jednotlivé aktéry v řetězcích ovládání, které jsou v případě tak složitých organizací, jako jsou velké moderní bankovní skupiny, velmi komplexní (viz 3.1).

Výhodou delších řetězců ovládání je možnost specializace. Někteří agenti se zaměřují na získávání informací, jiní na kontrolu a někteří na oboje (viz Dyck 1999:6). To umožňuje principálům lépe rozhodovat, tj. lépe management motivovat, kontrolovat a omezovat jeho redistribuční sklony. Naopak nevýhodou delších řetězců ovládání je větší počet kontraktů, to jest vztahů, ve kterých vznikají redistribuční motivace. Ty je potřeba omezit, což vede k větší závislosti na tržní a institucionální infrastruktuře, neboť k omezení pouhé soukromé kontrakty nestačí. Pokud infrastruktura nefunguje, tj. jsou-li v dané ekonomice vysoké transakční náklady, nemohou principálové správně motivovat a omezovat redistribuční strategie agentů a může dojít k problémům bank (viz Stiglitz 1999, Dyck 1999).

V této práci nás budou struktury ovládání zajímat zejména ve vztahu k rozložení potenciálních výnosů (residual claimants) a rizik (risk bearers) plynoucích z činnosti banky mezi jednotlivé aktéry. V modelové rovině budeme identifikovat redistribuční motivace, které vznikají v různých částech řetězců ovládání. Nejčastěji proto, že někdo jiný nese rizika a někdo jiný potenciální výnosy (morální hazard).

Jedním z problémů, se kterým se budeme muset vypořádat, je otázka, které aktéry do modelového řetězce ovládání zahrnout a které nikoli. Obvykle se modely struktur ovládání omezují na ty aktéry, kteří do banky vkládají finanční prostředky a management. To je však pro naše účely příliš úzký pohled, neboť vylučuje například stát (daňové poplatníky), který do soukromé banky peníze nekládá⁹, ale nese rizika plynoucí například ze záruk za pojištění depozit. Podobně se do klasického modelu často nevejde ani bankovní dohled či auditor. Volba agentů zahrnutých do analýzy je tedy do jisté míry arbitrární.

1.4 Rovnováha ve strukturách ovládání

V řetězcích ovládání každý agent i principál maximalizuje svůj užitek v rámci omezení daných omezenou racionalitou a existencí transakčních nákladů. Cílem struktur ovládání je dosáhnout rovnováhy zájmů, která

⁹ Abstrahujeme od toho, že mnoho státních organizací patří mezi klienty banky.

omezuje redistribuční motivace a podporuje motivace produktivní. Z toho je patrné, že struktury ovládání nemají statické „řešení“, ale jedná se o dynamickou rovnováhu, do které navíc významně zasahuje i druhá proměnná z původní rovnice – externí šoky.

Jak již bylo řečeno, struktury ovládání jsou udržovány v rovnováze soustavou explicitních a implicitních kontraktů mezi aktéry, kteří tyto kontrakty aktivně monitorují a vynucují. V efektivní rovnováze nemá žádný z aktérů možnost obohatit se na úkor ostatních, proto se podílí na produktivní strategii rozvoje banky, která za dané nejistoty vede k optimálnímu rozložení rizik i výnosů mezi aktéry.

Tento ideál by však mohl úplně platit pouze ve světě bez transakčních nákladů. Připustíme-li jejich existenci, pak zároveň připouštíme, že tak dokonalé kontrakty nelze ze dvou důvodů uzavřít:

- transakční náklady na popsání všech možných situací, které mohou v budoucnu ovlivnit hodnotu kontraktu a jejich zohlednění ex ante při uzavření smlouvy jsou prohibitivní (imperfect foresight); jinými slovy smlouvu, která explicitně řeší všechny možné stavy světa nelze sepsat.
- transakční náklady na zjištění všech relevantních informací, které mají všechny zúčastněné strany kontraktu jsou taktéž příliš vysoké, takže vždy bude existovat informační asymetrie mezi jednotlivými aktéry.

S těmito nedokonalostmi je potřeba se vyrovnat a sepsat nedokonalé kontrakty, které definují základní práva a povinnosti aktérů. Tyto pak doplňuje dohoda o procesech, kterými budou řešeny situace nepředpokládané kontraktem. Ačkoliv kontrakty budou vždy nedokonalé, stejně tak jako jejich vynucování, míra nedokonalosti obojího se podstatně různí. Právě v této míře pak tkví rozdíl mezi více a méně efektivními strukturami ovládání, kterými se odlišují rozvinuté trhy od rozvíjejících se.

ČÁST I: TEORETICKÝ PŘÍSTUP

2 REDISTRIBUČNÍ MOTIVACE VE STRUKTURÁCH OVLÁDÁNÍ BANK

Smyslem teoretického přístupu k analýze struktur ovládání je (i) identifikovat všechny principály a jejich agenty, kteří mají nějaký zájem na ovládání banky, (ii) analyzovat jejich vzájemné vztahy a identifikovat jednotlivé redistribuční motivace, které v řetězci ovládání vznikají, a (iii) obecně popsat jejich možnosti omezit v maximální míře omezit redistribuční motivace tak, aby mohla být implementována za dané nejistoty produktivní strategie. V reálném světě však žádná jednotná funkční šablona pro efektivní struktury ovládání neexistuje, neboť podmínky každé banky jsou specifické a vyžadují specifická řešení. Teorie je tedy užitečná tím, že dává činnost jednotlivých aktérů do souvislostí a identifikuje problémy, na které je třeba se zaměřit.

V této části nejprve popíšeme klíčová rozhraní ve vztazích aktérů, kde vznikají redistribuční motivace a pak i několik důvodů, proč je v bankovním a ve finančním sektoru obecně složitější tyto motivace omezit. Poté představíme principály a agenty, kteří jsou součástí řetězce ovládání typické velké banky a budeme se zabývat otázkami motivací a možností jednotlivých aktérů omezit redistribuční motivace vlastní i těch druhých.

2.1 Vlastník/manažer versus věřitelé

Vlastník/manažer má dvojí roli. Jednak je principálem, kterému náleží reziduální výnos,¹⁰ a jednak je agentem věřitelů, kteří mu svěřují své prostředky, aby je v jejich zájmu investoval. Věřitelé si obvykle nárokují fixní výnos¹¹, který musí vlastník/manažer vyplatit dříve než dojde na jeho reziduální výnos, což platí i při likvidaci. Mezi věřiteli velkých univerzálních bank či spořitelen obvykle dominují drobní vkladatelé či držitelé dluhopisů.

Primární redistribuční motivace vzniká z nepoměru objemu vkladů a kapitálu. Podle aktuálních pravidel Basilejského výboru je za minimální přiměřený kapitál považováno 8 % rizikově vážených aktiv banky. Z toho plyne, že vlastník/manažer nese jen malou část rizika ztrát, pokud se jeho investice nezdaří. Naopak zdaří-li se rizikové investice s vyšším výnosem, tak vyplatí věřitelům fixní výnosy a zůstane mu vysoký reziduální výnos. Obecně se tato redistribuční motivace nazývá morálním hazardem vlastníka/manažera na úkor věřitelů.

Vlastník/manažer má motivaci „nasávat“ rizika a pokud není tato motivace omezena, ať už vlastními preferencemi vlastníka/manažera nebo monitorováním a kontrolou věřitelů, lze předpokládat, že objem rizik

¹⁰ Je tedy „residual claimant“, což znamená že získává výnos po zaplacení všech závazků za dané časové období. Výnos však může být i negativní, takže „residual claimant“ nese i riziko ztrát až do výše svého vkladu (předpokládáme, že banka má formu akciové společnosti s jedním akcionářem).

¹¹ „Fixed claimants“.

bude vyšší než optimální. Za optimální mix rizik považujeme takový, který by management zvolil, pokud by riskoval výhradně své vlastní zdroje.

Na druhé straně může nastat i situace, kdy věřitelé, kteří jsou averzní k riziku, omezí kontrolní práva vlastníka/manažera natolik, že bude moci investovat jen do málo rizikových aktiv, čímž se jeho kapitál nebude dostatečně zhodnocovat. Z toho plyne výše zmíněná potřeba dynamické rovnováhy v zájmech aktérů (viz 1.4).

Kapitál hraje ve vztazích vlastníků a věřitelů roli jisté zástavy a zároveň rezervy, která umožní bance absorbovat ztráty. Kapitálový vklad je to, co riskují vlastníci banky a pokud by byl nulový, pak vše, co riskují jsou peníze věřitelů, což výrazně zvyšuje motivaci k morálnímu hazardu. Kapitál tedy omezuje sklony vlastníků zvolit redistribuční strategii a motivuje je k monitorování a kontrole chování managementu.

2.2 Management versus vlastníci

Konfliktu zájmů mezi managementem a vlastníky si všiml už Adam Smith (1776)¹², když napsal: „Ředitelé [akciových] společností jsou však 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 firmách starají o své podíly. [...] Proto vždy více či méně vládne v řízení takové společnosti nedbalost a plýtvání.“ Jeho myšlenka sice nezapadla, avšak teoretického zpracování se dočkala až v roce 1932, kdy Berle a Means (1932) publikovali článek analyzující oddělení vlastnictví od kontroly. Základní teoretickou prací, která na modelu prokazuje existenci redistribuční motivace při oddělení vlastnictví a kontroly, je článek Jensena a Mecklinga (1976).

Jensen a Meckling prokazují, že jsou-li, jak principál, tak agent racionálními maximalizátory užítku, pak lze předpokládat, že agent se nebude vždy chovat v dokonalém souladu se zájmy principála. Principál může minimalizovat odchylku pomocí správných motivačních kontraktů. Naopak v některých situacích se agentovi vyplatí vytvořit určitý závazek, který garantuje principálům, že nepřijme určitá rozhodnutí, která by principály poškodila; pokud by je přijal, tak by principálové byli kompenzováni (bonding costs). Vytvoření záruk a kontrolních mechanismů, které v nějaké míře zajistí, že agent bude jednat v zájmu principála, má své náklady, které nazývají náklady agentury. Ty podle nich sestávají z (i) monitorovacích nákladů principálů, (ii) nákladů agenta na vytvoření záruk a (iii) reziduální ztráty, která vždy vznikne, jelikož zájmy principála a agenta nelze nikdy sladit stoprocentně. Výše reziduálních ztrát je přímo úměrná efektivitě struktur ovládání. Nejsou-li omezeny redistribuční motivace, pak management místo maximalizace hodnoty banky maximalizuje vlastní výnos z ovládání, který se projeví jako reziduální ztráta. Redistribuční motivace na rozhraní management – vlastníci tvoří jádro většiny prací o strukturách ovládání a to jak v teoretické, tak aplikované oblasti.

¹² Citováno ve Fama, Jeckling (1983); překlad autor.

Redistribučních strategií managementu je nepřehledné množství, které závisí na podmínkách konkrétní banky, nicméně mezi nejčastěji zmiňované příklady patří¹³:

- Flákání managementu (managerial slack) – neochota nést osobní náklady, které vyplývají z náročné nutnosti řídit – inovovat a minimalizovat náklady;
- Neochota odejít (entrenchment) – neochota manažerů odejít v okamžiku, kdy již nejsou schopni firmu nejefektivněji řídit;
- Budování impérií a osobní projekty (empire building) – snaha dosáhnout významného postavení a uznání přehnanou expanzí, která ohrozí efektivní fungování firmy;
- Maximalizace nepeněžních výnosů (peculiary benefits and pet projects) – jelikož extrahování peněžních rent je relativně snadno odhalitelné, uchylují se manažeři k investicím, které spravované bance nepřinášejí žádný produktivní výsledek, avšak přispívají k užitku manažerů samotných;
- Manipulace ekonomických výsledků (dubious accounting) – motivační kontrakty váží odměny manažerů na určité výkonnostní parametry, kterými manažeři mohou v krátkém období manipulovat, aby maximalizovali své bonusy;
- Vyvádění zisků či majetku (profit diversion, transfer pricing, illegal asset stripping, tunneling, looting) – celá řada postupů, jak převést prostředky firmy, kterou manažeři spravují na firmu, kterou sami vlastní;
- Nasávání rizik – varianta předchozí redistribuční strategie s tím rozdílem, že místo přímého vyvádění prostředků investuje spravovaná banka do projektů spřízněných subjektů; prostředky se bance už nevrátí.

Všechny redistribuční strategie umožňují informační asymetrie (tj. existence transakčních nákladů), která vlastníkům brání je snadno rozpoznat a zamezit jejich realizaci.

2.3 Ostatní versus poplatníci

Skrýtými, ale z hlediska redistribučních motivací ve strukturách ovládání velkých bank velmi významnými aktéry jsou daňoví poplatníci. Ty do nezáviděníhodné role principálů pasuje obvykle alespoň jeden z následujících důvodů:

- Státem garantované pojištění depozit;
- Doktrína „too big to fail“ (zabránění pádu velkých bank pomocí veřejných financí);
- Státní vlastnictví bank (i částečné).

¹³ Existuje ohromná spousta manažerské literatury, která se snaží popsat kritériální funkci manažerů a zahrnuje do ní řadu z těchto jevů. Pro studie redistribučních strategií managementů v české transformaci viz například Mlčoch (1993) či Kábeleová (2000).

Postavení principálů je však poněkud specifické, neboť evidentně nesou rizika podnikání velkých bank, avšak jak se podílejí na výnosech, není až tak zřejmé¹⁴. Pojištění depozit, stejně jako zabránění pádu velkých bank je motivováno obranou před systémovými problémy bankovního sektoru. Vychází se opět z informační asymetrie, která existuje ve vztahu banky a vkladatele. Pokud dojde k nějakému externímu šoku¹⁵, který ohrožuje stabilitu bank, pak může vzniknout panika, kdy vkladatelé začnou hromadně vybírat vklady ze všech bank, neboť nedokáží rozlišit ty, které šok přestojí od těch, které padnou. Run se tak může rozšířit i na zdravé banky a *nákaza* může otrávit stabilitou celého finančního sektoru. Obavy z tohoto vývoje vedly k vytvoření pojištění a často vedou i k ad hoc zásahům státu.

Akteři struktur ovládání banky spoléhají na záruku státu a zahrnují ji do svých kalkulací, což může vést k celkové vyšší rizikovosti aktiv v držení banky. Management nemusí získávat zdroje od velkých věřitelů, kteří jsou schopni monitorovat jeho chování, ale orientuje se na drobné vklady. Kvůli transakčním nákladům na prosazování zájmů mnoha nezajištěných věřitelů (vkladatelů) je nepravděpodobné, že by drobní vkladatelé mohli omezovat redistribuční strategie. Logicky se řídí úvahou, že i kdyby banka zkrachovala, oni o své vklady nepřijdou a nechávají tak managementu a nebo kontrolním vlastníkům prostor pro redistribuci.

Jelikož pojištění vkladů existuje ve většině současných ekonomik, dalo by se říci, že stát¹⁶ implicitně předpokládá, že výnosy daňových poplatníků ze stability bankovního sektoru schopného plnit platební funkce jsou vyšší než náklady plynoucí z redistribučních strategií, které pojištění motivuje (morální hazard). Stát se redistribuční motivace snaží omezit pomocí regulačních pravidel a bankovního dohledu, který má bránit zneužívání garancí.

Státní vlastnictví bank, které taktéž staví daňové poplatníky do role principálů bank, vytváří redistribuční motivace k morálnímu hazardu politiků, kteří za poplatníky rozhodují. Politici často tlačí státní banky do financování ztrátových projektů, které jsou však politicky přínosné (například zajistí opětovné zvolení v obvodě, kde by bez pomoci politiků zkrachovala neefektivní firma zaměstnávající většinu místní populace).

Státní vlastnictví bank výrazně omezuje i tržní disciplínu. Jednak mají politici, podporovaní patřičnými zájmovými skupinami, neodolatelnou touhu chránit „své“ banky před konkurencí a jednak státní vlastnictví prakticky vylučuje nepřátelské převzetí banky. Tím mizí jeden z klíčových tržních mechanismů omezující redistribuční motivace (viz 5).

Empirické studie potvrzují, že státní vlastnictví bank je pro ekonomiku spíše prokletím než přínosem. La Porta, Silanes a Shleifer (2001) prokázali signifikantní statistický vztah, očistěný od vlivu řady dalších proměnných,

¹⁴ Vyjma korporátních daní, které platí akcionáři banky státu.

¹⁵ Nemusí se jednat nutně o externí šok. K runu na banku dochází často v důsledku neočekávaného zveřejnění nepříznivých zpráv o stavu banky, tak, jak se to stalo IPB v únoru a červnu 2000 (viz Kudrna et al., 2002).

¹⁶ Státem je míněna především vláda a parlament, kteří vystupují v roli volených agentů daňových poplatníků.

mezi státním vlastnictvím bank v 70. letech a následným nižším růstem HDP na osobu a produktivity až do roku 1995.

2.4 Regulatorní shovívavost

Bankovní dohled je agentem daňových poplatníků odpovědným za to, že management nebude realizovat takovou strategii, jejíž součástí je morální hazard, tedy potenciální redistribuce od poplatníků ve prospěch pojištěných vkladatelů (pokud banka zkrachuje), nebo ve prospěch akcionářů (pokud se rizikové akce podaří, akcionářům připadne výnos, avšak fond pojištění vkladů nedostane za své garance nic¹⁷).

Daňoví poplatníci by měli monitorovat a kontrolovat práci bankovního dohledu, aby nebyl příliš laxní nebo shovívavý. Důsledná kontrola aktivit bank vyžaduje značnou aktivitu a vynucení nápravy tvrdý přístup. Obojí vyžaduje od úředníků bankovního dohledu značnou odvahu a rozhodnost v potenciálně velmi konfliktních situacích s podstatnými dopady i na politické trhy. Bankovní dohled má motivaci vyhnout se osobním nákladům spojeným s těmito kroky, být shovívavý vůči problémovým bankám a doufat, že „to dobře dopadne“.

Částečným řešením je profesionalita dohledu, nicméně jeho počínání musí být sledováno. Daňoví poplatníci delegují monitorování a kontrolu obvykle na parlament nebo na centrální banku. V každém případě však má agent – bankovní dohled – svého principála, který jej musí monitorovat, aby došlo k omezení potenciálních redistribučních strategií. Zároveň nesmí být tento vztah zneužitelný pro politicky motivovaný nátlak na bankovní dohled, aby naopak byl shovívavý. Proto je mu obvykle dána značná nezávislost, takže nepodléhá přímé kontrole, ale jen monitorování. Pokud regulace nefunguje, může se stát, že se v ekonomice budou vyskytovat „zombie“ v podobě dávno insolventních bank, které jen zvyšují budoucí náklady daňových poplatníků.

¹⁷ Maximálně dostane stát vyšší daně ze zisku.

3 STRUKTURY OVLÁDÁNÍ BANK

V této kapitole nejprve představíme schéma ukazující strukturu modelu ovládání bank a posléze se budeme věnovat jednotlivým aktérům. „Aktéry“ lze rozdělit obecně na dvě kategorie: (i) aktéry interních struktur ovládání jako je management, akcionáři, věřitelé a (ii) externí mechanismy ovládání, tj. trhy a instituce. Abychom odpověděli na klíčovou otázku této části, kdo a jak může omezit redistribuční motivace v rámci interního rozhodování v bankách, musíme nejprve definovat relevantní aktéry a podmínky v nichž rozhodují.

3.1 Specifika ovládání bank

Struktury ovládání bank jsou z řady důvodů složitější, než je tomu u standardních nefinančních firem, jimiž se většina teorií zabývá. Kromě již zmíněné větší komplexnosti řetězců ovládání lze za specifika označit větší rozsah informační asymetrie (nižší transparentnost banky) a výraznější roli státu v řetězcích ovládání. Banky nevyžadují zásadně odlišný přístup k analýze struktur ovládání, ale je nutné tyto faktory zohlednit (viz Ciancanelli, Gonzales 2000).

Caprio a Levine (2002:10) uvádí jako příčiny větší informační asymetrie v bankách charakteristiky bankovních produktů. Zatímco ve většině ostatních odvětví dochází ke směně peněz za konkrétní statky, ve finančním sektoru dostane klient prakticky jen slib, že banka v budoucnu zaplatí více než vložil. Proto je podstatně obtížnější zjistit, zda tento produkt má „vadu“, tj. že banka nebude s to svému slibu dostát. Navíc pro řadu bankovních produktů neexistuje sekundární trh¹⁸, který by umožnil průběžné sledování cen. Bankovní tajemství také brání průběžnému monitorování kvality úvěrového portfolia ze strany externích aktérů. Skladba rizikových aktiv se v bance může velmi rychle změnit, ať už v důsledku nějakého externího šoku nebo „interního“ šoku, když vyjde najevo, že banka praktikuje postupy, které jí umožňují skutečnou kvalitu úvěru po dlouhou dobu zastírat¹⁹.

Vážné informační asymetrie neexistují jen mezi bankou a ostatními stranami, ale i v rámci bankovní hierarchie. Její význam potvrzují i relativně časté skandály, kdy jediný obchodník může způsobit nejen značné ztráty (viz

¹⁸ V tomto smyslu bychom považovali za sekundární trh obchodování s udělenými úvěry, kde by se, podobně jako například na trhu s ojetými automobily, určovaly ceny úvěrů poskytnutých v různých obdobích různým klientům.

¹⁹ Například neustálým přeúčtováním ztrátových pohledávek, jejich schovávání v různých entitách mimo bilanci, zkruslováním bonity klienta apod.

případ v ČSOB v roce 2001), ale i položit banku (Barings' Brothers v roce 1995). Skandály podobného rozsahu v nefinančních firmách prakticky neexistují²⁰, neboť je snazší je odhalit a včas zastavit.

Informační asymetrie posiluje vliv nositele reziduálních kontrolních práv²¹, což je obvykle management nebo kontrolní vlastník, neboť ostatním aktérům znemožňuje sepsat a vynucovat kvalitní kontrakty. Jinak řečeno ztěžuje omezování redistribučních motivací.

Kvůli informační asymetrii v bankovníctví daleko méně fungují „přirozené“ mechanismy ovládání společností – trh manažerů a nepřátelská převzetí (viz 5.1.1). S menší rolí trhů souvisí i větší role státu, kterou Caprio a Levine (2002:11) shrnují v následujících pěti bodech:

- Pojištění vkladů redukuje monitorování ze strany pojištěných vkladatelů a snižuje potřebu banky získávat vklady od velkých, nepojištěných věřitelů, kteří mají motivaci řádně monitorovat činnost managementu a zabránit jim v přesunu aktiv banky do rizikovějších investic;
- Regulační omezení koncentrace vlastnictví oslabují přirozené mechanismy ovládání bank, především koncentraci vlastnictví;
- Regulační bariéry na vstupu do odvětví omezují možnosti převzetí a navíc regulace aktivit bank omezuje konkurenci, čímž dále snižuje tlak na maximalizaci zisku;
- Bankovní dohled sleduje při ovlivňování banky často své vlastní motivace, které nejsou v souladu s maximalizací hodnoty banky;
- Státní vlastnictví výrazně mění struktury ovládání bank a většinou banku tlačí k jiným cílům, než je maximalizace hodnoty.

Složitost, informační asymetrie i vliv státu vedou k větším nárokům na jednotlivé aktéry ovládání bank (a obecněji finančních společností) ve srovnání se strukturami ovládání standardních průmyslových podniků.

3.2 Model struktur ovládání banky

Model struktur ovládání znázorňuje Obrázek 1. Řetězec ovládání se skládá ze čtyř prvků: (i) principálů, (ii) klíčového agenta – managementu, (iii) řady monitorujících agentů a (iv) dvou externích mechanismů ovládání – trhů a institucí.

Management a dozorčí rada jsou „insidery“, kterým jsou valnou hromadou delegována kontrolní práva. V případě, že banka má problémy s dodržováním regulačních pravidel, stává se regulátor jedním z insiderů, neboť, zvláště při dohlídce na místě, má přístup k informacím a zároveň získá část kontrolních práv, jelikož

²⁰ I aktuální skandál Enronu vznikl ve finanční divizi, nikoli v „core businessu“, kterým byla energetika.

²¹ Residual control rights.

pod hrozbou nucené správy může požadovat nápravu. Ostatní aktéři, s možnou výjimkou velkých věřitelů, jsou vnějšími stranami řetězce ovládání a potýkají se tak s podstatnou informační asymetrií.

Jak vyplývá z předchozí diskuse, principály, kteří nesou rizika i výnosy spojená s podnikáním banky jsou akcionáři, věřitelé a daňoví poplatníci²². Principálové si najímají řadu agentů, kteří se specializují na monitorování²³ a/nebo kontrolu²⁴ managementu. Chování agentů i principálů ovlivňují trhy, na nichž působí, a institucionální rámec.

Z pohledu managementu jsou klíčové dva trhy. Na trhu bankovních produktů je implicitně hodnocena jejich schopnost nabízet konkurenceschopné produkty a tvořit zisk. Na trhu manažerů zase dochází ke srovnávání kvalit existujícího týmu manažerů s alternativními týmy.

Institucionální rámec zase vymezuje rozsah kontrolních práv managementu a ovlivňuje jeho odpovědnost vůči ostatním aktérům. Především právní úprava musí balancovat povinnost loajality manažerů při nakládání s prostředky akcionářů a věřitelů na straně jedné a možnost managementu přijímat podnikatelská rozhodnutí na straně druhé.

Na trhu finančních informací působí celá řada monitorujících agentů, kteří si vzájemně konkurují při poskytování informací principálům. Tím přispívají k monitorování a kontrole chování managementu banky, avšak efektivita tohoto vlivu závisí do značné míry na informacích. Informační povinnosti a postupy ověřování poskytovaných informací určuje především zákon a případně i soukromé organizace jako burzy či asociace bank. Trhy samotné nemusí vyvinout dostatečný tlak na zveřejňování informací, proto má v této oblasti svůj význam i regulátor bank i kapitálového trhu.

Principálové také působí na trzích – ti soukromí na kapitálovém trhu a všichni jsou pak součástí dění na politickém trhu, jehož význam spočívá především v definování institucionálního rámce podnikání i bankovníctví. Efektivitu rovnováhy struktur ovládání ovlivňují jak definice tak vynucování práv akcionářů a věřitelů, ale i úprava regulace a pojištění bank.

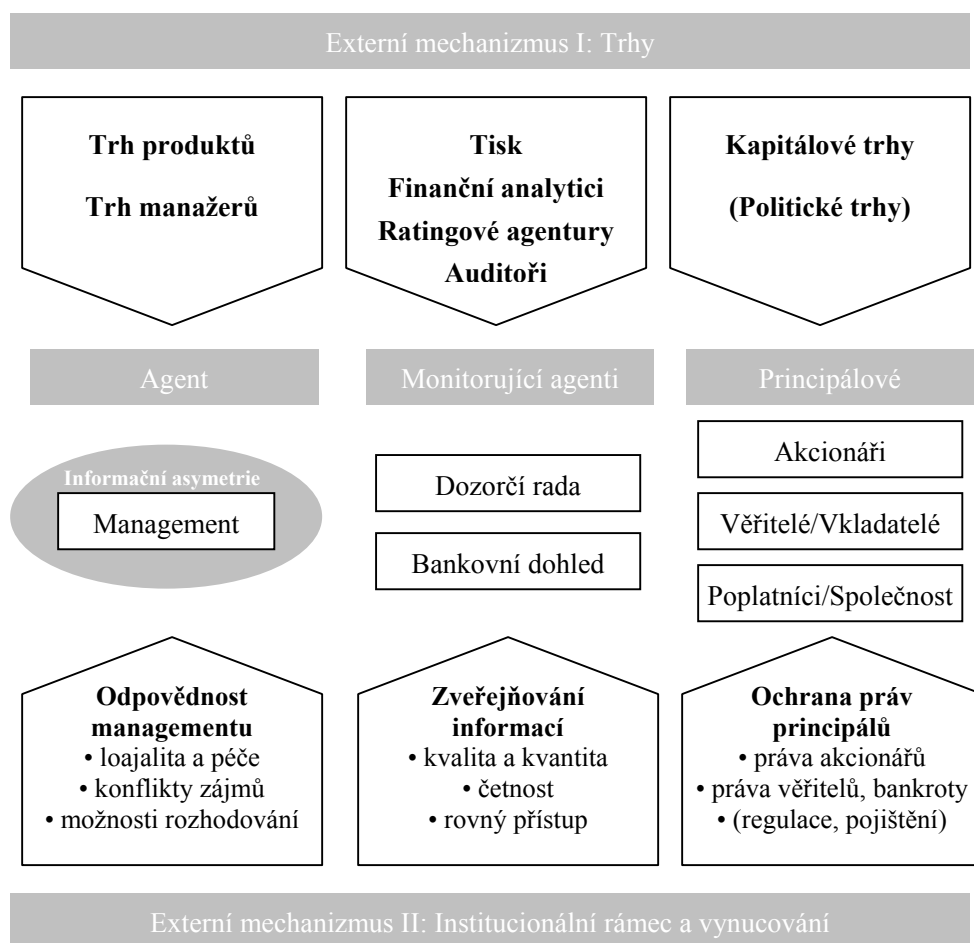
²² Možným rozšířením modelu by bylo zahrnutí zaměstnanců, které lze považovat jak za principály, neboť nesou některá rizika a zároveň jsou podobně jako vkladatelé „fixed claimants“. Právní rámec některých zemí, jako je například Německo nebo Česká republika, dává zaměstnancům také podíl na rozhodování skrze povinnou účast jejich zástupců v dozorčích radách. Na druhé straně však jsou zájmy zaměstnanců v takových ekonomikách v případě nesolvence chráněny daleko lépe než je tomu u ostatních principálů. Dlužné mzdy se vyplácejí jako první v pořadí, někdy dokonce i z veřejných prostředků. To ze zaměstnanců snímá podstatnou část rizik. Navíc lidský kapitál nabytý v bankách není příliš specifický a lze jej snadnou uplatnit na trhu práce, což snižuje výši rizik, kterou zaměstnanci nesou.

²³ Podstatou monitorování je získávání a vyhodnocování informací, které jsou podkladem pro rozhodování ve strukturách ovládání.

²⁴ Podstatou kontroly je starost o to, aby se management choval odpovědně v souladu se zájmy principálů (accountability). Přitom se vychází z informací získaných při monitorování.

Důležitou otázkou při popisu struktur ovládání banky je stanovení hranic firmy. Moderní banky jsou jen málokdy přísně specializované instituce. Obvykle jsou vrcholem či součástí rozsáhlých bankovních či průmyslových skupin. Redistribuční motivace tak vznikají i na rozhraních jednotlivých podniků či divizí skupiny a management banky může poškozovat zájmy akcionářů deřiných společností apod. Do modelu struktur reálné banky by tak měli být zahrnuti i principálové a agenti nejvýznamnějších součástí bankovní skupiny.

Obrázek 1: Struktura řetězce ovládání bank



Smyslem dosavadních závěrů práce je poskytnout dostatek vnitřních souvislostí, které ovlivňují fungování řetězce ovládání, předtím, než přistoupíme k popisu role jednotlivých aktérů při omezování redistribučních motivací. Má tedy smysl dosavadní závěry stručně rekapitulovat. V úvodu jsme definovali premisu celé práce, která předpokládá, že struktura a chování aktérů struktur ovládání bank má podstatný vliv na její ekonomické výsledky, byť významnou roli neupíráme ani externím šokům plynoucím z inherentní nejistoty. Za cíl první části jsme zvolili zmapování teoretických studií o strukturách ovládání bank, které identifikují obecné

redistribuční motivace, které vznikají ve vztazích jednotlivých aktérů. Tři základní redistribuční motivace, které vznikají mezi vlastníky a věřiteli, mezi managementem a vlastníky a mezi bankou a daňovými poplatníky jsme včetně několika specifík ovládání bank popsali v předchozí kapitole. Výše byl stručně popsán jednoduchý model řetězce ovládání bank. Detailní roli a možnostmi managementu, vlastníků, věřitelů i externích mechanismů směřovat banku k produktivním strategiím se zabývají následující kapitoly.

4 INTERNÍ STRUKTURY OVLÁDÁNÍ

4.1 Management

Management je hlavním „podezřelým,“ neboť ze všech aktérů struktur ovládání je, alespoň teoreticky, v nejlepší pozici pro aplikování redistribuční strategie. Z toho však plyne i to, že je zároveň v nejlepší pozici omezit redistribuční motivace své i ostatních aktérů. Důvody pro takové chování managementu mohou být dva: vlastní preference nebo *samosevynucující mechanismy*.

Byl-li by management tvořen zkušenými a čestnými manažery (neřku-li anděly), pak nejen že by riziko zneužití reziduálních kontrolních práv v souladu s redistribučními motivacemi konvergovalo k nule, ale dokonce by nebyl ani důvod vytvářet struktury ovládání, které by tyto motivace omezovaly. Dlouhá historie vztahů principál - agent nás však učí, že takové případy sice existují, avšak jejich dlouhodobé fungování je výjimkou, potvrzující pravidlo, že když se někdo může beztrestně obohatit, tak to dříve nebo později udělá. Osobní preference manažerů, jejich podnikatelskou etiku a morální integritu lze zařadit mezi významné mechanismy ovládání bank, avšak nelze na ně plně spoléhat.

Především v obdobích s výhledem negativního vývoje výsledků banky je existence dalších mechanismů důležitá. Manažeři disponují nejlepšími informacemi, takže jako první vědí, že jejich banka se potápí. Za takových okolností je nepravděpodobné, že by s nimi ostatní aktéři chtěli dále spolupracovat. Tím vzniká silná redistribuční motivace „ukrad' co můžeš, dokud můžeš“. Právě počátky poklesu banky, způsobeného ať již vnitřními nebo vnějšími příčinami, jsou testem morální integrity managementu.

Produktivní chování manažerů může být posilováno pomocí tzv. *samosevynucujících mechanismů*, mezi něž patří především opakované hry, reputační kapitál a sociální sítě.

Podstatou opakované hry je úvaha, že aktéři budou dodržovat kontrakty, pokud hodnota vzniklá jejich dlouhodobým opakováním a rozvíjením převyší hodnotu, kterou lze získat na úkor druhé strany jednostranným nedodržením smlouvy. Předpokladem fungování opakovaných her je však potřeba nekonečného horizontu.

Hart (2001:5) se pokouší aplikovat princip opakovaných her na organizace a zkoumá, zda lze odstranit motivaci k podvádění plynoucí z toho, že obě strany mají racionální důvod předpokládat, že v posledním kole hry bude druhá strana podvádět, a proto mají racionální motivaci podvádět už v předposledním a tedy rovnou v prvním kole. Hart zkoumá v modelové úrovni roli reputačního kapitálu a psychických nákladů podvádění a konstatuje sice, že současné modely jsou v tomto směru stále neuspokojivé, neboť jsou příliš závislé na

specifikaci parametrů, avšak obecně kombinace těchto přístupů umožní vysvětlit některé příčiny etického chování managementu.

Na počátku transformace je však role opakovaných her omezená, neboť řada probíhajících her je z podstaty věci neopakovatelná. Mejstřík (1999), který se zabýval stavem struktur ovládání v české ekonomice, konstatuje: „Neopakovatelný charakter privatizace a neúplnost většiny smluv a institucionálního rámce vůbec působily jako dodatečný silný racionální stimul pro podvádění – tj. využívání jakýchkoliv neúplností smluv (jejich děr) v převážně neregulovaném prostředí k individuálnímu prospěchu. Tendence k podvádění se pak totiž jeví jako racionální strategie v tomto neopakovatelném, jednorázovém procesu.“

Existence reputačního kapitálu manažerů, čili jejich profesionální pověst je jistě významná, když se aktéři rozhodují, koho zvolit na post šéfa banky. Avšak jako omezení redistribučních motivací trpí podobnými problémy jako opakované hry, neboť zejména ke konci kariéry je manažerův výnos z reputačního kapitálu nižší než výnos možné redistribuční strategie. Opět jsou tedy aktéři závislí na preferencích manažera, který má racionální motivaci k redistribuční strategii.

Redistribuční sklony manažera mohou být omezeny jeho fungováním v sociálních sítích, což může být cokoli od rodiny až po profesionální asociaci bankéřů. Chce-li si bankéř zachovat svou pozici v této síti, která může být založena na určitých etických hodnotách, pak si nedovolí ztratit reputační kapitál ani v situaci, kdy mu již nepřinese peněžní výhody. Sociální sítě poskytují aktérům ovládání doplňkový způsob monitorování a kontroly vzájemného chování. Podmínkou je však to, že si všichni dostatečně cení svého členství v síti, což opět závisí na preferencích.

V každém případě tedy platí: „důvěřuj, ale prověřuj.“ Management banky v prostředí informační asymetrie čelí redistribučním motivacím a ostatní aktéři nemohou spoléhat jen na neformální mechanismy. Zároveň nelze zapomínat ani na to, že struktury vlastnického ovládání plní i roli podpůrnou a informační, neboť manažeri mají s kým konzultovat problémy, na koho se obrátit pro radu a s kým sdílet odpovědnost.

Tabulka 2 Management a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Management	Preference managementu, osobní etická integrita manažerů <ul style="list-style-type: none"> ▪ Psychologické náklady podvádění Samosevynucující mechanismy <ul style="list-style-type: none"> ▪ Opakované hry ▪ Reputační kapitál ▪ Sociální sítě

4.2 Akcionáři

Existuje několik uspořádání vztahů principál-agent, která brání maximalizaci soukromých výnosů managementu a naopak vedou k maximalizaci hodnoty firmy (a tím i efektivnosti tržní ekonomiky). Stiglitz (1999:9) popisuje čtyři možnosti, které budou dále podrobněji pojednány, neboť platí obecně pro firmu i pro banku.

1. Vytvoření silné ochrany práv akcionářů, včetně těch nejmenších. Institucionální rámec umožní akcionářům právně napadnout všechna rozhodnutí managementu, která snižují hodnotu jejich majetku. Manažeři jsou zároveň osobně zodpovědní a do značné míry ručí za případné škody. Takto robustní právní rámec funguje pouze ve dvou ekonomikách – ve Spojených státech a ve Spojeném království, kde dobře fungují struktury ovládání, přestože vlastnictví je značně rozptýleno.
2. Jediný kontrolní akcionář má silnou motivaci monitorovat a kontrolovat management. Tento systém je prakticky návratem k původnímu modelu vlastníka, který firmu zároveň řídil a vede k omezení výhod z diverzifikace investic a expandujících firem a pravděpodobně vyvolá značnou závislost na bankovních úvěrech. Pokud ve firmě existují minoritní akcionáři, pak vzniká nový problém, jak zajistit, aby kontrolní vlastník nezneužíval svého postavení na jejich úkor. Jak uvádí Mejstřík (1999), české struktury ovládání konvergovaly tímto směrem.
3. Ochrana práv minoritních akcionářů proti zneužití postavení majoritních akcionářů. Toto řešení je slabší než první, neboť nebrání managementu aplikovat redistribuční strategii, která snižuje hodnotu firmy jako celku. Implicitně předpokládá, že majoritní vlastník bude kontrolovat management a institucionální rámec zajistí to, aby minoritní akcionáři nebyli kráceni na svých právech. Zákony jim tedy umožňují černé pasažerství, aniž by na ně museli doplácet nižším výnosem, což je zdánlivě nespravedlivá výhoda, avšak při existenci transakčních nákladů i nezbytnost pro rozvoj externího financování.
4. Kontrola ze strany bank. Jak bylo již zmíněno (viz 2.1), banky mohou z pozice věřitele efektivně monitorovat a do jisté míry i kontrolovat chování managementu. Tím sice nezajistí akcionářům maximalizaci hodnoty firmy, avšak taková kontrola dokáže alespoň zabránit nejhrušším zpronevěrám. Tento způsob mohl fungovat například v malých českých bankách, které získávaly zdroje na mezibankovním trhu. Kdyby Česká spořitelna, která byla rozhodující bankou na straně nabídky, byla schopna tuto roli převzít, nemusel být objem zpronevěr v malých bankách tak vysoký²⁵. Avšak z pohledu velkých univerzálních bank, které získávají zdroje z primárních depozit, je tento mechanismus irelevantní.

²⁵ Shrnutí příčin pádu malých bank viz Stein, 2000.

K tomuto výčtu je možné přičíst ještě jedno omezení, které se v posledních letech rychle rozšiřuje – emise GDR či ADR²⁶ na vyspělých trzích. Tento typ vlastnictví přenáší některá omezení běžná na vyspělých kapitálových trzích na trhy méně vyspělé. Společnost se sídlem v rozvíjející se ekonomice, která není sto dostat všem požadavkům kotace na vyspělém trhu, na něm může skrze registrovaného prostředníka umístit své akcie ve formě GDR či ADR. Předpokladem však je splnění alespoň informačních povinností na úrovni, která přesahuje standard daného rozvíjejícího se trhu. Vyšší standardy vedou k větší transparentnosti a posilují struktury ovládání, což vede alespoň k částečnému omezení redistribučních motivací.

Při pohledu na seznam možných řešení můžeme učinit spekulativní závěr, že pro rozvíjející se trhy je nejlepší třetí řešení – majoritní vlastníci a ochrana práv minoritních akcionářů. Důvody jsou nasnadě - první řešení je nedostupné, čtvrté není relevantní pro velké banky a druhé je méně efektivní než třetí.

Z uvedených čtyř řešení vyplývají možnosti jednotlivých typů akcionářů omezit redistribuční motivace, které shrnuje následující tabulka.

Tabulka 3 Akcionáři a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Kontrolní akcionář	Mají motivaci i možnosti kontrolovat management <ul style="list-style-type: none"> ▪ Změna managementu ▪ Motivační kontrakty ▪ Úzká kontrola dozorčí radou <p>Sami však mají redistribuční motivaci, kterou je třeba omezit ochranou minoritních akcionářů</p>
Drobní akcionáři	Transakční náklady na dohodu k prosazování svých zájmů je motivují k černému pasažérství <ul style="list-style-type: none"> ▪ Transakční náklady lze překonat fungujícím institucionálním rámcem
ADR/GDR držitelé	Standardy vyspělého trhu management omezují <ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparence a informační povinnosti

4.3 Věřitelé

Stejně jako v případě akcionářů má smysl rozlišovat velikost věřitelů, neboť i v tomto případě se jejich možnosti podílet se na ovládání bank liší. Malí věřitelé, tedy v případě banky především drobní vkladatelé či držitelé dluhopisů, se na vykonávání vlastnického ovládání nepodílí a vezou se jako černí pasažéři. Spoléhají na bankovní dohled, velké akcionáře a věřitele. Mají prakticky jen jeden nástroj disciplinující management – run na banku - který je však značně problematický. Pokud se nezaobírají průběžným monitorováním, k němuž

²⁶ GDR = Globální depozitní certifikáty, ADR = Americké depozitní certifikáty. Obojí jsou cenné papíry emitované na vyspělých trzích a kryté akciemi firmy. Certifikáty umožňují zahraničním firmám emitovat přes prostředníka akcie na vyspělých trzích, aniž by splňovaly všechny náročné podmínky pro přímou emisi akcií.

stejně jako malí akcionáři nemají racionální motivaci²⁷, pak může run vzniknout na základě špatných informací a výrazně poškodit nebo i položit zdravou banku. Případně obráceně, run může přijít až v době, kdy je banka nesolventní, prázdnou skořápkou.

Velcí věřitelé, jako jsou ostatní banky na mezibankovním trhu či syndikáty, mají podstatně větší motivaci kontrolovat chování dlužící banky, zvláště není-li jejich úvěr bance zajištěn konkrétní zástavou. Na druhé straně však nejsou v pozici velkých akcionářů, kteří mohou aktivně vykonávat vlastnické ovládání banky. Jejich role je především v signalizaci jejich pohledu na stav a zdraví banky, který se odráží v požadovaných úrocích či ve výši limitů na obchodování s danou bankou. Pokud věřitelé požadují vysokou rizikovou prémii za půjčené prostředky nebo snižují-li limity pro obchodování s bankou, pak je to signálem pro management, vlastníky i regulátora, že něco není v pořádku, neboť klesá důvěra trhu. Velcí věřitelé obecně dost spoléhají na rating, takže lze říci, že ratingové agentury se podílejí na ovládání bank.

Struktury ovládání bank se čas od času dočkají zajímavých inovací. Poslední, která se rozšířila v souvislosti s pravidly Basilejského výboru, je podřízený dluh. Ten se započítává do vlastního kapitálu banky a měl by vytvářet efektivní motivaci držitelů podřízených dluhopisů k monitorování a kontrole managementu banky. Podřízený dluh se totiž v případě krachu banky vyplácí jako poslední.

S výjimkou podřízeného dluhu, lze roli věřitelů ve vlastnickém ovládání velkých univerzálních bank spoléhajících na depozita považovat za omezenou a signalizační.

Tabulka 4 Věřitelé a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Vkladatelé	Při pojištění depozit téměř nemají motivaci starat se o zdraví banky <ul style="list-style-type: none"> ▪ Hrozba runu na banku
Držitelé dluhopisů	Signalizační role skrze cenový mechanismus
Podřízený dluh	Mají motivaci monitorovat, ale nemohou rozhodovat
Velcí věřitelé	Mají motivaci (zvláště nejedná-li se o zajištěný dluh) a v závislosti na kontraktech i možnosti monitorování a kontroly

4.4 Bankovní dohled

Existují dva přístupy k omezování redistribučních motivací (morálního hazardu) v bankovníctví; první klade důraz na regulační pravidla a požadavky, zatímco druhý především na bankovní dohled.

Regulační přístup se soustřeďuje na plnění závazných pravidel obezřetného bankovníctví (viz kapitola 5.4), zatímco bankovní dohled na kvalitu procesů uvnitř banky. Mishkin (2000:16) uvádí, že s postupující deregulací

²⁷ Modelovou příčinou a vysvětlením chybějící motivace jsou mizivé mezní výnosy jednotlivého vkladatele z monitorování na straně jedné a nezanedbatelné náklady na straně druhé. Problém je paralelou racionální ignorance voličů na politických trzích.

bankovníctví a finančních trhů je pouhá regulace nedostatečná a nedokáže omezit motivace k morálnímu hazardu. Nedokonalost účetních pravidel a vysoká míra informační asymetrie umožňuje managementům bank zkreslovat informace, takže i insolventní banka může formálně splňovat regulační požadavky²⁸. Jinými slovy hodnotit stav banky podle vykazovaných výsledků je stále obtížnější, proto nezbyvá, než se soustředit na procesy.

Zmíněná studie, stejně jako změny v bankovní regulaci připravované Basilejským výborem (McK, 2002) posouvá bankovní dohled k tomu, aby se stal aktivním aktérem struktur ovládání v oblasti kontroly kvality informací a vnitřních procesů. Namísto toho, aby nutil banky k plnění regulačními pravidly stanovených indikátorů, měl by dát bankám větší prostor pro vytvoření vlastních modelů a cílů, které budou v intencích obezřetného bankovníctví a podle jejich plnění hodnotit stav banky.

Také Barth, Caprio, Levine (2002) varují na základě rozsáhlé empirické studie před vytvářením složitého seznamu regulačních pravidel a požadavků. Argumentují, že nejlepší je systém, který (i) nutí banky zveřejňovat kvalitní informace, (ii) motivuje soukromé aktéry k monitorování a dohledu a (iii) umožňuje soukromým aktérům podílet se na ovládání bank. Role bankovního dohledu by se tak měla soustředit především na to, zda vykazované informace odpovídají realitě a ostatní by mělo zůstat na ostatních aktérech.

Pokud se tyto změny prosadí, bude muset regulátor daleko častěji provádět dohlídky na místě a jeho role se přiblíží roli průběžného auditora s tím rozdílem, že auditor je agentem akcionářů, zatímco bankovní dohled pracuje pro daňové poplatníky. Aktivnější role by měla pomoci dohledu zachytit odchýlení od očekávaného vývoje banky dříve a nutit ji k včasné nápravě.

Spoléhá-li bankovní dohled především na regulační přístup, pak se stává aktivním hráčem prakticky až tehdy, kdy banka nesplňuje některá ze stanovených regulačních kritérií. To umožní dohledu požadovat nápravu pod hrozbou nucené správy, odejmutí licence či jiného zásahu až v okamžiku, kdy reálné problémy už existují. To může vyústit v nutnost rychlého radikálního zásahu (nebo kredibilní hrozby takového zásahu), který klade vysoké nároky na schopnosti dohledu i na ochotu úředníků vynaložit výše zmíněné osobní náklady (viz 5.4).

Regulace založená na aktivním dohledu tuto motivaci implicitně omezuje, neboť díky sledování procesů, nikoli až jejich výsledků, umožňuje vznikající problém zachytit dříve, kdy jsou finanční, osobní i politické náklady řešení nižší. Aktivní dohled také umožní spíše kooperativní přístup managementu banky k požadavkům regulátora, jehož absenci na rozvíjejících se trzích kritizuje Siegelbaum (1997:9).

²⁸ Hanousek a Roland (2001) ukazují, že nabízené úroky z primárních vkladů byly v české transformaci lepším prediktorem nastávajících problémů banky než reporty pravidelně zasílané bankovnímu dohledu.

Tabulka 5 Bankovní dohled a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Bankovní dohled	<ul style="list-style-type: none">▪ Stává se aktivním hráčem pouze tehdy, nespĺňuje-li banka stanovená kritéria (regulační přístup)▪ Je aktivním hráčem monitorujícím procesy a věrohodnost informací (aktivní dohled)▪ Má možnost donutit aktéry ke stabilizaci banky▪ Může uvalit nucenou správu▪ Podílí se na definování pravidel regulace a dohledu

5 EXTERNÍ MECHANIZMY OVLÁDÁNÍ

5.1 Trhy

Jak vyplývá ze Schématu 1, hrají trhy roli ve všech třech částech řetězce ovládnání. Na management tlačí především trh bankovních produktů a manažerů, na monitorování se podílí na trhu působící auditoři, finanční analytici, ratingové agentury a v neposlední řadě i média. Principálové pak mají co dočinění s kapitálovým trhem a politickým trhem.

5.1.1 Trhy produktů a manažerů

V učebnicích, zvláště těch ovlivněných chicagskou školou²⁹, hrají trhy produktů a manažerů významnou roli ve vynucování efektivního ovládnání korporací. Konkurence na trhu produktů nutí firmy minimalizovat náklady, včetně nákladů na získání externího kapitálu. Ty s rostoucí kvalitou struktur ovládnání klesají, neboť se snižuje riziko a s ním i požadovaná prémie investorů. Trh manažerů zase nutí manažery společnosti maximalizovat hodnotu pro akcionáře, protože jiný tým manažerů se může kdykoli pokusit o *nepřátelské převzetí*, tj. nabídnout akcionářům vyšší cenu, neboť se domnívá že dokáže společnost řídit lépe a tím na převzetí vydělat.

Bohužel v případě bankovníctví na rozvíjejících se trzích je role trhů natolik omezená, že prakticky zaniká. Trh bankovních produktů je jednak výrazně oligopolní, jednak regulovaný a rozhodně se nejedná o tzv. *napadnutelný trh*, což ostatně potvrzují i empirické studie citované Capriem a Levinem (2002) či Světovou bankou (2001)³⁰. Navíc nefungující instituce a větší informační asymetrie nutí banky ke spřízněnému úvěrování, v jehož důsledku vznikají dlouhodobé úzké vztahy mezi bankami a společnostmi (Mishkin, 1999:5). Spřízněné úvěrování kromě níže zmíněných problémů (viz 7.2) také snižuje konkurenci na bankovním trhu.

Trh manažerů má disciplinovat manažery hrozbou nepřátelského převzetí. Hrozba je však reálná pouze je-li splněno několik podmínek:

- Je dostatek spolehlivých informací o jednotlivých společnostech, aby bylo možné identifikovat tu společnost, která je špatně spravována a vyplatí se ji převzít a vydělat při jejím lepším řízení či rozprodeji (corporate raiders);

²⁹ Vliv trhů na efektivitu struktur ovládnání popsali Alchian (1950) a Stigler (1958).

³⁰ Český příklad viz Hanousek, Němeček, Hájková (2002).

- Transparentní trh či registry vlastníků umožňují zjistit, kdo je vlastníkem dané firmy a tedy i adresátem nabídky k převzetí;
- Efektivní kapitálové trhy umožňují manažerům snažícím se o převzetí rychle sehnat potřebné peníze;
- Regulátor vydá povolení k převzetí rychleji, než stávající management posílí obranu *jedovými pilulkami* nebo stihne společnost vytunelovat.

Je zřejmé, že tyto podmínky splňuje snad jen americký trh, ale ani tam nejsou převzetí bank běžná (Caprio a Levine, 2002:14). Na rozvíjejícím se trhu může dojít k „převzetím“ maximálně po kolapsu nějaké banky, případně rozhodne-li se vláda prodat státní podíl soukromým investorům. Hrozba těchto „převzetí“ však dává vzniknout spíše redistribuční motivaci k tunelování banky, dokud ji management ještě ovládá a je ještě co vykrádat.

Proti koncepci trhů jako efektivního mechanismu vlastnického ovládání lze vznést ještě jednu zásadní námitku – manažeři jsou disciplinováni pouze v kontextu opakovaných her. Shleifer a Vishny (1997) upozorňují, že vklady věřitelů a akcionářů představují utopené, tedy již vynaložené náklady. Ty je možné kdykoli rozkrást a trh tomu může zabránit pouze v případě, že (i) má schopnost vytěsnit ty hráče, kteří podvádí, a že (ii) na něm hráči chtějí dlouhodobě působit³¹.

Tabulka 6 Trhy a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Trh produktů	<ul style="list-style-type: none"> ▪ U velkých bank má omezenou roli, avšak může plnit signalizační funkci vůči vlastníkůům a ostatním aktérům
Trh manažerů	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vliv je především kvůli regulaci zanedbatelný

5.2 Trh finančních informací

V komplexních řetězcích ovládání bank působí řada specializovaných firem, které omezují informační asymetrii mezi managementem a ostatními aktéry, neboť na tržním základě získávají, zpracovávají a prodávají informace.

Akcionáři si ke kontrole účetnictví najímají nezávislého auditora a orientují se podle doporučení finančních analytiků; věřitelé spoléhají na informace od ratingových agentur a drobní vkladatelé se pak orientují podle zpráv v médiích. Ovšem, jak ukazuje současná vlna účetních skandálů, přínos těchto monitorujících agentů výrazně závisí na efektivitě jejich vlastních struktur ovládání. Příčinou aktuální ztráty důvěry řady těchto firem

³¹Viz diskuse o opakovaných hrách a reputačním kapitálu v kapitole 3.2.1, v Hartovi, 2001 nebo Stiglitzově pražské přednášce, 2001

jsou nevyřešené konflikty zájmů, které tyto firmy motivují ke zkreslování informací ve prospěch sledované firmy či banky. Aktuální příklady konfliktů zájmů zahrnují:

- Auditoři, kteří zároveň poskytují poradenské služby, mají motivaci pracovat spíše ve prospěch managementu, aby si zachovali příjmy pro obě divize. Namísto toho, aby pracovali pro akcionáře, účetně „zaonačují“ finanční výsledky tak, jak je management potřebuje prezentovat.
- Ratingové agentury zatím zůstávají stran současných turbulencí, neboť v jejich případě nedůvěra znamená konec podnikání³².
- Finanční analytici se dostávají do konfliktu, když na jedné straně upisují akcie a na druhé straně dávají doporučení k jejich koupi.
- Nezávislost médií závislých na příjmech z reklam může omezovat fakt, že bankovní skupiny patří k nejvýznamnějším zákazníkům. Případně jsou média přímo vlastněna či financována bankami, které tak získávají pozici ve strukturách ovládání vydavatelství a tím potenciálně i vliv na obsah zpráv. V každém případě role médií není vůbec zanedbatelná a je potřeba ji kriticky zahrnout do analýzy struktur ovládání bank.

Tabulka 7 Trhy informací a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Auditoři	
Ratingové agentury	Snižují transakční náklady monitorování a kontroly ze strany vlastníků i věřitelů a omezují informační asymetrii
Finanční analytici	
Média	

5.2.1 Kapitálové a politické trhy

Chování principálů banky podléhá podobně jako chování managementu v určité míře tržní disciplíně. Kapitálové a politické trhy ovlivňují chování principálů, avšak z pohledu struktur ovládání „jejich“ banky jde o vliv zprostředkovaný, proto jej pouze zmíníme.

Na kapitálových trzích působí jak akcionáři, tak věřitelé banky. Od těchto trhů odvozují svá očekávání a požadavky na management a na trhu posuzují také alternativy investic do dané banky. Efektivní kapitálové trhy vytváří tlak na principály, aby aktivně působili ve strukturách ovládání a snažili se motivovat management k produktivním strategiím. Vliv těchto trhů se tak přenáší již popsaným způsobem na management (viz 5.1.1).

³² U auditorů platí sice totéž, ale na rozdíl od ratingu je audit v řadě firem zákonem stanovenou povinností.

Velmi významnou roli v řetězcích ovládnání hrají politické trhy, neboť ty vytvářejí instituce, které mají velmi významný vliv na efektivitu struktur ovládnání a tím i na efektivitu bank. Rovnováha na politických trzích určuje právní rámec a do značné míry i efektivnost jeho vynucování. Vynucování závisí jednak na alokovaných zdrojích, ale také na míře korupce, která je jednou z klíčových překážek efektivního ovládnání bank.

Jakkoli je role kapitálových a politických trhů z hlediska interních struktur ovládnání bank nepřímá, je jedním ze zamlčených předpokladů jejich úspěšného rozvoje. Přímou se tyto trhy projevují skrze mechanismy popisované v následujících kapitolách.

Tabulka 8 Kapitálové a politické trhy a omezování redistribučních motivací

Aktér	Možná omezení redistribučních motivací
Kapitálový trh	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vývoj akcií banky a jí emitovaných papírů – monitoring a kontrola chování ze strany vlastníků i věřitelů omezuje volnost managementu
Politický trh	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Monitorování a kontrola činnosti bankovního dohledu ▪ Politici nesou odpovědnost za vytváření a vynucování institucionálního rámce

5.3 Instituce

Vliv institucí podporujících fungování trhů na výkonnost ekonomiky byl dlouho mimo zájem ekonomů, kteří se soustředili především na fungování trhů, nikoli na předpoklady jeho fungování. Teprve zkušenost s transformací a spory o to, jak velký význam instituce mají³³, vedly ke snaze empiricky tento vliv podchytit. Prvním krokem bylo popsat ty instituce, které mají klíčový vliv na fungování struktur ovládnání, a druhým pak empirické posuzování kvality jejich definice a vynucování.

5.3.1 Klíčové instituce

Které instituce jsou klíčové, jsme již naznačili v předchozích kapitolách. S odkazem na OECD principy ovládnání korporací (OECD 1999) můžeme tvrdit, že nejvýznamnější jsou čtyři oblasti:

- a. Ochrana práv (minoritních) akcionářů
- b. Ochrana práv věřitelů a efektivní bankroty
- c. Zveřejňování a nezneužívání informací
- d. Odpovědnost a konflikty zájmů členů managementu

Analýza struktury a fungování těchto institucí spadá do oblasti komparativního práva, které zná dva koncepty srovnávání. Prvním je srovnávání definic, právních norem, kdy se zjišťuje, zda se dané opatření vyskytuje

³³ Neboli, zda „institutions matter.“

v právním řádu dané země. Druhým přístupem je funkční analýza práva, která nesrovnává ani tak definice norem jako spíše jejich reálné fungování. Z pohledu analýz struktur ovládání je vhodnější funkční přístup, už z toho důvodu, že typ struktur ovládání se v různých ekonomikách také liší. Obvykle se rozlišují minimálně dva typy – anglosaský a německý, z nichž každý vychází z odlišných právních principů.

Na tomto místě pouze popíšeme, jaké funkce by mělo právo plnit. Pokusy o empirickou analýzu a srovnávání právních norem jsou zmíněny v kapitole 7.4.

Ochrana práv (minoritních) akcionářů

Institucionální rámec by měl zajistit ochranu práv akcionářů a to především akcionářů minoritních (viz 4.2). Mezi základní práva akcionářů patří především bezpečná registrace akcií, která jim umožňuje s akciemi volně nakládat. Zároveň by měli mít dobrý přístup k informacím, možnost účastnit se valných hromad a volit své zástupce. Každý akcionář by měl dostat svůj podíl na výnosech společnosti. Práva akcionářů zahrnují i spolurozhodování v zásadních otázkách vývoje společnosti, jako je emise nových akcií, změny stanov či prodej podniku a jeho podstatných částí. Pokud nějaká skupina akcionářů ovládne rozhodující či podstatný podíl v dané společnosti, měli by ostatní mít možnost to zjistit.

Nejsou-li dobře chráněna, pak se na ně nelze spolehnout a akcionáři musí hledat náhradu v lepších soukromých kontraktech, navázaných například na zahraniční právní mechanismy či soukromou arbitráž. To je však suboptimální řešení, protože zvyšuje transakční náklady všech aktérů.

Ochrana práv věřitelů a efektivní bankroty

Jelikož není role věřitelů ve strukturách ovládání univerzálních bank s velkým objemem pojištěných depozit příliš velká, nemá ochrana jejich práv pro samotné vlastnické ovládání až tak velký význam. Na druhé straně banky patří mezi největší věřitele v každé ekonomice, proto má kvalita ochrany práv věřitelů zásadní význam pro jejich stabilitu a efektivitu, což se přirozeně promítá i do vlastnického ovládání.

Stejný fakt platí i pro efektivní bankroty. Hrozba bankrotu je asi nejsilnější motivací pro efektivní chování společnosti, včetně budování efektivních struktur ovládání. Ovšem z řady důvodů (viz 5 a detailně pak Mishkin, 2000) není hrozba bankrotu pro velké univerzální banky stejně disciplinujícím faktorem jako v korporátní sféře. Proto lze opět tvrdit, že bankroty mají význam pro efektivní vynucování kontraktů banky s jejími klienty spíše než s jejími vlastníky a věřiteli.

Zveřejňování a nezneužívání informací

Nemají-li aktéři informace, nemůže existovat nic jako efektivní struktury ovládání, což bylo vysvětleno v kapitole o asymetrické informaci. Pravidla zveřejňování informací o bankách mají proto zásadní význam pro vykonávání vlastnického ovládání ať ze strany vlastníků, věřitelů, regulátora či agentur vynucujících právo (policie, soudy). Pravidla o frekvenci, rozsahu a kvalitě informací, které musí banky zveřejňovat, jsou součástí

institucionálního rámce ekonomiky, stejně jako účetní pravidla a pravidla auditu, která zaručují kvalitu informací. Na vyspělých trzích není nezbytné, aby právní rámec definoval detailně informační povinnosti, neboť je mohou definovat a vynucovat soukromé organizace, jako například burza.

Ostatně Glaeser, Johnson a Shleifer (2000) argumentují, že jedním z významných rozdílů, který ovlivnil kvalitativně i kvantitativně lepší vývoj kapitálového trhu v Polsku ve srovnání s Českou republikou, je i státem striktně vynucovaná a frekventovaná informační povinnost. Podle OECD Principů, by společnosti neměly zveřejňovat jen své finanční výsledky, ale také cíle, informace o držitelích akcií a hlasovacích právech, členech orgánů společnosti a způsobech jejich odměňování, plánech týkajících se zaměstnanců a struktur ovládnání či o předpokládaných rizicích budoucího vývoje.

Specifickým problémem je pak zneužívání důvěrných informací v obchodním styku ze strany osob, které mají blízký vztah k dané společnosti. V bankách je tento problém zvláště dobře ošetřován, neboť jsou zvyklé pracovat s bankovním tajemstvím, takže lze předpokládat, že jejich zaměstnanci budou stejně opatrně nakládat i s informacemi o své bance. To má velký význam zejména ve vztahu k hrozbě runu na banku, který může vzniknout v důsledku zneužití důvěrných informací. Zneužívání důvěrných informací je především problémem manipulace kapitálových trhů, který je řešen v rámci jejich regulace.

Odpovědnost a konflikty zájmů členů managementu

Zbývající pravidla vlastnického ovládnání se točí kolem odpovědnosti a loajality managementu, do čehož spadá i řešení různých konfliktů zájmů (viz OECD 1999: 12–25). Jakkoli se tyto procedury neobejdou bez příslušných právních norem, jejich fungování závisí především na kvalitě interních struktur ovládnání. Externí vynucování je obtížné, neboť u soudu by musela poškozená strana prokázat přímý záměr protistrany ji poškodit. S výjimkou případů evidentních krádeží jsou tyto případy pro soudy velmi složité, neboť na jedné straně stojí ochrana práv akcionářů a věřitelů a na druhé pak nutnost nekriminalizovat podnikatelské neúspěchy managementu.

Kromě výše uvedených specifických institucionálních a právních oblastí efektivnost struktur vlastnického ovládnání ovlivňuje i řada dalších charakteristik podnikatelského a právního prostředí. Mezi ně patří obecná vynutitelnost kontraktů ze strany soudů, specializovaných regulačních agentur, ale i nestátních, například profesních asociací atd. Také již zmíněná obecná míra korupce a úplatkářství, především ve státní správě, má výrazný dopad na efektivitu externích mechanismů struktur ovládnání.

Lze již předem předeslat, že institucionální rámec rozvíjejících se ekonomik je nedokonalý, neboť se, stejně jako jejich trhy, teprve rozvíjí. Z toho však vyplývá, že se jednotlivé strany často nemohou příliš spoléhat na to, že externí mechanismy omezí redistribuční motivace, ale musí se naopak snažit o substituci externích mechanismů interními.

Tabulka 9 Instituce a omezování redistribučních motivací

Instituce	Možná omezení redistribučních motivací
Ochrana práv (minoritních) akcionářů	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Omezuje redistribuční strategie managementu a/nebo kontrolních vlastníků
Ochrana práv věřitelů a efektivní bankroty	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Významné spíše pro stabilitu bank a jejich postavení vůči klientům
Zveřejňování a zneužívání informací	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Snižuje transakční náklady monitorování a kontroly ▪ Omezuje informační asymetrii
Odpovědnost a konflikty zájmů členů managementu	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Omezuje redistribuční motivace managementu

5.4 Regulatorní pravidla

Pravidla regulace bank jsou součástí institucionálního rámce snad všech ekonomik na světě. Aby mohl bankovní dohled úspěšně vykonávat svoji roli v omezování redistribučních strategií, musí být definována regulatorní pravidla a základní kritéria, která musí každá banka splňovat. Mezinárodním standardem pro regulatorní pravidla vytváří Basilejský výbor pro bankovní dohled, nicméně každá země definuje svůj systém (viz Alexander a Duhmale, 2001).

Bankovní regulace musí omezit tři klíčové redistribuční motivace:

- Negativní výběr – absence kontroly ze strany vkladatelů motivuje hazardéry k založení banky jako prostředku k získání zdrojů na rizikové investice (nebo rovnou k defraudaci), které by nikdo soudný nefinancoval;
- Morální hazard – pojištění vkladatelé netrestají banku, nemají motivaci kontrolovat chování banky a banka je motivována k rizikovějším investicím;
- Too big to fail (také morální hazard) – vlády se obávají krachů velkých bank a pokud jim to fiskální situace jen trochu dovolí, často rozšíří záruky i na další pasiva banky nad rámec pojištěných vkladů. Velké banky na to mohou spoléhat, což je opět motivuje k rizikovějším investicím.

Následující tabulka shrnuje nástroje, které mohou být součástí regulatorní pravidel. Avšak s odkazem na diskusi v kapitole 4.4 lze tvrdit, že neplatí přímá úměra mezi větším počtem regulatorních požadavků a lepším omezením redistribučních motivací.

Tabulka 10 Regulace a omezování redistribučních motivací

Nástroje	Možná omezení redistribučních motivací
Restrikce aktivit a držených aktiv	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chrání věřitele tím, že omezuje možnost investovat do některých rizikových aktiv a/nebo podnikat mimo bankovní sféru
Oddělení komerčního bankovníctví od některých finančních služeb	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chrání poplatníky tím, že omezuje rozšiřování jejich ručení za vklady na další aktivity
Omezení konkurence	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cílem bylo omezit příliš rizikové strategie v zájmu zachování zisku, který snižuje tlak konkurence ▪ V rámci deregulace odstraňována
Kapitálová přiměřenost	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Omezuje motivaci vlastníků podporovat velmi rizikové strategie, neboť v případě neúspěchu má co ztratit ▪ Podle basilejských pravidel 8 % rizikově vážených aktiv plus trojnásobek možných obchodních ztrát v příštích 10 dnech
Ocenění pojištění depozit podle rizik	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pokud by cena placeného pojištění depozit plně reflektovala existující rizika, pak budou omezeny motivace k rizikovějším strategiím ▪ V praxi je obtížné správně ocenit existující riziko
Informační povinnosti	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Snižuje transakční náklady monitorování a kontroly a tím omezuje motivaci aktérů k černému pasažerství ▪ Omezuje informační asymetrii
Bankovní licence	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Brání negativnímu výběru managementu banky ▪ Výběr manažerů s morální integritou a reputací ▪ Omezuje rizikové strategické plány ▪ Vliv na nastavení interních struktur ovládání
Bankovní dohlídky	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ověřuje správnost poskytovaných informací (viz 4.4) ▪ Možné ad hoc zásahy omezující redistribuční strategii

Zdroj: zpracováno podle Mishkina, 2000

Jako každá ekonomická regulace je i regulace bank a bankovní dohled předmětem intenzivní debaty. Názory lze – stejně jako v případě státního vlastnictví bank – rozdělit do dvou proudů. První vychází z toho, že regulace pomáhá bankám překonat problémy související s informační asymetrií (Mishkin 1999 a 2000) a druhý s tím sice souhlasí, ale namítá, že přitom regulátor často nadělá víc škody než užítku, neboť se stává nástrojem k dosahování politických cílů. Barth, Caprio a Levine (2002) vytvořili a zkoumali detailní databázi regulatorních opatření ve 107 zemích světa. Dospěli k závěru, že výrazná omezení vstupu do bankovníctví (zvláště ze strany zahraničních investorů), omezování aktivit bank, pojištění depozit a státní vlastnictví bank nevedou k zdravému a stabilnímu bankovníctví. Naopak objevili jejich pozitivní statistický vztah s korupcí ve veřejném sektoru. Jejich závěry tedy podporují spíše „politickou“ než „pomáhající“ teorii regulace bank.

6 SHRnutí PRVNÍ ČÁSTI

V první části práce jsme nejprve popsali obecné redistribuční motivace, které nevyhnutelně vznikají v řetězcích ovládání bank, kde se o rizika i potenciální výnosy dělí více principálů. V bankách je redistribučních motivací více než v nefinančních společnostech, protože struktury ovládání jsou (i) komplexnější (díky přítomnosti bankovního dohledu a daňových poplatníků), (ii) informační asymetrie je větší (díky charakteristikám produktů) a (iii) nepoměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům je velmi výrazný (obvykle 8% rizikově vážených aktiv). Navíc jsou tyto motivace obtížněji omezitelné, především kvůli zmíněné velké informační asymetrii.

V rámci jednoduchého modelu (viz Obrázek 1) jsme popsali vzájemné vztahy jednotlivých aktérů ovládání i externích mechanismů. V rámci těchto vztahů jsme zkoumali, jak může který z aktérů přispět k vytvoření efektivní rovnováhy ve strukturách ovládání, které omezí redistribuční motivace managementu i ostatních a povede k implementaci produktivní strategie za dané nejistoty. Z výčtu možností jednotlivých aktérů je zřejmé, že žádný z nich se nemůže vzdát své role ve strukturách ovládání, neboť tím vytváří prostor pro redistribuční strategie ostatních. Jednoduchý mechanismus, který by vedl k nalezení rovnováhy také neexistuje, nicméně známe alespoň několik možností, které v různých ekonomikách celkem spolehlivě fungují. Z těchto možností se pro banky na rozvíjejících se trzích jako nejvhodnější jeví přítomnost kontrolních, zpravidla zahraničních vlastníků spojená s robustní ochranou minoritních akcionářů. V takovémto nastavení řetězce ovládání kontrolní vlastníci omezují redistribuční motivace managementu a externí právní a regulatorní mechanismy omezují možnosti redistribuce na úkor minoritních vlastníků.

Zatímco v první části jsme se pohybovali na značně obecné úrovni vzdálené běžnému rozhodování v rámci struktur ovládání bank, v následující části budou zmíněny i na konkrétní strategie, které omezují nebo naopak umožňují implementaci redistribučních strategií.

ČÁST II: EMPIRICKÉ POZNATKY

7 REDISTRIBUČNÍ STRATEGIE V BANKÁCH

Zatímco teoretický přístup pítvá strukturu řetězce ovládání a hledá v nich prostor pro redistribuční motivace, empirický přístup se zaměřuje na procesy. Na základě analýz minulého chování úspěšných i neúspěšných bank, které se dostaly do problémů, se snaží zformulovat taková pravidla chování a procesy ovládání bank, které by zabránily opakování minulých chyb. Empirický přístup odhaluje takové strategie, které jsou buďto samy o sobě redistribuční nebo strategie, jejichž implementace (nebo absence) nedokáže omezit jiné redistribuční strategie.

V úvodu práce zmíněné problémy bank ve Spojených státech³⁴ daly vzniknout unikátní empirické studii na velkém vzorku bank. Její zjištění a mnoho dalších zkušeností bylo poté přetaveno do řady kodexů a pravidel, které se mimo jiné týkají i efektivního fungování struktur ovládání bank. Problémy s fungováním struktur ovládání korporací a bank na rozvíjejících se trzích vedly k vytvoření specifických empirických nástrojů hodnocení rizik konkrétních společností – ratingů efektivity struktur ovládání, které jsou zástupnou proměnnou pro pravděpodobnost, že se akcionářům podaří zabránit realizaci redistribučních strategií. Tento druh ratingu využívají především portfolioví investoři při rozhodování o nákupu minoritních podílů ve firmách na rozvíjejících se trzích.

7.1 Interní rizikové faktory

Největší a nejzajímavější studií interních příčin na velkém vzorku bank je studie amerického Úřadu pro kontrolu měny³⁵ z roku 1988. Na vzorku 260 bank, které čelily nějakému externímu šoku³⁶, zkoumá interní příčiny pádu. Banky jsou rozděleny do tří kategorií – zkrachované banky (171), problémové banky (51), které se dostaly do vážných problémů, ale dokázaly je včas vyřešit bez přímé účasti regulátora, a zdravé banky (38), které přestály šok bez úhony.

Prvním zjištěním studie je, že příčinou krachu bank byla nízká kvalita aktiv (98 % případů). Dalším cílem bylo zjistit, jaké interní strategie přispěly k výsledné kvalitě aktiv, která ohrozila stabilitu banky nebo dokonce vedla k jejímu pádu. Výsledky shrnují následující tabulky, ukazující procenta případů zkrachovalých nebo problémových bank, kdy byly uvedené strategie identifikovány.

³⁴ V letech 1985 až 1992 zkrachovalo v USA 1311 bank, z toho nejvíce (221) v roce 1988 (viz Sinkey 1998:710).

³⁵ Office of the Comptroller of the Currency

³⁶ Buď to byly problémy v sektoru ropa/plyn, v zemědělství nebo kolaps trhu nemovitostí.

Tabulka 11 Interní příčiny krachů bank

Interní faktory	%
uvolněný přístup k poskytování úvěrů	85
velký počet výjimek ve finančních výkazech	79
přehnaný objem úvěru ve srovnání se schopností klientů splácet	73
velký počet výjimek v zástavní dokumentaci	67
úvěrování založené především na zástavách, nikoli na analýze cash flow	55
přehnaná expanze v poměru k možnostem managementu, zaměstnanců, systémů a zdrojů	52
neopodstatněná koncentrace úvěrů	37
půjčování mimo geografickou oblast působnosti	23

Zdroj: Sinkey (1998:739)

Autoři se pokusili seřadit podle významu faktory, které umožňují ex ante identifikovat, která banka má kvalitní struktury ovládání, které ji umožní přestát ekonomický šok. Následující tabulka shrnuje rizikové faktory a opět i procenta v kolika zkrachovalých bankách byl daný faktor identifikován.

Tabulka 12 Klíčové interní faktory krachů bank

Interní faktory (podle významu)	%
1. slabiny v plánování, procesech a řízení	90
2. –3. zneužití postavení ze strany managementu nebo kontrolního vlastníka	35
2.-3. ekonomický pokles	35
4. absence patřičných auditů a kontrolních systémů	25
5. fyzická zpronevěra (snaha podvádět, zakrývat informace nebo obojí)	11
6. výdaje nesouvisející s činností banky	9

Zdroj: OCC (1988:21) a Sinkey (1998:740)

V případě 35 % zkrachovalých bank a 11 % problematických bank došlo také ke zpronevěře nebo ke zneužití postavení. Faktory, které tyto jevy nejčastěji provázely, shrnuje následující tabulka. Uváděná procenta platí pro skupinu zkrachovalých bank, kde se zpronevěra vyskytla.

Tabulka 13 Interní faktory provázející zpronevěru a zneužití postavení

Interní faktory	%
Slabá kontrola klíčových zaměstnanců	79
Často rozhoduje jeden člověk	74
Chabá integrita generálního ředitele banky	70
Chování managementu ovlivněno transakcemi s příbuznými subjekty	31

Zdroj: OCC (1988:25)

Tabulka 13 jasně ukazuje, že za redistribučními strategiemi manažerů je vždy nedostatek kontroly ve vztazích principál - agent, která agentovi dává přílišnou volnost rozhodování. Tato volnost se pak principálům vymstí zejména v případě, kdy agent postrádá vlastní omezení v podobě morální integrity.

Interní faktory determinovaly úspěch nebo pád banky čelící externímu šoku, neboť společným jmenovatelem téměř všech zkrachovalých bank byly problémy ve strukturách ovládnání. Slabá kontrola, neboli neefektivní rovnováha struktur ovládnání bank, hrála podstatnou roli v 90 % případů zkrachovalých či problémových bank. Naopak pouze v 7 % případů byl jedinou identifikovanou příčinou pádu externí šok.

Zásadní výsledky studie lze shrnout do tří bodů:

- To, co nejvíce odlišuje zdravé a rehabilitované banky od zkrachovalých jsou schopnosti, zkušenosti a integrity managementu;
- Interní faktory mají zásadní vliv na míru nestability banky pod vlivem externího šoku;
- Vnější ekonomické podmínky budou vždy fluktuovat, proto jediné, co může banka dělat pro svou stabilitu, je vytvářet kvalitní interní procesy.

Podobně obšírná studie o bankách na rozvíjejících se trzích zatím ještě neexistuje. Je totiž legitimní otázkou, zda v bankách těchto ekonomik lze uplatňovat stejnou logiku a stejná pravidla jako na vyspělých trzích. Siegelbaum (1997) naznačuje, že podmínky fungování bank v zemích střední a východní Evropy a v bývalém Sovětském svazu jsou natolik specifické, že: „(Existují) tlaky, které devalvují to, co vnímáme jako „správné“ chování bank a „správné“ bankovní schopnosti a naopak [zvyšují hodnotu] úplně jiné množiny schopností, které by byly irelevantní – nebo dokonce trestuhodné – v tradičních tržně orientovaných bankovních systémech.“ Pokud by tento přístup byl správný, pak by bylo možné řadu přístupů zmíněných v kapitole 7 přinejmenším zpochybnit. Na druhé straně Siegelbaum evidentně vychází ze zkušeností z první poloviny 90. let v ex sovětských zemích³⁷, tedy ze situace „divokého východu“ nejhrubšího ražení. Od té doby se situace podstatně zklidnila, v řadě zemí proběhla očistná bankovní krize, takže lze předpokládat, že minimálně v kandidátských zemích EU lze dnes za poukazováním na transformační specifika chování bank najít spíše redistribuční motivace.

7.2 Principy ovládnání bank

Z trpkých zkušeností firem, které nepřestály externí šoky kvůli neefektivnímu fungování struktur ovládnání, se zrodily první kodexy principů ovládnání korporací. Na globální úrovni si je vzala za své Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), která v roce 1999 publikovala *OECD Principles of Corporate*

³⁷ V té době působil jako zástupce Světové banky pro Ukrajinu a Bělorusko.

Governance. Ve stejném roce publikovala Banka pro mezinárodní platby (BIS 1999) upřesnění těchto principů pro účely bank.

Principy OECD se točí kolem následujících pěti zásad³⁸:

1. Právní a regulatorní rámec správy akciových společností by měl chránit práva akcionářů.
2. Právní a regulatorní rámec správy akciových společností by měl zajistit spravedlivé nakládání se všemi akcionáři, včetně minoritních a zahraničních. Všichni akcionáři by měli mít právo efektivně dosáhnout odškodnění, pokud byla poškozena jejich práva.
3. Právní a regulatorní rámec správy akciových společností by měl zohlednit práva všech zainteresovaných stran, jejichž zájmy jsou zakotveny v zákonech, a podporovat aktivní spolupráci akciových společností a dalších stran při vytváření bohatství, pracovních míst a udržitelnosti finančně stabilizovaných společností.
4. Právní a regulatorní rámec správy akciových společností by měl zajistit včasné a přesné zveřejňování všech podstatných informací, které se týkají akciové společnosti, včetně finanční situace, výsledků hospodaření, vlastnictví a správy společnosti.
5. Právní a regulatorní rámec správy akciových společností by měl zajistit strategické usměrňování společnosti, efektivní monitorování představenstva dozorčí radou a jejich odpovědnost vůči společnosti a akcionářům.

BIS (1999) dále upřesňuje Principy OECD a specifikuje řadu konkrétních povinností managementu, mezi něž patří:

- Sestavení strategického plánu, který schválí vlastníci a za jehož naplňování nese management odpovědnost. V případě standardních společností to snad není povinné, ale u bank rozhodně, neboť bez plánu nejdou řídit rizika a nastavovat limity.
- Stejně tak i pravidla fungování banky musí sestavit management a zajistit jejich znalost a dodržování ze strany zaměstnanců. Pravidla musí jasně specifikovat požadavky na vzdělání, odpovědnost a kontrolu zaměstnanců v rámci banky. Do kontrolních systémů patří i interní a externí audit.
- Informovat aktéry struktur ovládání a zajistit, aby akcionáři mohli informovaně hlasovat na valných hromadách.

³⁸ Převzato z Kudrna et al. (2000).

- Informovat vlastníky o případných konfliktech zájmů členů představenstva se zájmy banky. Konflikt může vzniknout v souvislosti s jiným podnikáním, rodinnými vztahy či jinými zvláštními vztahy manažera k třetím stranám, které by mohly ovlivnit jeho rozhodování o některé transakci.
- Dodržování zákonných povinností a všemožných regulací.

Zároveň lze z výše uvedených kodexů vyčíst také některé strategie, které oslabují kvalitu vlastnického ovládání. Tyto strategie nevznikají pouhým neplněním zmíněných povinností managementu, ale jsou implementovány záměrně a v konečném důsledku poškozují věřitele banky a často i její akcionáře. Mezi ně patří především:

- *Transakce ve vlastním zájmu* – management může využívat svého postavení a informační asymetrie k tomu, aby před ostatními aktéry skryl transakce, kterými se obohacuje na úkor ostatních.
- *Spřízněné úvěrování* – poskytování úvěrů a dalších služeb spřízněným společnostem banky za výhodnějších podmínek, například za nižší úrok či ve větším objemu než srovnatelným nespřízněným společnostem.
- *Interní půjčování* – financování rozvoje banky z jiných zdrojů než z vlastního kapitálu vede jednak ke konfliktu zájmů, neboť banka úvěruje sama sebe a jednak snižuje poměr kapitálu vůči cizím zdrojům v expandující bance.

Transakce ve vlastním zájmu

Nálepkou transakce ve vlastním zájmu lze označit prakticky vše od relativně nevinné maximalizace soukromých výnosů z ovládání až po tunelování banky (viz 2.2). Jejich podstatou je to, že o nich vlastníci a/nebo ostatní aktéři vlastnického ovládání neví, jelikož se jedná často o relativně malé položky schované hluboko v účetnictví banky. Pokud by o nich věděli, pak by s nimi nemuseli souhlasit.

Spřízněné úvěrování

Spřízněné úvěrování je často obhajováno jako nástroj snižující informační asymetrii mezi bankou a jejími klienty, která je jedním z velkých problémů především na rozvíjejících se trzích. V této logice by úvěry spřízněným stranám měli být bezpečnější a tedy pro banku výhodné. To možná platí na některých vyspělých trzích, kde se stále ještě drží model „domovské banky“, která danému podniku poskytuje většinu služeb a úvěrů. Krosner a Strahan (2001) prokázali, že v USA je spřízněné úvěrování rozšířeno, ale díky kvalitnímu vlastnickému ovládání není zneužíváno³⁹. Podobné výsledky naznačuje i Emmons a Schmid (1998) pro Německo, kde je spřízněné úvěrování podstatně rozšířenější.

³⁹ Současná debata o zneužívání a možném právním omezení mezipodnikových půjček svědčí o tom, že ani tam to není bez problémů.

Existující studie o jeho důsledcích na rozvíjejících se trzích však vyznívají jednoznačně – spřízněné úvěrování nesnižuje riziko díky lepším informacím, naopak vede k poškozování bank a tedy jejich věřitelů a vlastníků. La Porta, Lopez a Zamarripa (2002) ekonometricky zkoumali důsledky spřízněného půjčování v Mexiku a vyšlo jim, že úvěry spřízněným firmám představují 20 % celkového objemu a splácený úrok je v průměru o 4 % nižší než u nespřízněných klientů. Zároveň je o třetinu vyšší pravděpodobnost nesplácení a výnosy z realizace zástav jsou o třetinu nižší. Caprio a Levine (2002:13) citují studii Laevena (2001), který uvádí, že v Rusku 71 % úvěrů spřízněným stranám není splaceno.

Interní půjčování

Spřízněné úvěrování podryvá kvalitu ovládnání bank, neboť snižuje diverzifikaci portfolia banky a obvykle vede ke zvýhodnění spřízněných klientů na úkor banky. Vlastní-li banka také podíly v daných firmách, může se navíc zamotat do začarovaného kruhu vlastníka i věřitele problémové firmy, což je v okamžiku prvního ekonomického poklesu zaručená cesta do vážných potíží. Problém je v tom, že dobří klienti se snaží získávat úvěry z konkurenčních nabídek bank, takže se snaží omezit vliv banky, která je nutí brát méně výhodné úvěry. Naopak ztrátoví klienti se snaží udržet banku mezi svými vlastníky a zajistit si tak přísun úvěrů i v situaci, kdy jim už nikdo jiný nechce půjčit. Pokud se firma dostane do problémů, tak se banka musí rozhodnout, zda jí bude dále půjčovat a uchová si naději na splacení úvěrů a zachování hodnoty akciového podílu, nebo zda nebude financovat ztrátovou firmu a nechá ji zkrachovat, čímž pravděpodobně přijde o svůj podíl i o poskytnuté úvěry.

Interní půjčování pro financování rozvoje banky není v zásadě nic neobvyklého, přesto v sobě obsahuje potenciální konflikt zájmů vlastníků a managementu na straně jedné a věřitelů na straně druhé. Nejde ani tak o to, že banka sama sobě nebo svým dceřiným společnostem půjčuje za výhodnějších podmínek než srovnatelným externím dlužníkům. Věřitelé obvykle poskytují své prostředky bance za předem stanovených podmínek a pokud je banka splní, je jim jedno komu „jejich“ peníze půjčila. Nižší výnos z interního půjčování jde na vrub vlastníků v podobě nižšího zisku, avšak vlastníci vydělávají na rostoucí hodnotě banky, takže těžko by proti němu protestovali. Problém je především v rizikovosti interních úvěrů. Management a vlastníci mají motivaci investovat do své banky, byť se potenciálně jedná o rizikovější investici než jsou alternativy na trhu, neboť výnosy jí zůstávají, zatímco o ztráty se dělí s věřiteli.

Druhým argumentem proti internímu půjčování je zachování rozumného poměru mezi vloženým kapitálem a celkovými aktivy banky. Rozvoj banky by měl být financován kapitálem i proto, aby zůstal zachován tento poměr, který tlumí ochotu managementu a vlastníků příliš riskovat, neboť mají také co ztratit. Proto obvykle interní půjčování omezuje regulátor na únosnou míru a požaduje detailní informace o podmínkách a bedlivě sleduje kapitálovou přiměřenost.

7.3 Rating struktur ovládání

Když už vznikly standardizované principy, nebylo daleko k tomu, aby se jich chopily ratingové agentury a začaly srovnávat fungování struktur ovládání jednotlivých firem i zemí. Poté, co se mnozí investoři spálili na rozvíjejících se trzích (především v Rusku) kvůli nefungujícím strukturám ovládání vznikla poptávka po jednoduchém ukazateli, který (institucionálním) investorům jasně řekne, nakolik je daná země či společnost z tohoto pohledu bezpečná.

První dva produkty tohoto druhu nabízí ratingová společnost Standard & Poor's od počátku roku 2002 (viz Standard & Poor's, 2002). Prvním je *Corporate Governance Score (CGS)* pro jednotlivé firmy a druhým *Corporate Governance Classification*⁴⁰, který hodnotí kvalitu institucionálních faktorů v jednotlivých zemích.

CGS je doplňkem klasického kreditního ratingu. Vychází z toho, že struktury ovládání mohou ovlivnit úvěrovou bonitu a atraktivitu akcií, ačkoli jako takové nevyjadřuje hodnocení bonity společnosti či hodnoty akcií. CGS může být užitečné jednak pro investory, kteří pracují na umístění svých zdrojů a jednak pro firmy, které hledají nové investory a potřebují je přesvědčit o dobrém fungování společnosti. Vysoké skóre (CGS = 10) znamená, že S&P je toho názoru, že struktury ovládání fungují na úrovni kodifikovaných standardů, zatímco nízké (CGS = 1) standardy nespĺňuje⁴¹.

Fakt, že efektivní struktury ovládání jsou investory ceněny, potvrzují i empirické studie. Gompers, Ishii, Metrick (2001) prokázali na vzorku 1500 amerických firem silný vztah mezi fungováním struktur ovládání a hodnotou akcií firmy v letech 1990 a 1999. Prokazují, že investiční strategie založená na prodeji firem z decilu s nejslabší ochranou práv akcionářů a nákupu akcií firem z horního decilu vy vynesla vysoký průměrný roční výnos – 8.5 %. Také výzkum společnosti McKinsey&Company (McK) mezi velkými investory prokazuje, že jsou ochotni v průměru připlatit 11 % za akcii, zvláště jedná-li se o investory zaměřené na dlouhodobé zvyšování hodnoty (McK, 1996). Druhý výzkum prokázal, že jsou ochotni připlatit především na trzích s méně efektivní institucionální infrastrukturou. Nejméně jsou ochotni připlatit v USA a ve Velké Británii (18 %) a nejvíce v Indonésii (27 %), Venezuele (28 %) či Itálii (22 %)⁴² (McK, 2000, 2002).

Za jistou obdobu ratingu institucionálních faktorů lze považovat také studie Světové banky a Mezinárodního měnového fondu (viz MMF 2001). Ty v rámci programu „Hodnocení finanční stability“ analyzují, zda jednotlivé země splňují standardy předpokládané různými kodexy⁴³, respektive nakolik a v kterých

⁴⁰ V červnu 2002 nebyl ještě standardně nabízen, avšak metodologie jeho zpracování byla v závěrečném stádiu úprav.

⁴¹ Index se skládá ze čtyř komponentů, které jsou taktéž hodnoceny separátně: (i) Vlastnická struktura – transparentnost, koncentrace a vliv, (ii) Vztahy s dodavateli financí – vlastnická a hlasovací práva, (iii) Finanční transparentnost a zveřejňování informací – kvalita, včasnost, nezávislost, (iv) Struktura (dozorčí) rady a její fungování – struktura, složení, kompenzace, efektivita.

⁴² Výzkum se týkal 18 zemí – 6 z Asie, 6 z Evropy a 6 z Latinské Ameriky.

⁴³ V rámci šetření v roce 2001 byly posuzovány následující standardy: transparentnosti monetární a fiskální politiky, bankovního dohledu, regulace pojišťoven, regulace kapitálového trhu, platebního systému.

parametrech se od nich odlišují. Jejich analýza struktur ovládání vychází z **OECD principů** (OECD, 1999) a hodnotí, nakolik jsou zakotveny v českém právním řádu. Součástí analýzy bylo nejenom zjišťování stavu na papíře, ale i vyjádření k tomu, nakolik se daří daná ustanovení dodržovat. Výsledky shrnuje tabulka.

Tabulka 14 Dodržování OECD principů vlastnického ovládání v ČR v roce 2000

	Principy vlastnického ovládání	Definice	Dodržování
1.	Struktury vlastnického ovládání chrání práva akcionářů.	2	2
2.	Akcionáři mají právo být informováni a podílet se na rozhodování o zásadních změnách v chodu společnosti, jako jsou změny stanov, vydávání nových akcií a transakce, které ve své podstatě znamenají prodej podniku.	3	2
3.	Akcionáři mají reálnou možnost účastnit se valných hromad a hlasovat na nich. Jsou informováni o pravidlech, včetně pravidel hlasování, které valná hromada dodržuje.	3	3
4.	Informace o kapitálových strukturách a jiných mechanismech, které umožňují některým akcionářům kontrolovat společnost, aniž by měli nadpoloviční podíl akcií, jsou zveřejňovány.	3	2
5.	Ovládnutí společnosti skrze převzetí, fúzi či prodej podstatné části aktiv je transparentně oznamováno a vysvětleno všem akcionářům, aby mohli hájit svá práva. Cena a podmínky jsou také zveřejňovány. Management nezneužívá obranu proti převzetí k omezení své odpovědnosti vůči akcionářům.	3	2
6.	Struktury vlastnického ovládání zajišťují všem akcionářům, včetně minoritních a zahraničních, rovné zacházení. Všichni akcionáři se při porušení svých práv mohou domoci efektivní náhrady.	3	3
7.	Akcionáři jsou na valných hromadách v rovnocenném postavení a pravidla hlasování nejsou zbytečně komplikovaná ani nákladná.	3	3
8.	Důvěrné informace nejsou zneužívány.	3	1
9.	Členové vedení společnosti zveřejňují vlastní materiální zájmy v transakcích či jiných záležitostech, které se dotýkají dané společnosti.	2	1
10.	Struktury vlastnického ovládání berou ohled na zákonná práva ostatních zúčastněných stran a umožňují aktivní spolupráci při vytváření hodnot, pracovních míst a udržitelnosti finančně zdravých společností.	3	1
11.	Informace o finanční situaci, vlastnictví a řízení společnosti jsou přesné a pravidelně zveřejňované. Způsob zveřejňování informací umožňuje všem zájemcům spravedlivý, včasný a levný přístup k informacím.	2	2
12.	Zveřejňované informace jsou zpracovávány, auditovány a zveřejňovány v souladu s kvalitními pravidly účetnictví a auditu, které zohledňují finanční i nefinanční výsledky. Každoroční audit provádí nezávislý auditor tak, aby vytvořil externí a objektivní potvrzení zveřejňovaných finančních výsledků.	1	1
13.	Struktury vlastnického ovládání zajišťují strategické vedení společnosti, efektivní monitorování představenstva dozorcí radou a reálnou odpovědnost dozorcí rady vůči společnosti a jejím akcionářům.	2	0
		(63 %)	(44 %)

Zdroj: Světová banka, 2001⁴⁴: 143 – 161; překlad a interpretace autor

Vysvětlivky: Světová banka hodnotí jednotlivé principy na škále 0 (nedefinováno/ nedodržováno), 1 (částečně definováno/ dodržováno), 2 (téměř definováno/dodržováno) a 3 (plně definováno/dodržováno). Zatímco, index dodržování je explicitně uveden Světovou bankou, indexy definice byly doplněny autorem této studie na základě komentářů Světové banky.

Poznámka: Hodnocení proběhlo těsně po obsáhlých novelách relevantních zákonů, takže tyto změny v něm nejsou zahrnuty. Byly-li úspěšné, pak lze předpokládat, že současné hodnocení bude vyšší (v dubnu 2002 proběhla další mise SB, jejíž výsledky umožní srovnání po dvou letech).

Tabulka víceméně subjektivním pohledem odborníka srovnává definice a reálné fungování s ideálem⁴⁵. Výsledky ukazují na rozpor, kdy zákony již v kodifikované podobě existují, avšak jejich reálné vynucování se zlepšuje jen pomalu (viz Pistor, Raiser, Gelfer, 2000). Sečtením indexů hodnotících kvalitu definic zjistíme, že se pohybujeme na 60 % ideálu a co se vynucování týče, je to kolem 40 %⁴⁶.

7.4 Měření kvality institucí

Co se empirického posuzování kvality externích mechanismů ovládání týče, rukavici hozenou transformací zvedli ekonomové z Harvardské univerzity Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer a ekonom z Chicagské univerzity Robert Vishny (LLSV 1998, 1999, 2000, 2001). Přidala se i Světová banka, která spustila empirický výzkum zaměřený na ovládání (governance) firem i států a tedy i bank⁴⁷.

Důležitou otázkou, zda vůbec jsou striktně definovaná pravidla nutná pro efektivní struktury ovládání se zabývají Hay, Shleifer a Vishny (1996). Argumentují, že v prostředí s dokonalým právním vynucováním je efektivnější ponechat aktérům větší volnost při vytváření vzájemných kontraktů, které definují firmu či banku. V případě, že by management začal uplatňovat neočekávanou redistribuční strategii, pak je možné jej zažalovat a soudy původní kontrakt vynutí. Na druhé straně v prostředí, kde je vynucování velmi nedokonalé, je efektivnější definovat řadu pravidel, která jsou jasná, jednoduchá a především snadno vynutitelná. Otázka však nemá jednoznačnou teoretickou odpověď, neboť je v základu empirická.

LLSV 1998 představují komparativně statickou analýzu ochrany práv investorů a věřitelů ve 49 zemích. Rozdělují země do několika právních rodin a pro každou z nich zkoumají rozsah ochrany zájmů investorů⁴⁸ na straně jedné a věřitelů⁴⁹ na straně druhé. V obou případech nejprve zkoumají, jak jsou práva *definována*

⁴⁴ Verze FSAP dostupná na internetu neobsahuje detaily šetření, ale pouze shrnutí výsledků. Plné znění studie je dostupné v ČNB.

⁴⁵ Zkušenosti autorů se srovnáváním struktur ovládání shrnuje studie Světové banky (Fremound, Capaul 2002).

⁴⁶ Takovéto shrnutí uvedených indexů je jistě metodologicky více než sporné, přesto vystihuje podstatu problému, byť jej nelze považovat za jeho kvantifikaci.

⁴⁷ Světová banka se zaměřuje na obecnější rozměr než je ovládání korporací. Hledá souvislosti mezi ekonomickým rozvojem a fungováním institucí. Viz World Development report 1997 a 2002, nebo studie Kaufmann, Kraay, Zoido-Lobaton 1999 nebo Hellman, Jones, Kaufmann 2000.

⁴⁸ Index ochrany práv akcionářů má tyto součásti: (i) je možno volit na valných hromadách poštou, (ii) akcionáři nemusí před valnou hromadou „zmrazit“ (uložit k depozitáři) (iii) funguje kumulativní hlasování, proporcionalní zastoupení či jiný mechanismus umožňuje účast minoritních akcionářů v představenstvech (iv) možnost obrany minoritních akcionářů – mohou žalovat manažery nebo napadnout rozhodnutí valné hromady u soudu, (v) minimální akciový podíl, který opravňuje akcionáře ke svolání mimořádné valné hromady, je 10 nebo méně procent, (vi) akcionáři mají předem zaručené právo podílet se na nových emisích akcií, které může být omezeno pouze hlasováním akcionářů. Index je kumulativní, tj. pohybuje se v intervalu 0 až 6.

⁴⁹ Index ochrany práv věřitelů sestává z: (i) věřitelé musí vyjádřit souhlas s rozhodnutím o restrukturalizaci namísto likvidace, (ii) na zástavy zajištěných věřitelů se bankroty nevztahují, (iii) zástavy se uspokojují nejdříve, (iv) management je při začátku

v právních řádech a poté, jak jsou v realitě *vynucována*. Pistor (2000) používá metodologii LLSV (1998) a aplikuje ji na právní řády tranzitivních ekonomik.

Tabulka 15 Indexy ochrany práv akcionářů a věřitelů v Evropě (1998)

Právní rodiny	Ochrana práv akcionářů	Ochrana práv věřitelů
Zvykové právo (UK)	4,0	3,11
Francouzské občanské právo	2,33	1,58
Německé občanské právo	2,33	2,33
Skandinávské zvykové právo	3,0	2,0

Zdroj: Pistor (2000)

Tabulka 16 Indexy ochrany práv akcionářů a věřitelů v transformačních ekonomikách

Právní rodiny	Ochrana práv akcionářů		Ochrana práv věřitelů	
	1992	1998	1992	1998
Česká republika	2	3	3	3
Maďarsko	2,5	3	3,75	3,75
Polsko	3	3	2,25	2,25
Slovensko	2,5 ⁵⁰	2,5	3	4
CEE/Balt průměr ⁵¹	2	3,05	1,4	3,23

Zdroj: Pistor, Raiser, Gelfer (2000) a Pistor (2000)

Z uvedených tabulek lze vyčíst několik zajímavých skutečností:

- Ochrana práv akcionářů i věřitelů se – alespoň na papíře – zlepšuje, což v logice této práce vede k tomu, že vznikají předpoklady pro omezení redistribučních motivací vznikající na rozhraních managementu a akcionářů, respektive managementu/kontrolního vlastníka a věřitele⁵².
- Ochrana práv akcionářů i věřitelů v tranzitivních ekonomikách je vyšší, než je průměr právní rodiny, ze které jejich právní řády vychází. To je zřejmé zejména při srovnání průměru CEE/Balt s průměrem německého občanského práva. Pistor to vysvětluje vlivem harmonizace s právem EU, které zahrnuje mnohé prvky robustnějšího britského zvykového práva.

Bylo by však chybné na základě zmíněných výsledků usuzovat, že právní systém podporující ovládní korporací i bank v tranzitivních ekonomikách je efektivnější než na rozvinutých trzích. Vysvětlení tkví především v rozdílech při vynucování definovaných práv⁵³.

bankrotu nahrazen správcem nominovaným soudem nebo věřiteli. Index je také kumulativní v rozmezí 0 až 4.

⁵⁰ Proč se Slovensko liší od České republiky, když v roce 1992 sdílely stejný právní řád, je trochu záhadou. Údaje jsou však s platností ke konci roku, takže je možné, že v souvislosti s přípravou na rozdělení federace došlo k nějakým změnám.

⁵¹ Zahrnuje tranzitivní ekonomiky, jejichž komerční zákonodárství vychází z německé tradice, jmenovitě: Chorvatsko, Česká republika, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Polsko, Slovensko a Slovinsko.

⁵² Pistor (2000) zavádí řadu dalších indexů, které tyto vztahy lépe vystihují a dochází k podobnému závěru.

LLSV (1998) požívají jako zástupné proměnné pro kvalitu vynucování práv indexy z databází několika ratingových firem, které však nejsou pro většinu tranzitivních ekonomik dostupné. Pistor, Raiser, Gelfer (2000) proto použili indikátory, které shrnuje Tabulka 17.⁵⁴

Tabulka 17 Efektivita vynucování práv

	Vláda zákona ⁵⁵	Efektivita práva ⁵⁶	Vynucování ⁵⁷
Česká republika	8.3	4	45 %
Maďarsko	8.7	4	71 %
Polsko	8.7	4	75 %
Slovensko	6.4	2	64 %

Zdroj: Pistor, Raiser, Gelfer (2000) a Pistor (2000)

Uváděné indikátory nějakým způsobem zachycují efektivitu vynucování práv a umožňují přibližné srovnávání stavu v jednotlivých zemích. Zajímavější výsledky přináší Index rizik správy akciových společností, který umožňuje srovnání nejen jednotlivých zemí, ale i srovnání s vyspělými zeměmi G7. Index je sestaven na základě hodnocení manažerů zahraničních společností působících v jednotlivých zemích. Manažeři přitom odpovídali na otázky tak, že srovnávali stav na daném trhu a ve vyspělých ekonomikách.

Tabulka 18 Index rizik správy akciových společností⁵⁸

	Právo společností	Vynucování práva	Regulatorní rámec	Etika podnikání	Celkový index
Česká republika⁵⁹	44 %	21 %	57 %	39 %	40 %
Maďarsko	79 %	53 %	80 %	52 %	66 %
Polsko	64 %	33 %	73 %	36 %	52 %
Slovensko	46 %	20 %	42 %	25 %	34 %

Zdroj: Körner, Kudrna, Vychodil (2002b)

⁵³ LLSV hledali dané právní normy v právních řádech zkoumaných zemí, nikoli jejich funkční substituty. Jako příklad funkčních substitutů uvádí povinné dividendy a tvorbu vnitřních rezerv ve Francii, která má relativně nižší indexy ochrany práv, neboť využívá tyto alternativní mechanismy jejich ochrany, které index nezachycuje. Tyto mechanismy nutí management přiznat, že firma dané zdroje vyprodukovala a tím znesnadňuje jejich redistribuci.

⁵⁴ Po roce 1999 se objevila řada dalších indexů, které charakterizují kvalitu fungování podnikatelského prostředí jednotlivých zemí. Shrnutí těchto výsledků viz Körner, Kudrna, Vychodil (2002a).

⁵⁵ Hodnocení expertů působících v regionu pořádané deníkem the Wall Street Journal v letech 1996 až 1998. Údaje jsou pro rok 1998. Maximální hodnota je 10.

⁵⁶ Průzkum EBRD mezi experty působícími v regionu. Údaje jsou pro rok 1996. Maximální hodnota je 4.

⁵⁷ Procento firem, které v průzkumu prováděném Světovou bankou a EBRD uvedly, že „důvěřují, že právní systém garantuje v podnikatelských sporech kontrakty i vlastnická práva.“ Průzkum byl proveden v roce 1999.

⁵⁸ Předpokladem průzkumu založeného na Principech OECD a studii Crichton-Millera a Wormana je, že Index rizik ovládání korporací se v zemích G7 pohybuje mezi 75 až 100 procenty. Hodnoty uvedené v tabulce udávají procenta ve srovnání s dosažitelným maximem (100 %).

⁵⁹ Hodnoty pro ČR jsou z roku 2000, pro ostatní tři země z roku 2001.

Je zřejmé, že empirický výzkum kvality definice a vynucování práv, která zároveň slouží jako externí mechanismus omezující redistribuční motivace ve strukturách ovládání, je ještě v plenkách. Nicméně řada ekonometrických studií se zabývá vztahem kvality institucí a ekonomického rozvoje či růstu. Obvyklá řada implikací, kterou užívá například Levine (1998) je: (i) kvalita institucí snižuje rizika externích investorů, kteří se mohou spolehnout, že jejich práva jsou dobře chráněna, (ii) počet externích investorů prohlubuje kapitálové trhy a umožňuje diverzifikaci rizik, (iii) dobře fungující kapitálové trhy jsou zdrojem ekonomického růstu a rozvoje. Vztah mezi druhou a třetí částí je obecně přijímán, takže zbývá ještě přesvědčivěji prokázat vztah mezi první a druhou částí úvahy. Studie jako Kaufmann, Kraay, Zoido-Lobaton (1999) či zmíněný Levine (1998) sice tento vztah prokazují, avšak není z nich zřejmé, zda kvalitní instituce indukují rozvoj nebo obráceně.

Dosavadní diskuse v této kapitole se týkala obecně společností, nikoli specificky bank. Je otázkou, nakolik je kvalita definice a vynucování práv relevantní pro struktury ovládání bank. Banky jsou obvykle akciové společnosti, takže práva akcionářů mají pro ně stejný význam jako v jiných společnostech. Práva věřitelů bank jsou však díky regulaci a pojištění vkladů poněkud specifická. Nicméně banky patří mezi největší věřitele v každé ekonomice, takže ochrana práv věřitelů se bytostně dotýká jejich fungování a stability.

8 SHRUTÍ DRUHÉ ČÁSTI

V druhé části práce jsme se zabývali empirickými poznatky o procesech, které přispívají k nalezení efektivní rovnováhy ve strukturách ovládání. Empirická studie amerického OCC (1998) ukázala na rozsáhlém vzorku bank, že existuje výrazný vztah mezi kvalitou struktur ovládání banky a její stabilitou. To se projevuje zvláště pokud banka čelí exogenním šokům.

Pozitivní i negativní empirické zkušenosti s ovládáním společností a bank se koncentrují v kodexech, které se snaží popsat a doporučit takové procesy v rámci struktur ovládání, které vedou k dlouhodobé stabilitě a rozvoji bank. Zároveň však i popisují redistribuční strategie, kterým je třeba se vyhnout. Toto rozlišení není obecně triviální, neboť řada strategií, o niž se zpětně ukazuje, že slouží spíše k redistribuci, může mít za určitých podmínek produktivní jádro.

Přínos kodexů je i v tom, že vytváří srovnávací standardy, kterými lze poměřovat fungování struktur ovládání jednotlivých společností i fungování externích mechanismů ovládání v rámci jednotlivých jurisdikcí. Lze sice namítnout, že tato srovnání jsou založená na subjektivním úsudku několika expertů nebo širšího vzorku respondentů, avšak přesto poskytují významnou informaci. Význam fungování struktur ovládání potvrzují i reální investoři, kteří na tyto informace vynakládají nemalé částky. Stejně i nadnárodní instituce jako EBRD či Světová banka investují do výzkumu externích mechanismů. Empirická měření tak rozhodně nejsou jen akademickou záležitostí.

Lze jen doufat, že se časem podaří vytvořit lepší nástroje pro „měření“ kvality struktur ovládání jak na úrovni společnosti, tak jurisdikce. Současné indikátory sice poskytují celkem konzistentní obrázek o kvalitě externích mechanismů v jednotlivých zemích, nicméně jsou příliš hrubé a příliš zaměřené na formální, nikoli funkční aspekty ovládání, takže neumožňují přesněji identifikovat konkrétní příčiny omezující efektivitu struktur ovládání.

9 ZÁVĚR

Cílem studie bylo zmapovat teoretickou i empirickou literaturu o jednotlivých vztazích mezi aktéry struktur ovládání bank v transformačních ekonomikách a vysvětlit vzájemné vztahy všech těchto hráčů. Ve vztazích aktérů nás zajímaly především existující redistribuční motivace a možnosti, jak je omezit.

Vyšli jsme z toho, že ekonomické výsledky banky ovlivňuje kromě exogenních šoků, vyplývajících z existující nejistoty, především efektivní rovnováha v interních strukturách ovládání banky. Efektivní rovnováha je předpokladem kvalitního řízení, neboť v takovém stavu jsou omezeny redistribuční motivace všech aktérů, čímž se zvyšuje pravděpodobnost jejich spolupráce na produktivní strategii, která povede k maximalizaci hodnoty banky za dané nejistoty.

Schopnost interních struktur ovládání dosáhnout efektivní rovnováhy, tj. omezit redistribuční strategie a motivovat k produktivním strategiím, jsme odvozovali od fungování interních a externích mechanismů ovládání bank, které jsme popsali v rámci jednoduchého modelu řetězce ovládání banky. Při popisu role jednotlivých aktérů jsme zmínili (i) redistribuční motivace, kterým čelí, a (ii) jaké omezení redistribučních motivací mohou jednotliví aktéři svou činností reálně vytvořit (viz shrnující tabulky na konci jednotlivých kapitol). Ve všech existujících vztazích principál - agent, kterými řetězce ovládání bank oplývá, se opakovaně vyskytovaly tři aspekty, které napomáhají omezení redistribučních motivací:

- Profesionalita a etika aktérů – je nejlepším řešením, neboť omezuje redistribuční motivace každého konkrétního aktéra. Přínosná je už i snaha o profesionální a etické chování, neboť vede k tomu, že aktéři se snaží spolupracovat a problémy řešit, nikoli je zastírat. Největší význam má samozřejmě profesionalita managementu, ale důležitá je i v případě členů dozorčích rad, úředníků bankovního odhledu, auditorů i analytiků. Ti všichni jsou agenty různých principálů, jejichž zájmy by měli profesionálně, eticky a na základě jasného kontraktu hájit.
- Transparentnost a zveřejňování informací – většina příležitostí k redistribuci v rámci struktur ovládání vyplývá z informační asymetrie. Snadná dostupnost kvalitních informací o stavu banky napomáhá tomu, aby monitorovací agenti i principálové mohli snadněji překonat její důsledky. Jsou-li informace snadno a levně dostupné, pak je monitorování a kontrola snazší a levnější. Rozsáhlá a dobře vynucovaná informační povinnost může být na rozvíjejících se trzích největším příspěvkem státu k udržování efektivní rovnováhy ve strukturách společností, které působí v jeho jurisdikci.

- Odpovědnost a skládání účtů principálům (accountability) – oddělení vlastnictví (nesení rizik) od řízení vytváří prostor pro morální hazard, který je nejvýznamnějším problémem struktur ovládání bank. Musí-li agenti (především management, dozorčí rada či bankovní dohled) pravidelně a transparentně skládat účty svým principálům (akcionářům, vkladatelům a parlamentu), pak to omezuje jak prostor pro morální hazard, tak možnou výši škod.

Jsou-li tyto principy v praxi uplatňovány, pak lze očekávat, že rovnováha zájmů ve strukturách ovládání banky se bude blížit efektivnímu stavu, kdy jsou jasně distribuovány výnosy a rizika, takže aktéři se nesnaží o redistribuci, ale produktivně spolupracují. Tím vzniknou předpoklady pro kvalitní řízení banky maximalizujícímu její hodnotu za nejistoty. Banka bude zároveň odolnější vůči důsledkům nejistoty – exogenním šokům, které ekonomický vývoj nevyhnutelně přináší.

Tato práce vznikla především jako reakce na absenci textu, který by shrnoval poznatky o fungování struktur ovládání bank na rozvíjejících se trzích. Jejím smyslem bylo zaplnit bílé místo a poskytnout tak základ pro snazší orientaci autorů dalších případových i srovnávacích studií o strukturách ovládání bank. Logickým pokračováním je využití popsané teorie i empirie pro analýzu vývoje konkrétní banky či bankovního sektoru v jedné či několika zemích⁶⁰. Na tuto práci lze také navázat analýzou jednotlivých aspektů struktur ovládání, jejichž vztahy k ostatním aspektům byly stručně nastíněny. Příkladem takového pokračování může být například analýza role trhů či médií při monitorování a kontrole bank nebo detailní analýza právního rámce.

Další výzkum a hlubší znalosti o vlivu různých aspektů na kvalitu struktur ovládání, by bylo možné využít i pro regulační praxi na rozvíjejících se trzích, kde je analýza reálného fungování procesů často důležitější než analýza vykazovaných výsledků. To je zvláště významné v kontextu se závěrem empirických studií, že kvalita interních struktur ovládání má velký vliv na schopnost banky přestát negativní externí šok.

⁶⁰ Autor v současnosti pracuje na komparaci vývoje velké bankovní čtyřky.

POUŽITÁ LITERATURA

Většina z použité literatury je v elektronické podobě přístupná na ies.fsv.cuni.cz/kudrna.

- Alexander, K. – Dunhale, R. (2001): Enhancing corporate governance for institutions: the role of international standards, WP 196, Centre for Business Research, University of Cambridge, www.cbr.cam.ac.uk
- Barth, J.R. – Caprio, G. – Levine, R. (2002): Bank Regulation and Supervision: What Works Best?, The World Bank, www.worldbank.org
- Basle Committee on Banking Supervision (1999): Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, www.bis.org
- Bossone, B. – Promisel, L. (2001): Strengthening Financial Systems in Developing Countries: The Case for Incentives-Based Financial Sector Reform, The World Bank, www.worldbank.org
- Ciancanelli, P. – Gonzales, J.A.R. (2000): Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework, papers.ssrn.com
- Caprio, G. – Levine, R. (2002): Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations, Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting, The World Bank, www.worldbank.org
- Caprio, G. – Klingebiel, D. (1996): Bank Insolvencies: Cross-Country Experience, Policy Research Working Paper, No. 1620, The World Bank
- Coffee, John C. (1996): Institutional Investors in Transition Economies – Lessons from the Czech Experience, in: Frydman, R., C. Gray and A. Rapaczynski (editors), Corporate Governance in Central Europe and Russia, Volume 1: Banks, Funds, and Foreign Investors. Budapest: CEU Press
- Coffee, John C. (1999): Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, papers.ssrn.com
- Cull, R. – Matesova, J. – Shirley, M. (2001): Ownership structure and the temptation to loot: Evidence from privatised firms in the Czech Republic, www.worldbank.org
- Dabrowski, M. – Gomulka, S. – Rostowski, J. (2000): Whence Reform? A Critique of the Stiglitz Perspective, Journal of Policy Reform, www.lse.ac.uk

- Emmons, W.R. – Schmid, F.A. (1998): Universal Banking, Control Rights, and Corporate Finance in Germany, Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis, July/August 1998, www.fed.gov
- Fremont, O. – Capaul, M. (2002): The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments, The World Bank, www.worldbank.org
- Furubotn, E.G. – Richter, R. (2000): Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics, The University of Michigan Press
- Glaeser, E. – Johnson, S. – Shleifer, A. (2000): Coase versus the Coasians, www.harvard.edu
- Gompers, P.A. – Ishii, J.L. – Metrick, A. (2001): Corporate governance and equity prices, NBER Working Paper 8449, www.nber.org
- Hanousek, J. – Němeček, L. – Hájková, D. (2002): The Czech Republic's Banking Sector: Emerging from turbulent times, CERGE Discussion Paper no. 83
- Hanousek, J.- Roland, G. (2001): Banking Passivity and Regulatory Failure in Emerging Markets: Theory and Evidence from the Czech Republic, CERGE-EI
- Hart, O. (2001): Norms and the Theory of the Firm, www.harvard.edu
- Hay, J. – Shleifer, A. – Vishny, R. W.: Toward a Theory of Legal Reform. European Economic Review 40 (May 1996): 559-67.
- Hellman, J.S. – Jones, G. – Kaufmann, D. (2000): "Seize the State, Seize the Day" State Capture, Corruption, and Influence in Transition, The World Bank Policy Research Paper, www.worldbank.org
- Holman, R. (2000): Transformace české ekonomiky, CEP Praha
- Jensen, M.C. – Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, papers.ssrn.com
- International Monetary Fund (2001): Czech Republic: Financial System Stability Assessment, www.imf.org
- Johnson, S. – Shleifer, A. (2001): Privatisation and Corporate Governance, www.nber.org
- Kábelová, J. (2000): Privatizační, úvěrové a investiční hryv průběhu velké privatizace, bakalářská práce IES FSV UK
- Kaufmann, D. – Kraay, A. – Zoido-Lobaton, P. (1999): Aggregating Governance Indicators, WP 2195, World Bank Institute, www.worldbank.org
- Kočenda, E. (2001): Development of Ownership Structure and its Effect on Performance: Czech Firms from Mass Privatization, Working paper CERGE-EI, www.cerge.cuni.cz

- Kroszner, R.S. – Strahan, P.E. (2001): Throwing good money after bad? Board connections and conflicts in bank lending, NBER working paper 8694, www.nber.org
- Kudrna, Z. et al. (2002): Vzestup a pád IPB, eMerit, Praha, www.historieIPB.cz
- Körner, P. – Kudrna, Z. – Vychodil, O. (2002): Measuring the Quality of Business Environment in Central Europe, Working ePaper no. 1, www.merit-research.cz
- Körner, P. – Kudrna, Z. – Vychodil, O. (2002): Comparative study of the quality of the business environment in Central Europe, mimeo
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. (1998): Law and Finance, www.harvard.edu
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. (2001): Investor protection and corporate valuation, www.harvard.edu
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. (2001): Government ownership of banks, manuscript
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Zamarripa, G. (2002): Related lending, NBER working paper 8848, www.nber.org
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. (1998): Capital markets and legal institutions, Harvard university, www.harvard.edu
- La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. (1997): Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance 52, 1131-1150.
- Laeven, L. (2001): Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia, Journal of Comparative Economics 29, 207–229 (2001), www.idealibrary.com
- Levine, R. (1998): The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth, Journal of Money Credit and Banking, www.worldbank.org
- McKinsey&company (1996): Putting value on board governance, McKinsey Quarterly 4/1996, www.mckinseyquarterly.com
- McKinsey&company (2000): Three surveys on corporate governance, McKinsey Quarterly 4/2000, www.mckinseyquarterly.com
- McKinsey&company (2002): New rules from Basel, McKinsey Quarterly 1/2002, www.mckinseyquarterly.com
- Mejstřík, M. (1999): Správa velkých akciových společností: Teorie a česká praxe, working paper IES, ies.fsv.cuni.cz

- Mezinárodní měnový fond (2001): Czech Republic: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 01/113, www.imf.org a www.cnb.cz
- Mishkin, F.S. (1999): Asymmetric Information and the Rationale for Government Intervention in Financial Markets, www.nber.org
- Mishkin, F.S. (2000b): Prudential supervision: Why is it important and what are the issues?, www.nber.org
- Mlčoch, L. (1993): The ethical dimension of the re-establishment of the private property in the Czech Republic, sborník konference Cultural consequences of Economic Transition
- OECD (1999): The Principles of Corporate Governance, www.oecd.org
- Pistor, K (2000): Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies, EBRD working paper no. 49, www.ebrd.org
- Pistor, K. – Raiser, M. – Gelfer, S. (2000): Law and finance in transition, EBRD working paper no. 48, www.ebrd.org
- Shleifer, A. – Vishny, R. (1997): A survey of corporate governance, NBER working paper 5554, www.nber.org
- Standard & Poor's (2002): Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology And Definitions, www.standardandpoors.com
- Siegelbaum, P.J. (1997): Financial Sector Reform in the Transition Economies: What Have We Learned; What Are the Next Steps?, Remarks made at the 2nd Annual Conference on Bank Credit in Central and Eastern Europe, www.worldbank.org
- Sinkey, J. F. (1998): Commercial Bank Financial Management, Prentice Hall, New Jersey
- Stein, J. (2000): National vs. Rational Capitalism: The privatisation of CSOB, Anglo-American Business Institute, Prague
- Stigler, G. (1958): The Economies of Scale, Journal of Law and Economics, 1, 54-71
- Stiglitz, J.E. (1999): Quis Custodiet Ipsos Custodes? Corporate Governance failure in the transition, www.worldbank.org
- Stiglitz, J.E. (2001): Moral Hazard in Transformation, Speech at the Charles University in June 2001, www.leadership-forum.org
- Vychodil, O. (2001): Ownership Concentration and Restructuring in Czech Manufacturing Sector, Ma-thesis, Central European University, Budapest, www.merit-research.cz
- World Bank (1999): Czech Republic: Capital market review, Country study 19306, www.worldbank.org

World Bank (2000): Czech Republic: Completing the Transformation of Banks and Enterprises, Country study
21440, www.worldbank.org

World Bank (1995): World Development Report 1996

World Bank (2001): World Development Report 2002, www.worldbank.org

SLOVNÍČEK POUŽITÝCH TERMÍNŮ

Anglický termín	Použitý překlad
Corporate governance	Struktury ovládání
Governance structures	
Incentive	Motivace
Constraint	Omezení
Stakeholders	Aktéři
Private benefits of control	Soukromé výnosy z ovládání
Free rider	Černý pasažér
Trade-off	Substituční vztah
Hostile takeover	Nepřátelské převzetí
Contestable market	Napadnutelný trh
Related lending	Spřízněné půjčování
Poison Pills	Jedové pilulky
Self-enforcing mechanisms	Samosevynucující mechanismy
Emerging markets	Rozvíjející se trhy
Market for corporate control	Trh vlastnického ovládání, trh manažerů
Internal lending	Interní půjčování
Self-dealing	Transakce ve vlastní zájmu
Related lending	Spřízněné půjčování
Structure – conduct - performance	struktura – chování – efektivita