

Štúdia - Zefektívnenie správy obchodných spoločností

Obsah:

Anton Marcinčin

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: VÝZVA PRE SLOVENSKO

1. Úvod	
2. Typ vlastníctva	
2.1. Vývoj vlastníckych štruktúr	
3. Reštrukturalizácia podnikov	
4. Správa obchodných spoločností	
5. Záver	
6. <u>Použitá literatúra</u>	
7. <u>Príloha</u>	

Eugen Jurzyca, Pavlo Shostak

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: TRENDY A SKÚSENOSTI

Rastúci význam podnikateľského sektora a správy korporácií	
Vonkajšie prostredie	
Interné aspekty	
Zverejňovanie údajov	
Cieľ korporácie	
Zodpovednosť správnych orgánov	
Kompozícia správnych orgánov	
Komisie správneho orgánu	
Odmeňovanie	
Úloha akcionárov	
Finančné správy/Transparentnosť a audit	
Spoluúčasť zamestnancov	
Záver	

Zefektívnenie správy obchodných spoločností

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: VÝZVA PRE SLOVENSKO*

Anton Marcinčin**

Slovenská ekonomika dlho predstavovala záhadu, keď jej rast pri nízkej inflácii a stabilnom výmennom kurze bol sprevádzaný slabým záujmom zahraničných investorov a pretrvávajúcou vysokou mierou nezamestnanosti. Ako sa ukázalo, slovenský rast nebol udržateľný. Dôvodom bolo odkladanie potrebných štrukturálnych zmien. Krajina dodnes nedokázala dostatočne zabezpečiť ochranu súkromného vlastníctva, výkon vlastníckych práv prostredníctvom správy obchodných spoločností a tvrdé rozpočtové obmedzenia. Preto sa spomalila reštrukturalizácia podnikov, keď noví vlastníci často vykrádali podniky a vyhľadávali renty. Výsledkom je, že veľká časť podnikateľských subjektov produkuje stratu, nespláca záväzky voči bankám, obchodným partnerom, štátu a zamestnancom, a predstavuje sociálne riziko kvôli už tak vysokej miere nezamestnanosti.

Súčasný program oživenia slovenského hospodárstva predpokladá uvoľnenie finančných tokov a rozsiahlu reformu podnikateľského prostredia. Uvoľnením finančných tokov sa má vyriešiť súčasný nepriaznivý stav a reformou podnikateľského prostredia sa má zabrániť jeho zopakovaniu.

V tejto štúdii sa venujeme dôležitej časti podnikateľského prostredia, a to správe obchodných spoločností. Slovensko nevyhnutne potrebuje posilniť práva investorov a veriteľov.

1. ÚVOD

Slovenská ekonomika predstavuje učebnicový príklad, ako uprednostňovanie okamžitého hospodárskeho rastu a odkladanie nevyhnutných štrukturálnych zmien vedie k hospodárskej recesii. Krajina sa zamerala na rast HDP pri nízkej inflácii a stabilnom výmennom kurze pri súčasnom takmer exponenciálnom zadlžovaní. Odkladanie mikroekonomických reforiem sa však odzrkadľovalo v nedostatočnom prílive investícií. Aj tie zdroje, ktoré krajina mala, sa vďaka existujúcej legislatíve využívali neefektívne. *Tunelovanie* sa stalo racionálnym správaním sa vlastníkov alebo manažérov a je iba krajším výrazom pre rozkrádanie a spreneveru zvereného majetku.

Slovenský rast nebol udržateľný kvôli nedostatku nových zdrojov a zlému využívaniu existujúcich zdrojov. Dôvodom je právny a inštitucionálny rámec podnikania, ktorý motivuje ekonomické subjekty, aby vyhľadávali renty a nie aby efektívnou kombináciou výrobných faktorov vytvárali zisk. Problematickou oblasťou zostáva zabezpečenie ochrany súkromného vlastníctva a práv veriteľov, výkon vlastníckych práv prostredníctvom správy obchodných spoločností¹ a tvrdé rozpočtové obmedzenia. Schematicky ide o úpravu nasledujúcich vzťahov:

• *Podnik - dodávateľia tovarov a služieb.* Zlá platobná disciplína je likvidačná hlavne pre malých dodávateľov. Podniky často prevzali tovary a služby, speňažili ich a likvidáciou sa vyhli úhrade svojich záväzkov voči dodávateľom. Špekulovalo sa, že niektoré podniky vopred vedeli, že za ich tovary a služby im odberateľ nezaplatí, ale zvolili túto cestu ako istú formu nátlaku voči vláde. Chceli ukázať, že sú schopné produkovať a predávať, ale ich odberateľ má *dočasné* a ním *nezavinené* problémy uhrádzať svoje záväzky. To implikovalo oprávnenosť žiadosti, aby vláda takémuto podniku pomohla vzniknuté dočasné problémy preklenúť. Zlá platobná disciplína mohla byť zámerom manažmentu výrobcu obohatiť sa, ak boli finančne zainteresovaní na transakcii. Zároveň mohla byť zámerom odberateľa, ktorý tovar speňažil. Bolo veľmi ťažké dokázať konkrétnym osobám v podniku zlý úmysel, a preto neboli, a dodnes nie sú, stíhateľní. Túto oblasť rieši od roku 1996 zákon č. 233/1995 o exekúcii a citelne sa jej dotkne novela zákona o konkurze a vyrovnaní svojim 30-dňovým limitom: §1 (2) „*Dlžník je v úpadku, ak má viac veriteľov a nie je schopný 30 dní po lehote splatnosti plniť svoje záväzky.*“² Podľa Dôvodovej správy k novele sa tým „...sleduje zvýšenie platobnej disciplíny a zamedzenie vzniku

reťazovej platobnej neschopnosti z dôvodu neplnenia splatných záväzkov.“ Aj tu sa stretávame s potrebou úpravy osobnej zodpovednosti manažmentu voči vlastníkom a podielnikom podniku v prípade, ak im svojím konaním spôsobili škodu.

- **Podnik - banky.** V tomto vzťahu bol problém regulácie na oboch stranách. Slabinou bol bankový dohľad, ktorý dovolil, aby veľké aj malé banky systematicky poskytovali úvery od počiatku nevýhodné pre minoritných akcionárov a veriteľov banky.³ V podstate prehliadal, a tým umožnil *tunelovanie* bánk. Je pravdepodobné, že bankový dohľad bol od začiatku vystavený tlaku vlastníkov bánk, zvlášť štátnych podnikov, a vládnej politike nezvyšovania regionálnej nezamestnanosti, ale ani to nemôže ospravedlniť jeho nečinnosť. Bankový dohľad má definované iné ciele, ako dohliadať na nezamestnanosť a záujmy štátnych podnikov.⁴ Na druhej strane, neexistovalo efektívne zabezpečenie práv komerčných bánk ako veriteľov, takže komerčné banky nemali k dispozícii nástroje na vymáhanie nesplácaných úverov. Zároveň platná daňová legislatíva nútila banky nahrádzať zlé úvery novými úvermi, aby si znížili daňový základ o fiktívny príjem z istiny, úrokov a penále. Tým samozrejme vykazovali lepšie, ale zavádzajúce výsledky z hľadiska kvality portfólia. Výsledkom slabej regulácie vzťahu podnik - banka a nedostatočnej činnosti bankového dohľadu je napríklad 100 miliardový dlh v sanačnej organizácii Slovenská konsolidačná,⁵ sťaženie odpredaja Slovenských telekomunikácií kvôli štátnej pomoci Poštovej banke a sanácia niekoľkých menších bánk nepriamo štátom. Ďalším výsledkom, ktorý sa veľmi priamo dotýka podnikového sektora, je zmrazenie poskytovania úverov. Je to racionálna reakcia bánk na situáciu, v ktorej nemajú žiadnym spôsobom zaručené svoje veriteľské práva. Na jednej strane tak sú banky, ktorých zmyslom existencie je akumulovať voľné financie a poskytovať úvery, na druhej podniky, ktoré nutne potrebujú financie, ale na trhu chýba mechanizmus, ktorý by umožnil poskytnutie úverov. V tejto oblasti je potrebné zefektívniť činnosť dohľadu, za ktorý je v súčasnosti zodpovedná Národná banka, zaviesť trestné postihy pre manažérov bánk a podnikov a zvýšiť zainteresovanosť vkladateľov na prosperovaní banky formou zníženia poistenia vkladov na nižšiu ako súčasnú 100% úroveň. Pokiaľ sa nezlepší mechanizmus upravujúci vzťahy bankový dohľad - banka a banka - podnik, privatizácia bánk môže viesť k sklamaniu a zopakovaniu súčasného stavu.

- **Podnik - štát.** Pokiaľ podnik prestal odvádzať dane a platby za zamestnancov do Sociálnej poisťovne, zdravotných poisťovní a Národného úradu práce, tieto inštitúcie mali len malé možnosti vymáhať svoje pohľadávky. Podľa odhadov Ministerstva financií dosiahla v roku 1999 zadlženosť podnikov voči štátu a verejnoprávnym inštitúciám asi 130 miliárd SK. To predstavuje medziročný nárast o takmer 40 miliárd SK. Skutočná nekrytá strata na strane súkromného sektora môže byť výrazne nižšia, pretože zdrojom insolventnosti sú často štátne inštitúcie. Snahou Ministerstva financií je zlepšiť a zjednotiť doterajšiu legislatívu, aby spomínané inštitúcie mohli reštrukturalizovať pohľadávky (predajom tretej osobe, kapitalizáciou a následným predajom, poverením tretej osoby vyrovnať pohľadávku na základe mandátnej zmluvy), odpustiť sankčné poplatky, penále a u nedobytnnej pohľadávky aj časť istiny. V tejto oblasti je potrebné, aby vláda využila reformný moment na získanie jednoznačnej reputácie u podnikov - podniky nemôžu bezdôvodne odkladať platby štátu. Iným problémom pohľadávok štátu a verejnoprávnym inštitúcií voči podnikom bolo ich prednostné uspokojovanie v prípade vyhlásenia konkurzu podniku, keď však štát nemal dostatok prostriedkov na vedenie konkurzu a iní veritelia boli odradení znášať náklady vedenia konkurzu kvôli malým zostatkom na vyrovnanie ich pohľadávok. To, spolu s pomalosťou a skorumpovanosťou súdov,⁶ zabránilo rýchlemu vyhláseniu konkurzov a predaju podnikov ešte ako funkčných podnikateľských jednotiek alebo aspoň po častiach ako aktíva. Neuspokojili sa preto ani pohľadávky štátu ani iných veriteľov, podniky speli *tunelovaním* ku krachu a pracovná sila najprv ostávala umelo viazaná a potom zbytočne prepúšťaná. Novela zákona o konkurze rieši aj koordináciu štátu a verejnoprávnym fondov s inými veriteľmi (hlavne zmeny v §54).

- **Podnik - investori.** Okrem vkladov spoločníkov, bankových úverov a emisie akcií môže podnik získať financie vydaním dlhopisov podľa zákona č. 530/1990. Dlhopis nedáva svojmu držiteľovi žiadne vlastnícke práva voči podniku. Za investorov môžeme považovať aj investičné fondy, ktoré nemajú skutočný záujem na výkone svojich vlastníckych práv v danom podniku, lebo ich cieľom je maximalizácia hodnoty portfólia kúpou a odpredajom akcií.

- **Manažéri - vlastníci.** Vlastníkmi akciovej spoločnosti sú akcionári, vlastníkmi spoločnosti s ručením obmedzeným sú spoločníci. Podniky s menším objemom kapitálu sú zvyčajne vlastnené jedinou osobou, ktorá dokáže podnik monitorovať aj riadiť. Podniky, ktoré pre svoje optimálne fungovanie potrebujú väčší objem kapitálu využívajú ako zdroj financovania predaj akcií, ktoré na seba viažu určité práva pre ich držiteľov. Je to kvôli diverzifikácii rizika spojeného s vkladom kapitálu do podniku na strane investorov. Pokiaľ práva akcionárov nie sú reálne vymáhateľné, potom podnik nemôže využívať tento zdroj financovania. Takýto model prináša potrebu delegovania časti práv vlastníkov na manažérov, komplikácie v monitorovaní a riadení manažérov a potrebu komplexného systému legislatívnych noriem a inštitúcií upravujúcich tento vzťah. Jeho výhodou je však možnosť akumulácie „akéhokoľvek“ objemu kapitálu. Vzťah medzi vlastníkmi a manažérmi je predmetom správy obchodných

spoločností v užšom chápaní. Tejto oblasti sa týkajú mnohé zákony, hlavne však Obchodný zákonník, Zákon o bankách, Zákon o konkurze a vyrovnaní, Zákon o burze cenných papierov, Zákon o cenných papieroch, Zákon o dlhopisoch, Zákon o investičných spoločnostiach a Zákon o ochrane hospodárskej súťaže. Na povinnosti verejne obchodovaných podnikov dohliada Burza cenných papierov, Úrad štátneho dozoru nad kapitálovým trhom a v rámci Sekcie finančného trhu Ministerstva financií Odbor kapitálového trhu. Prevody vlastníctva akcií registruje Stredisko cenných papierov. V slovenskom prostredí býva chápanie postavenia manažéra a vlastníka pokrivené hlavne kvôli spôsobu privatizácie - majoritný vlastník často preberá manažérsku funkciu. Často sa môžeme stretnúť aj s nepochopením významu minoritných vlastníkov a potreby zabezpečenia ich špeciálneho postavenia v podniku. Preceňovanie majoritných vlastníkov ale nevyhnutne vedie k zníženiu dostupného kapitálu a často aj k úpadku podnikov. Vzťahu manažérov a vlastníkov sa podrobnejšie venujeme vo štvrtej časti štúdie.

- **Manažéri - zamestnanci.** Špeciálnu pozornosť je treba venovať vzťahu medzi podnikom, predstavovaným manažermi, a zamestnancami. Investíciu zamestnancov do špecifického ľudského kapitálu (súhrnu vedomostí a schopností, ktoré v kombinácii s konkrétnym kapitálom vytvárajú výstup podniku) je možné považovať za utopenú.⁷ Z toho pramení záujem zamestnancov na dobrom fungovaní podniku a týmto sa zamestnanci stavajú vedľa vlastníkov a iných podielnikov tými, ktorí majú podiel na podniku.

- **Manažéri - iní podielníci.** Za iných podielnikov sa považujú obce, dodávatelia tovarov a služieb a podobne, jednoducho všetky osoby a inštitúcie, ktoré takisto majú záujem na dobrom fungovaní podniku, aj keď tento záujem nie je spojený s vlastníctvom alebo zamestnaním v podniku. Všeobecne sa uznáva, že podnik a jeho manažment musí konať zodpovedne aj voči takýmto podielnikom.⁸

Okrem spomínaných zákonov sa celej tejto oblasti dotýka legislatívna úprava dane z príjmov, predpísaná účtovná osnova, rozdiely medzi slovenskými a medzinárodnými účtovnými štandardmi, kvalita práce audítorov a možnosť ich postihu, rozdiely v nazeraní na rozsah a frekvenciu zverejňovania údajov podnikov a bánk, a v nazeraní na samotný obsah výkazov, ktoré sú viac vnímané z hľadiska daní ako správy o finančnej situácii v podniku.

V tejto štúdii sa venujeme hlavne vzťahu medzi manažermi a vlastníkmi, teda otázke správy obchodných spoločností (v užšom chápaní). Tú definuje Shleifer a Vishny (1997, s.737) ako predmet, ktorý sa „...zaoberá spôsobmi, ktorými si dodávatelia financií spoločnostiam zaručujú výnos zo svojich investícií.“ OECD (1999b) používa širšiu definíciu: „[je to] množina vzťahov medzi manažmentom spoločnosti, jeho radou, akcionármi a inými podielníkmi.“ Podľa definície Zingalesa (1997) je systém správy obchodných spoločností „komplexnou množinou obmedzení, ktoré formujú ex post rokovania o kvázirentách generovaných v priebehu vzťahu“.

Je zrejmé, že vzťah manažér - vlastník nemožno oddeliť od vzťahov podnik - banka a podnik - investori. Zároveň nemožno pokladať tieto vzťahy za vec samotných podnikov, lebo mechanizmami správy obchodných spoločností, ktoré sa snažia prekonať problém oddelenia vlastníctva a riadenia, sú hospodárske a právne inštitúcie, ktoré môžu byť zmenené iba politickým procesom.⁹

Štruktúra tejto práce je nasledujúca: V druhej časti stručne vysvetlíme históriu vzniku súčasného prevládajúceho typu vlastníctva na Slovensku. Od neho totiž záleží model správy obchodných spoločností. V tretej časti poukážeme na dôsledok uplatňovanej správy obchodných spoločností. Štvrtá časť podrobnejšie rozoberá úpravu vzťahov podniku smerom navonok a dovnútra (širšie a užšie chápanie správy obchodných spoločností) a potrebné zmeny legislatívy. Piata časť prináša zhrnutie hlavných záverov: koncentrované vlastníctvo na Slovensku má vo väčšine prípadov racionálne opodstatnenie a aj v budúcnosti tieto podniky nevstúpia na verejný trh. Ostatné, väčšie podniky budú hľadať časť zdrojov na verejnom trhu doma a v zahraničí, a preto sa budú musieť prispôbiť medzinárodným štandardom. Pôvodní vlastníci (privatizéri) odpredajú svoje podiely zahraničným investorom buď dobrovoľne, alebo nedobrovoľne - v prípade konkurzu. Doterajší model správy obchodných spoločností viedol k obrovskej hospodárskej škode, s ktorou sa bude Slovensko vyrovnávať desaťky rokov. Aby podniky mohli začať „normálne“ fungovať, musí sa zmeniť mnoho zákonov a činnosť inštitúcií. Ide hlavne o obchodný zákonník, definovanie osobnej trestnoprávnej zodpovednosti manažérov, skvalitnenie práce audítorov, zmenu vykazovania údajov o finančnej situácii podnikov (transparentnosť) a dostupnosť a úplnosť obchodného registra.

2. TYP VLASTNÍCTVA

Súčasná vlastnícka štruktúra je výsledkom dvoch vln privatizácie a nasledujúceho vývoja, daného existujúcim legislatívnym aj inštitucionálnym rámcom správy obchodných spoločností. Z hľadiska našej

témy rozoznávame tieto typy vlastníctva:

- Sôlo vlastník.
- Majoritný akcionár vlastniaci aspoň 67% akcií a reziduálni vlastníci. Majoritným vlastníkom býva (i) súkromná osoba alebo podnik (strategický vlastník), (ii) skupina súkromných podnikov a (iii) skupina štátnych podnikov, bánk a poisťovní. Môže ním byť aj (iv) skupina ťažko definovateľných, pravdepodobne nastrčených podnikov. Tu rátame aj pozostatky bývalých investičných privatizačných fondov.
- Rozptýlený vlastník.

Tieto hlavné typy vlastníctva sa prelínajú. Dôležitosť jednotlivých typov môžeme odhadnúť podľa vývoja privatizácie.

2.1. Vývoj vlastníckych štruktúr

Prevládajúca vlastnícka štruktúra na Slovensku mala ideálne mať tri hlavné formy: Sôlo vlastník, majoritný strategický vlastník a rozptýlený vlastník. Sôlo vlastník vznikol jednak zakladaním nových menších podnikov (z hľadiska potreby objemu kapitálu) a privatizáciou priamymi predajmi majetku a takmer 100% účasťou akciových spoločností hlavne v druhej vlnе privatizácie. Strategický vlastník¹⁰ je typický pre privatizáciu verejnoprospešných podnikov, bánk a všeobecne tých podnikov, kde je potrebný rýchly prílev *know-how* a financií. Rozptýlený vlastník vznikol v kupónovej privatizácii. Predpokladalo sa, že drobní investori s pomocou investičných fondov dokážu monitorovať existujúce manažmenty a prevziať správu podnikov. Investičné fondy sa mali stať dôležitým zdrojom kapitálu pre podniky a motorom obchodovania na kapitálových trhoch.

Situácia sa v priebehu rokov od tejto ideálnej predstavy odklonila kvôli nasledujúcim príčinám:

- Neexistujúca ochrana minoritných vlastníkov. Situácia došla tak ďaleko, že menej než 67%-ný akcionár mohol byť fakticky pokladaný za minoritného vlastníka.
- Skorumpované súdy. Tie sú popri politickej nestabilite asi druhou najväčšou brzdou hospodárskeho rozvoja na Slovensku.¹¹ Skorumpovanosť súdov možno najviac vysvetľuje nízky prílev zahraničných investícií.
- Neexistencia trhových nástrojov na vynútený odchod podniku z trhu, ako napríklad bankrot. Táto oblasť súvisí s mierou skorumpovanosti súdov a štátneho zasahovania do komerčnej sféry.
- Neposkytovanie informácií, nedostupnosť záznamov z obchodného registra, formát finančných reportov, ktoré slúžia skôr pre daňové účely ako pre posúdenie finančného stavu podnikov, neochota inštitúcií vyžadovať údaje od podnikov a informovať.
- Štátom podporované vyhľadávanie rent a rôzne formy štátnej pomoci ako trpenie neplatenia daní a odvodov do povinných fondov, štátne garancie, úvery zo štátnych bánk, poskytovanie štátnych objednávok, prehliadanie *tunelovania* štátnych podnikov a bánk.

Vývoj vlastníckej štruktúry prebiehal v dvoch fázach - privatizačnej a post- privatizačnej. V privatizačnej fáze sa nomenklატúrni insideri snažili zabezpečiť si čo najlepšie postavenie v procese. Tak napríklad docielili zrušenie druhej vlny kupónovej privatizácie a jej nahradenie priamymi predajmi za zlomkové ceny. V post- privatizačnej fáze noví vlastníci maximalizovali svoj príjem rôznymi spôsobmi - od odpredaja podniku až po tvorbu legislatívy (napríklad zákon o revitalizácii podnikov).

Privatizačná fáza začala tesne po novembri 1989. Do konca roku 1998 prevzal FNM majetok v celkovej účtovnej hodnote 349,4 mld. Sk.¹² Z celkového privatizovaného objemu (pozri tabuľku 1 v prílohe) bolo 74% privatizovaných ako akciové spoločnosti a 21% predajom majetku. Na celkovom majetku má najvyšší podiel (26%) privatizácia kupónmi. Rovnaké percento ostalo vo forme akcií v správe FNM. Štandardnými metódami, hlavne priamym predajom, sa predalo 13% majetku.

Podiel zahraničných investorov bol minimálny. Privatizovali majetok v účtovnej hodnote 4,7 mld. Sk (1,5% privatizovaného majetku) v dvadsiatich siedmich prípadoch.¹³

Kupónová privatizácia sa týkala 503 akciových spoločností. Schémy sa zúčastnilo 2,6 milióna slovenských občanov. Zjednodušene povedané, problémom kupónovej metódy bolo vytvorenie príliš rozptýleného vlastníctva, ktoré malo negatívny vplyv na výšku kapitálových nákladov a výkonnosť podnikov.¹⁴ V 93% kupónovo privatizovaných podnikov získali majoritný podiel majitelia investičných knížiek a investičné fondy (pozri tabuľku 2 v prílohe). Držitelia investičných knížiek mali väčšinu v 49% kupónovo privatizovaných podnikov, čiže v 10% všetkých sprivatizovaných podnikov a v 31% všetkých sprivatizovaných akciových spoločností. Investičné spoločnosti mali väčšinu v 7% všetkých

sprivatizovaných podnikov a v 22% všetkých sprivatizovaných akciových spoločnostiach.

Keďže neexistovala žiadna úprava, ktorá by umožnila malým vlastníkom obhajovať svoje práva, ich vplyv na riadenie podnikov alebo investičných fondov bol nulový. Ich odchod odpredajom akcií bol možný len do chvíle, kým sa usporiadali vlastnícke vzťahy - väčšinou dokiaľ majoritný investor nezískal 67% akcií. Problém s presadzovaním vlastníckych práv však mali aj ostatní, nepomerne väčší vlastníci. Vďaka skorumpovaným súdom, ochotným uznať pochybné výsledky valných zhromaždení, si svojim postavením nemohol byť istý ani 51% vlastníci: stačilo, ak minoritní vlastníci zvolali valné zhromaždenie, na ktorom sa majoritný vlastník nemohol zúčastniť, nominovali svojich zástupcov do predstavenstva a dozornej rady, zmenili stanovy spoločnosti tak, aby na ich odvolanie boli potrebné dve tretiny hlasov a dosiahli rýchly zápis do obchodného registra.

Od investičných privatizačných fondov (IPF) sa očakával v rámci riadenia portfólia buď aktívny prístup k reštrukturalizácii podnikov, alebo odpredaj akcií podnikov investorom. Na strane IPF však bol dvojitý problém správy: na jednej strane, vlastníci fondov nemali reálnu možnosť ovplyvniť uzavreté fondy a väčšinou ani možnosť odchodu, preto skutočnými vlastníkmi fondov boli ich manažéri s vlastníctvom minimálneho percenta akcií. Na druhej strane, samotné fondy stáli v nevýhodnej situácii minoritného vlastníka v podnikoch. Môžeme tvrdiť, že ich manažéri sa vzhľadom na existujúce ekonomické prostredie racionálne rozhodli spreneveriť zverené prostriedky a maximalizovať svoj osobný príjem. Najprv predávali akcie z portfólia tak, že znižovali jeho hodnotu. Neskôr sa fondy a investičné spoločnosti transformovali na akciové spoločnosti s iným predmetom podnikania, aby nespádali pod štátny dozor nad finančným sektorom.

Podľa našich odhadov (pozri tabuľku 3 v prílohe) transformované fondy pôvodne vlastnilo 1,3 milióna ľudí a nominálna hodnota ich portfólia bola 43 miliárd SK. Je veľmi pravdepodobné, že súčasná hodnota ich portfólia je minimálna. Iba dvadsať fondov s pôvodným majetkom 5,1 miliardy SK a počtom akcionárov 108 000 pôsobí podľa týchto odhadov v pôvodnom sektore.¹⁵ Môžeme teda predpokladať, že podniky privatizované kupónovou metódou sú dnes zväčša vlastnené majoritným akcionárom.

Ak porovnáme post-privatizačný vývoj v podnikoch pôvodne privatizovaných rôznymi metódami (tabuľka 1 v prílohe), dospejeme k odhadu, že takmer všetky podniky sú, alebo v krátkej dobe (po privatizácii verejnoprospešných podnikov) budú vlastnené majoritným alebo sólo vlastníkom. Tento odhad sa zakladá na predpoklade, že pôvodne rozptýlené vlastníctvo po kupónovej privatizácii sa medzičasom skoncentrovalo a takisto dôjde ku koncentrácii vlastníctva v podnikoch, kde FNM stále má dôležitý podiel (spomínané prirodzené monopoly). Ostávajúce minoritné podiely nie sú podstatné, lebo prídelenie do reštitučného investičného fondu tvoril 3% imania podnikov a rezervný a iné fondy tvorili takisto minimálny podiel imania.

Okrem očakávaných predajov podielov FNM a štátu strategickým investorom vyjasní doterajšie vlastnícke vzťahy novela zákona o bankrotoch a presun zlých úverov vo výške 100 miliárd SK do Slovenskej konsolidačnej. Novela zákona o bankrotoch umožní, aby umierajúce podniky našli nových investorov. Keďže ide väčšinou o menšie podniky, predpokladáme, že sa ich ujmú buď podniky špecializované na ich reštrukturalizáciu a odpredaj sólo vlastníkovi, alebo priami zahraniční investori. Novela zároveň umožní pomerne rýchlu zmenu vlastníctva u podnikov, ktorých jediným problémom sú doterajší vlastníci. Pokiaľ ide o aktíva Slovenskej konsolidačnej, tie je potrebné brať ako sumu kontraktov v celkovej hodnote 100 miliárd SK, radšej než skutočnú hodnotu. Podstatné na práci Konsolidačnej agentúry bude, aby vyjasnila a právne dotiahla do konca niekoľko tisíc prípadov umierajúcich aj životaschopných podnikov, či už odpredajom aktív po častiach alebo celých podnikov priamym investorom.

Ďalšou otázkou, ktorú si v súvislosti s vývojom vlastníckych štruktúr treba položiť, je postavenie podnikov na kapitálovom trhu. Väčšina slovenských podnikov vstúpila na burzu z donútenia, kvôli kupónovej privatizácii, a (zvlášť slovenskú) burzu nevidia ako zdroj kapitálu, ale skôr iba ako zdroj nepríjemností. Svedčí o tom aj štatistika o kapitálovom trhu (tabuľka 7 v prílohe). Počet kótovaných akcií sa znížil na jedenásť, pričom toto číslo obsahuje duplicitu akcií tých istých podnikov. Od roku 1997 sú zvyšné akcie rozdelené na dva trhy - trh registrovaných cenných papierov a voľný trh. Na voľný trh sú *„prijímané všetky verejne obchodovateľné cenné papiere vydané v súlade s platnou legislatívou... O neplnení povinností emitenta informuje burza Úrad štátneho dozoru nad kapitálovým trhom.“*¹⁶ Je to trh, na ktorom sú najhoršie akcie, a burza v podstate nemá páky, aby takéto akcie vylúčila z obchodovania. Tých bolo v roku 1999 väčšina: 786 z celkového počtu akcií 830. Na burze sa obchoduje minimálne. Objem obchodov s akciami dosiahol maximum v roku 1996, takmer 19% HDP, v roku 1998 už len 6% a v roku 1999 3% (pozri tabuľku 5 v prílohe). Dôvodov je niekoľko:

- Mnohé spoločnosti sú v podstate uzavreté a nemajú záujem byť verejne obchodované. Z burzy by

mali odísť, tomu však prekáža požiadavka, aby 100% akcionárov súhlasilo so zrušením verejnej obchodovateľnosti. Je potrebné lepšie regulovať odchod akciovej spoločnosti z verejného trhu - znížiť hranicu na schválenie uzavretia spoločnosti a nájsť kľúč pre vyrovnanie s minoritnými akcionármi.

- Strata dôvery v kolektívne investovanie - jednak priamo, jednak prostredníctvom investičných spoločností. Je to dôsledok neexistencie ochrany investorov. Paradoxne, hoci kupónová privatizácia mala byť povzbudením pre kolektívne investovanie, stala sa ale dôvodom jeho útlmu. Regulácia je taká, že Spoločné hodnotenie vlády SR a Európskej komisie (2000, s.28) konštatuje: „*manipulácia s cenami akcií a zneužívanie dôverných informácií pri obchodovaní s cennými papiermi sa stali normou.*“

- Malý a chudobný domáci trh. Potrebuje päťmiliónová krajina vlastnú burzu? Burza môže predstavovať určité stelesnenie národnej sentimentality a hrdosti, v skutočnosti je však drahou inštitúciou, ktorá sa môže stať prekážkou hospodárskeho rozvoja. Cenou vlastnej burzy nie je len jej samotná prevádzka, ale aj súhrn nevyhnutnej legislatívy s ňou spojenej. Zvlášť malé tranzitívne krajiny, kde potreba nových zákonov a inštitúcií je obrovská, ale zdroje sú minimálne, by mali zvážiť, či existencia vlastnej burzy má racionálny základ. Pokiaľ by vláda uprednostňovala to, aby podniky umiestňovali svoje emisie na zahraničných burzách, tie by sa nevyhnutne prispôbili súvisiacej legislatíve a medzinárodným štandardom. Domáca burza sa môže stať prekážkou, ak fakt jej existencie je dôvodom na obmedzovanie činností podnikov a investičných fondov. Napríklad, fondy ponúkajúce doplnkové dôchodkové poistenie môžu podľa zákona č.123/1996 nakupovať len akcie registrované na Bratislavskej burze, čo je prakticky nemožné, ak vezmeme do úvahy malú likviditu trhu, a na druhej strane to zvyšuje riziko ich portfólia. Pokiaľ na Slovensku prebehne reforma dôchodkového poistenia, domáca burza sa môže stať prekážkou pre činnosť fondov.

Pokiaľ teda tvrdíme, že väčšina podnikov na Slovensku bude vlastnená sólo alebo majoritným investorom, ktorí nebudú mať záujem vstupovať na verejný trh, potom si musíme položiť otázku významu reformy správy obchodných spoločností. Ako ukážeme neskôr, úprava správy obchodných spoločností súvisí jednak s rozvojom existujúcich podnikov, jednak so vznikom nových podnikov. Preto zo súčasného hľadiska je reforma potrebná pre úpravu vlastníckych štruktúr (zväčša koncentráciu a odchod malých vlastníkov) a obnovu dôvery v kolektívne investovanie. Z hľadiska blízkej budúcnosti je reforma potrebná pre rozvoj inovačných podnikov.

3. REŠTRUKTURALIZÁCIA PODNIKOV

Viacero štúdií sa venovalo stupňu reštrukturalizácie slovenských podnikov.¹⁷ V tejto časti posudzujeme reštrukturalizáciu iba z dvoch hľadísk, schopnosti produkovať zisk a vývoja objemu záväzkov a pohľadávok po dobe splatnosti. Pritom nám ide o posúdenie trendu vývoja, či ekonomika a v nej priemyselná výroba produkuje čoraz vyšší objem ziskov a nižší objem strát, či čoraz väčší počet podnikov je ziskových a menší počet stratových a či objem pohľadávok a záväzkov po lehote splatnosti klesá prípadne klesol na určitú rovnovážnu úroveň. Tvrdíme, že pokiaľ by na Slovensku prebiehala dostatočná reštrukturalizácia podnikov, dnes by sme pozorovali zlepšovanie všetkých skúmaných trendov. Údaje Infostatu, ktoré využívame, nie sú tak presné, ako údaje DataCentra,¹⁸ ale podľa našich porovnaní za roky 1996-1998 sledujú rovnaký trend. Výber obdobia je daný iba dostupnosťou údajov.

Na grafe 1 (v prílohe) môžeme sledovať maximálny zisk celého hospodárstva v roku 1997a potom pokles až pod úroveň roku 1996 (stĺpce v grafe predstavujú ročné hodnoty, čiary štvrťročné). Pritom tieto údaje sú v bežných cenách, preto skutočnosť je ešte horšia. Pozitívnejší obrat nastal v objeme produkovanej straty, kedy v roku 1999 sa zastavilo ich zvyšovanie a straty klesli pod úroveň roku 1996. Priemyselná výroba v rokoch 1996 a 1997 skončila s takmer rovnakým ziskom a stratou. Situácia sa zhoršila v roku 1998, keď strata prevýšila zisk o 29%, obrat nastal v minulom roku, keď zisk prevýšil stratu o 19%. Rozdiely medzi ziskom a stratou sú vynesené na grafe 2. Kým celé hospodárstvo bolo po celé štyri roky v pluse, priemyselná výroba bola okrem posledného roku v mínuse. Rok 1999 predstavuje zlepšenie z hľadiska objemu zisku a strát, malý objem ziskov však napovedá, že to mohol byť rok prinajlepšom ukončenia recesie, ale nie začiatku oživenia.

Počet ziskových podnikov bol v rokoch 1996 a 1997 v hospodárstve aj priemyselnej výrobe nižší, ako počet stratových podnikov (graf 3 v prílohe). Obrat, podľa údajov Infostatu, nastal už v roku 1998, pričom ďalej rástol nielen počet ziskových, ale aj stratových podnikov.

Z hľadiska pohľadávok po lehote splatnosti v celom hospodárstve je možné hovoriť o zlepšení, keď po 18% náraste medzi rokmi 1998 a 1997 nasledoval iba 3%-ný rast medzi rokmi 1999 a 1998 (graf 4 v prílohe). Podobný vývoj nastal aj u záväzkoch po lehote splatnosti. V priemyselnej výrobe dokonca objem pohľadávok klesol na najnižšiu hodnotu v sledovanom období a objem záväzkov na úroveň roku 1997, čo znamená medziročný pokles o 13%. Zlepšenie v tejto oblasti je však pravdepodobne dané

skôr prechodom podnikov na platby v hotovosti (so všetkými negatívnymi dôsledkami pre podnikanie) než zlepšením platobnej disciplíny vďaka dostatku peňazí v obeh.

V roku 1999 nastalo v oblasti reštrukturalizácie určité zlepšenie, bol to však rok skôr ukončenia recesie (ktorá prebiehala počas sledovaného obdobia) ako začiatku oživenia. Výrazne sa znížila celková strata, zároveň však poklesli aj zisky. Počet ziskových podnikov presiahol počet stratových. Stúpol však aj počet stratových podnikov. Zlepšila sa platobná disciplína, pravdepodobne však prechodom na platby v hotovosti, ktoré ako núdzové riešenie vyhovuje, nepostačuje však pre skutočné oživenie hospodárstva.

4. SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ

Mechanizmami správy obchodných spoločností sú hospodárske a právne inštitúcie, ktoré môžu byť zmenené politickým procesom.¹⁹ Tieto mechanizmy sa snažia prekonať problém oddelenia vlastníctva a kontroly (riadenia).

Stimulačné kontrakty (manažérske vlastníctvo akcií, akciové opcie alebo hrozba prepustenia) vyžadujú, aby miery výkonnosti – dobre definované a overiteľné súdom – boli korelované s manažérskym úsilím. Násť takéto miery je problematické. Navyše stimulačné kontrakty vytvárajú príležitosti pre manažérske sebazvýhodňovanie.

Najvýznamnejšie *zákonné práva akcionárov* zahŕňajú právo hlasovať o dôležitých záležitostiach spoločnosti a voliť dozornú radu (ktorá však vo všeobecnosti nemusí nevyhnutne reprezentovať ich záujmy). Je nákladné uplatňovať a vynucovať hlasovanie na valných zhromaždeniach; navyše jeho efektívnosť závisí na legislatíve a súdnej ochrane hlasovacích práv akcionárov. V mnohých krajinách sú hlasovacie práva akcionárov doplnené povinnosťou lojality manažérov voči akcionárom. Súdy v OECD zvyčajne takýto prístup akceptujú.

Veľkí akcionári koncentrujú akcie. Sú stimulovaní k tomu, aby zbierali informácie a monitorovali manažment; tým sa predchádza problému čierneho pasažierstva, ktorý je typický pre rozptýlené vlastníctvo, kde monitorovacie náklady sú súkromné, ale získané informácie sú verejným statkom. Veľkí akcionári majú záujem na maximalizácii zisku a dostatok kontroly nad aktívami, ale ich skutočná sila závisí na právnej ochrane ich hlasov. Problémom tohto mechanizmu je, že veľkí akcionári sú stimulovaní, aby vyvlastnili majetok ostatných, minoritných vlastníkov.²⁰ Pokiaľ minoritní vlastníci nie sú dostatočne chránení zákonom, do nákupu akcií podnikov neinvestujú.

Veľkí veritelia, zvyčajne banky, majú kontrolu podobnú veľkým akcionárom. Ich kontrola pramení z krátkodobého úverovania (ktoré núti podniky, aby sa opätovne obracali na banku) a práv veriteľov, keď sa podnik stane platobne neschopným alebo porušuje úverové záväzky. Veľkí veritelia sa významne podieľajú na správe obchodných spoločností v Nemecku a Japonsku, kde majú zákonom dobre zabezpečené práva. Problémom tohto mechanizmu je, že bankové vlastníctvo sa spája s konfliktom záujmov, ktorý vedie k tomu, že pridružené podniky platia vyššie úrokové miery, prípadne v tom, že banky neukončujú neziskové projekty, do ktorých investovali, keď pokračovanie je pre nich výhodnejšie ako likvidácia. Úverové financovanie je typické pre podniky s hmotnými aktívami, lebo nové podniky zvyčajne nemajú, čo by ponúkli bankám ako zábezpeku.

*Prevzatia*²¹ sú typické pre Veľkú Britániu a Spojené štáty. Prevzatia znamenajú, že ponúkajúci vyhlási pre rozptýlených vlastníkov verejný prísľub kúpy akcií, aby získal kontrolu nad manažmentom vybranej spoločnosti. Je to veľmi nákladný mechanizmus, ktorý zvyčajne prichádza po podstatných zlyhaniach podnikov.²²

Pri *leverage buyouts* sú akcionári verejne obchodovanej spoločnosti vykúpení novou skupinou investorov, ktorá zvyčajne pozostáva zo starých manažérov podniku, špecializovaného podniku, bánk a vlastníkov verejného dlhu.

To, ktorý typ vlastníctva podnikov prevláda, závisí od zákonnej ochrany investorov. Keďže zákonná ochrana v kontinentálnej Európe a Japonsku je slabšia, správa obchodných spoločností tam závisí viac na veľkých investoroch (niekedy rodinách) a bankách s dlhodobjšími vzťahmi k podnikom. Tento systém je niekedy nazývaný ako *insiderský*.²³ Naopak, systém *outsiderský* je typický pre Spojené štáty a Veľkú Britániu. Jeho charakteristikami sú: rozptýlené vlastníctvo imania, veľkí inštitucionálni investori, uznanie nadradenosti záujmov akcionárov v podnikovom zákone, ochrana minoritných investorov zákonom o cenných papieroch a prísne požiadavky pre zverejňovanie informácií.²⁴ Vo všeobecnosti závisí efektívnosť správy obchodných spoločností na transparentnosti vydávania a používania informácií, ochrane zákonných a kontraktných práv a zodpovednosti manažmentu.

Podľa La Portu a kol. (1999), rozdiel vo vlastníckych štruktúrach verejne obchodovaných podnikov, veľkosti kapitálových trhov, dividendovej politiky a prístupu podnikov k vonkajším financiám v rôznych krajinách je daný spôsobom, akým sú investori (vlastníci a akcionári) legislatívne chránení pred vyvlastnením manažermi a veľkými akcionármi. Za *insiderov* považujú nielen manažérov, ale aj veľkých akcionárov. Vyvlastnenie má formu buď jednoduchého ukradnutia zisku alebo predaja výstupu alebo aktív inému podniku vo vlastníctve *insiderov* za nižšiu ako trhovú cenu.²⁵ Aj keď tieto aktivity väčšinou bývajú perfektne zákonné, ich účinok je rovnaký, ako krádež.

Práva outsiderov sú vo všeobecnosti chránené vymáhaním regulácie a zákonov. Regulácia vládnych agentúr a burzy obsahuje niektoré kritické požiadavky na podnik, ako zverejňovanie údajov a ich účtovnú podobu, ktoré sú nevyhnutnou podmienkou informovanosti investorov a výkonu ich vlastníckych práv. Medzi inými právami akcionárov je podstatná možnosť žalovať manažérov alebo veľkého akcionára za vyvlastnenie. Vo väčšine krajín sú zákony a regulácie vymáhané sčasti regulátormi trhu, sčasti súdmi a sčasti účastníkmi na trhu. Dôraz na zákony a regulácie sa líši od tradičného prístupu k finančným kontraktom, ktorý nepovažuje reguláciu za potrebnú, lebo kontrakty prebiehajú medzi sofistikovanými emitentmi akcií a investormi.²⁶ Problémom však je vymáhanie kontraktov - súdy často nechcú alebo nie sú schopné vyriešiť komplikované spory, sú pomalé, podliehajú politickým tlakom a prípadne sú aj skorumpované.

La Porta a kol. (1998) uvádza prehľad úpravy práv investorov, percento krajín, ktoré v danom právnom systéme majú indikované pravidlo a priemernú hodnotu indexu proti - riaditeľských práv²⁷ a veriteľských práv (pozri tabuľku 8 v prílohe). Krajiny so zvykovým právom majú najsilnejšiu a krajiny s francúzskym občianskym právom najslabšiu ochranu *outsiderov* (akcionárov a veriteľov). Krajiny s nemeckým občianskym právom sú uprostred, s dôrazom na ochranu práv veriteľov. La Porta a kol. (1999) z tejto tabuľky dedukujú dôležitý záver, že rozdiely medzi rôznymi právnymi systémami sú správnejšie popísané ako lepšia alebo horšia ochrana *outsiderov* a nie ako buď ochrana akcionárov, alebo ochrana veriteľov.

Sú dve vysvetlenia, prečo zvykové právo ochraňuje investorov lepšie, ako občianske právo, a to sudcovské a politické. V systéme zvykového práva zvyčajne sudcovia robia zákonné pravidlá, založené na precedensoch a inšpirované všeobecnými princípmi, akými sú aj *fiduciárne* povinnosti.²⁸ Sudcovia aplikujú všeobecné princípy aj keď konkrétna aktivita nebola popísaná alebo zakázaná zákonom. Pokiaľ ide o vyvlastnenie investorov, sudcovia zisťujú či *insideri* neporušili svoje *fiduciárne* povinnosti hoci aj bezprecedentným spôsobom. Naopak, zákonné normy v občianskom práve sú písané zákonodarcami a sudcovia nemôžu ísť za hranicu presných ustanovení zákona. Dôsledkom toho *insider*, ktorý nájde spôsob, ako vyvlastniť *outsiderov* bez toho, aby porušil explicitné ustanovenia zákona, sa nemusí báť stíhania za vyvlastnenie. Politické vysvetlenie ďalej uvádza, prečo sudca v systéme zvykového práva ochraňuje *outsiderov* a nie *insiderov*. Zvykové právo sa vyvinulo na ochranu súkromného vlastníctva voči kráľovskej korune. Naopak, občianske právo malo umožniť štátu lepšiu reguláciu hospodárskych aktivít súkromných osôb. Časom sa dominantnosť štátu presunula do politickej koncepcie korporácií a obmedzenia práv investorov voči politicky prepojeným rodinám ktoré kontrolujú podniky. Súdy boli viac závislé na vláde, a preto sa menej prikláňali na stranu investorov v sporoch s vládou alebo podnikmi vláde blízkymi.

Dôsledky ochrany investorov sú trojaké:

- Vlastnícky model podnikov. V krajinách, kde je ochrana *outsiderov* pred vyvlastnením slabá, sa kontrola koncentruje v rukách podnikateľa.²⁹
- Vývoj finančných trhov a dividendová politika. Zákonná ochrana investorských práv pomáha rozvoju finančných trhov. Investori chránení pred vyvlastnením platia vyššie ceny za cenné papiere, ktoré sú potom atraktívnejšie pre emitentov. Týka sa to aj veriteľov a rozvoja úverovania podnikov.
- Alokácia reálnych zdrojov. Rozvoj finančných trhov môže urýchliť hospodársky rast tým, že zvyšuje úspory, smeruje ich do reálnych investícií, a tým podporuje akumuláciu kapitálu a zlepšuje efektívnosť alokácie zdrojov presunom kapitálu do produktívnejšieho používania.

Dôležitým záverom La Porta a kol. (1999) je, že reforma správy obchodných spoločností by sa mala zamerať na ochranu práv *outsiderov*, teda akcionárov aj veriteľov, a nielen na jednu z týchto dvoch skupín.

Opozícia voči reforme správy obchodných spoločností vychádza od vlád a rodín (skupín), ktoré kontrolujú veľké podniky. Prijatím nevyhnutných zákonov by odovzdali svoju regulačnú kontrolu finančníkom a to by znížilo hodnotu ich kontroly. Navyše, veľké podniky pri súčasnom stave zlej

ochrany veriteľov dostávajú veľkú časť úverov. Tým získavajú aj politický vplyv a ochranu pred konkurenciou, ktorá by prišla od menších podnikov, pokiaľ by tie mohli pre svoj rozvoj získať vonkajší kapitál.

Neexistuje zoznam krokov reformy správy obchodných spoločností. Existuje však niekoľko princípov, na ktorých by reforma mala byť postavená:

- Pravidlá musia mať formu zákonov. Zákony formujú finančné trhy.
- Dodržiavanie zákonov musí byť vymáhateľné. Cieľom nie je vytvoriť ideálnu množinu pravidiel a potom premýšľať, ako môže byť vymáhaná, ale pripraviť pravidlá, ktoré môžu byť vymáhané existujúcimi štruktúrami.
- Pokiaľ sa nedá spoľahnúť na vymáhanie súkromných kontraktov alebo zákonov súdmi, potom je lepšie uplatniť vládnu reguláciu finančných trhov. Príkladom je Poľsko, ktoré prijalo tvrdý zákon o cenných papieroch zameraný na ochranu akcionárov. Od emitentov vyžaduje zverejňovanie mnohých údajov. Vytvára silnú komisiu pre cenné papiere a burzu, ktorej právomoci vymáhania sú nezávislé od súdov.

Reforma správy obchodných spoločností prebieha konvergenciou systémov kvôli prilákaniu zahraničných investícií a funkčne aj odpredajom domáceho zahraničného podniku, ktorý operuje v lepšom systéme. Konvergencia systémov má niekoľko dôvodov:

- Medzinárodná diverzifikácia portfólia prináša vyššie výnosy s menším rizikom než čisto domáce portfólio.
- Podniky emitujúce akcie na zahraničných kapitálových trhoch môžu znížiť náklady kapitálu.
- Inštitucionálni investori (penzijné fondy, spoločnosti poskytujúce životné poistenie a spoločné fondy) sa dožadujú medzinárodných noriem riadenia.
- Globalizácia na trhu výrobkov zvyšuje konkurenciu, čím núti podniky, aby používali efektívne riadenie. Globalizácia zintenzívňuje konkurenciu pri získavaní zdrojov, lebo doma vytvárané úspory už nie sú monopolizované domácimi podnikmi.³⁰

Obmedzenia funkčnej konvergenzie sú hlavne v oblasti práv veriteľov. Aktíva umiestnené v danej krajine podliehajú jej jurisdikcii, a teda aj jej zákonu o konkurze a vyrovnaní. Bez reformy týchto zákonov môže mať funkčná konvergencia len malý vplyv.

Na Slovensku je potrebné urobiť čo najskôr niekoľko významných zmien. Obchodný zákonník potrebuje reformu najurgentnejšie v oblastiach koordinácie úprav v občianskom zákonníku, zákone o cenných papieroch a trestnom zákonníku, aby vyvlastňovanie *outsiderov* nebolo úplne v súlade s existujúcim právom. Nestačí prispôbovanie obchodného zákonníka direktívam EÚ, lebo v EÚ zatiaľ v tejto oblasti neexistuje zhoda a preto direktívy nevytvárajú komplexný rámec. Na zváženie je aj vyňatie častí o podniku a vytvorenie samotného zákona o podniku, ako ho má napríklad Nemecko a Francúzsko. Pri reforme obchodného zákonníka je možné vychádzať z princípov odporúčaných OECD,³¹ ktorými sú:

- Práva akcionárov. Všeobecne zahŕňajú vlastnícke práva a právo získať informácie, hlasovať a podieľať sa na zisku. OECD odporúča proxy hlasovanie, vrátane telefonického a elektronického hlasovania. Každý akcionár musí mať prístup k zoznamu ostatných akcionárov podniku za rozumnú cenu.
- Rovnaké zaobchádzanie s akcionármi, vrátane minoritných a zahraničných. To obsahuje aj zákaz nelegálneho využívania informácií a nelegálneho sebazvýhodňovania insiderov. Akcionári musia mať možnosť iniciovať právne a administratívne konania proti manažérom a členom rád.
- Úloha podielnikov. Práva podielnikov stanovené zákonom (vrátane pracovného, obchodného a kontraktového zákona a zákona o insolventnosti) by mali byť chránené.
- Zverejňovanie informácií a transparentnosť. Materiály týkajúce sa korporácie, jej finančnej situácie, výkonu, vlastníctva a riadenia by mali byť efektívne zverejnené.
- Zodpovednosť dozornej rady. Členovia rady musia byť povinní konať na základe úplných informácií, v dobrom úmysle, s patričnou usilovnosťou a starostlivosťou, a v najlepšom záujme podniku akcionárov. Mali by monitorovať manažment a nieť zodpovednosť pred podnikom a akcionármi. V niektorých krajinách je rada zo zákona povinná konať v záujme podniku, berúc do úvahy záujmy akcionárov, zamestnancov a verejného blaha.

Súčasná právna úprava na Slovensku nevyžaduje lojalitu manažmentu a dozornej rady voči *outsiderom*, len im zakazuje vykonávanie niekoľkých preddefinovaných činností. Rovnako je potrebné upraviť reprezentáciu menšinových akcionárov v dozornej rade, prípadne v správnej rade, a ich

kumulatívne hlasovanie. Menšinovým vlastníkom je treba umožniť odchod z podniku, a to hlavne v prípadoch, kde sú uzamknutí nezáujmom 67% vlastníka. Odchod by bol možný odpredajom väčšinovému vlastníkovi alebo podniku. Zákon o cenných papieroch síce stanovuje povinnosť takého investora (skupiny konajúcej v zhode), ktorý prekročí limit 30% akcií, vydať verejný prísľub na odkúpenie akcií, ale toto nariadenie sa nevzťahuje na staršie prípady. Zároveň je dnes ťažké identifikovať skupinu, ktorá koná v zhode.

Je treba zverejňovať vlastníctvo a kontrolu a prísne sledovať transakcie s osobami so špeciálnym vzťahom k podniku. Manažment by mal udržiavať register konfliktov záujmov. Kvôli preťaženosti súdov by bolo vhodné využívať viac komerčnú arbitráž obchodných sporov, napríklad v prípadoch poškodenia menšinových vlastníkov.

Mnoho súčasných problémov má základ v neexistencii dobrého obchodného registra a katastra nehnuteľností. Registrácia zmien je zdĺhavá a skorumpovanosť registrov je všeobecne známa. To vytvára špeciálne zlú situáciu hlavne pre menšie podniky. Systém registrácie v obchodnom registri musí byť podľa vzoru iných krajín odobratý súdu a nahradený administratívnym počítačovým registračným systémom.

Taktiež je potrebné urýchlene venovať zvýšenú pozornosť profesii účtovníkov a audítorov, ktoré sú podstatné pre zabezpečenie adekvátneho zverejňovania informácií. Teraz je zodpovednosť audítorov iba symbolická a komora audítorov dosiaľ neprijala žiadne disciplinárne opatrenia voči niektorému zo svojich členov. Zo zákona by mala byť zodpovedná za kontrolu kvality auditov. Takisto prekážky kladené potenciálnym členom komory zavážajú skôr snahou jeho súčasných členov vyhnúť sa konkurencii nových, mladých a zahraničných audítorov. Samotná prax používania zákona o účtovníctve nadhodnocuje cenu celkových aktív podnikov, čím finančné reporty slovenských podnikov strácajú na význame. Nevyhnutnosťou je prispôbienie medzinárodným účtovným štandardom (IAS) hlavne v oblastiach nerealizovaných príjmov, vo formáte finančných správ (napríklad klasifikácia aktív a pasív) a vykazovaní leasingu.

5. ZÁVER

Podľa spoločnej správy vlády SR a Európskej komisie „...*hlavným dôvodom nedostatočnej reštrukturalizácie a pokračujúcich strát značného počtu podnikov je slabý mechanizmus vnútorného a vonkajšieho riadenia podnikov.*“³² V roku 1999 nastalo v oblasti reštrukturalizácie určité zlepšenie, bol to však skôr rok ukončenia recesie ako rok začiatku oživenia. Výrazne sa znížila celková strata, zároveň však poklesli aj zisky. Počet ziskových podnikov presiahol počet stratových, zároveň však stúpol aj počet stratových podnikov. Zlepšila sa platobná disciplína, pravdepodobne však prechodom na platby v hotovosti, ktoré ako núdzové riešenie vyhovuje, nepostačuje však pre skutočné oživenie hospodárstva.

Cieľom tejto krátkej štúdie bolo osvetliť pojem vnútorného a vonkajšieho riadenia podnikov a východiská a potrebu reforiem v tejto oblasti. Za východiská reformy môžeme považovať:

- Rozkrádanie podnikov a zanedbanie ich reštrukturalizácie bolo racionálnou reakciou agentov na existujúce podnikateľské prostredie, a preto je nutné uskutočniť systémovú zmenu podnikateľského prostredia na Slovensku.
- Koncentrované vlastníctvo na Slovensku má vo väčšine prípadov racionálne opodstatnenie a aj v budúcnosti väčšina podnikov nevstúpi na verejný trh.
- Väčšie podniky budú hľadať časť zdrojov na verejnom trhu v zahraničí, a preto sa budú musieť prispôbiť medzinárodným štandardom.
- Reforma je potrebná kvôli úprave súčasných vlastníckych štruktúr (zväčša koncentráciu a odchod malých vlastníkov) a obnovu dôvery v kolektívne investovanie.
- Z hľadiska blízkej budúcnosti je reforma potrebná pre rozvoj inovačných podnikov.

Princípmi reformy správy obchodných spoločností by mali byť:

- Pravidlá musia mať formu zákonov. Zákony formujú finančné trhy.
- Dodržiavanie nových zákonov musí byť vymáhateľné súčasnými štruktúrami.
- Pokiaľ sa nedá spoľahnúť na vymáhanie súkromných kontraktov alebo zákonov súdmi, potom je lepšie uplatniť vládnu reguláciu finančných trhov.

Aby podniky mohli začať „normálne“ fungovať, musí sa zmeniť mnoho zákonov a činnosť inštitúcií. Ide hlavne o obchodný zákonník, definovanie osobnej trestnoprávnej zodpovednosti manažérov,

skvalitnenie práce audítorov, zmenu vykazovania údajov o finančnej situácii podnikov a dostupnosť a úplnosť obchodného registra.

- Je treba koordinovať úpravy Obchodného zákonníka s úpravami občianskeho zákonníka, zákona o cenných papieroch a trestného zákonníka, aby vyvlastňovanie *outsiderov* nebolo zákonné.
- Nestačí prispôbovanie obchodného zákonníka direktívam EÚ, lebo v EÚ zatiaľ v tejto oblasti neexistuje zhoda, a preto direktívy nevytvárajú komplexný rámec. Pri reforme obchodného zákonníka je možné vychádzať z princípov odporúčaných OECD.
- Je treba zákonom vyžadovať lojalitu manažmentu a dozornej rady voči *outsiderom* a zaviesť ich trestnú zodpovednosť pred akcionármi aj podielníkmi.
- Je potrebné upraviť reprezentáciu menšinových akcionárov v dozornej rade, prípadne v správnej rade, a ich kumulatívne hlasovanie.
- Menšinovým vlastníkom je treba umožniť odchodu z podniku, hlavne v prípadoch, kde sú uzamknutí nezájmom 67% vlastníka.
- Transparentnosť. Je treba zverejňovať vlastníctvo a kontrolu a prísne sledovať transakcie s osobami so špeciálnym vzťahom k podniku.
- Bolo by vhodné viac využívať komerčnú arbitráž obchodných sporov, napríklad v prípadoch poškodenia menšinových vlastníkov.
- Je treba vybudovať dobrý obchodný register a kataster nehnuteľností. To pomôže hlavne menším potenciálne inovačným podnikom.
- Je treba urýchlene venovať zvýšenú pozornosť profesii účtovníkov a audítorov, ktoré sú podstatné pre zabezpečenie adekvátneho zverejňovania informácií.
- Je treba zaviesť medzinárodný účtovný štandard namiesto slovenského.
- Je treba zlepšiť obsah finančných výkazov podnikov a zvýšiť ich frekvenciu.
- Banky sú významným veriteľom podnikov. Je treba zefektívniť činnosť bankového dohľadu, zaviesť trestné postihy pre manažérov bánk a zvýšiť zainteresovanosť vkladateľov na prosperovaní banky.
- Štát ako veriteľ potrebuje účinnejšie páky na vymáhanie svojich záujmov. Je treba zlepšiť a zjednotiť legislatívu, aby verejnoprávne a štátne inštitúcie mohli aktívnejšie vystupovať voči svojim dlžníkom.

Je samozrejmé, že takáto hlboká a široká reforma má a bude mať mnohých odporcov z radov tých, ktorí profitujú zo súčasného stavu, čiže zamestnávateľov, súdov a prokuratúry. Ich argumenty sa budú opierať o riziko ďalšieho rastu nezamestnanosti, dominového efektu bankrotov a nutnosť podpory domáceho podnikateľského stavu. V podstate to sú a budú argumenty totožné s tými, na ktorých sa zakladala reálna hospodárska politika predchádzajúcej vlády či predchádzajúcich vlád. Dnes je však veľmi pravdepodobné, že hospodárska kríza vzniknutá odkladaním reforiem už presvedčila kritickú masu voličov o nutnosti zmien.

* Autor chce poďakovať Mariane Lisej, Eugenovi Jurzycovi a Lívii Zemanovičovej za cenné pripomienky k predchádzajúcej verzii tejto štúdie.

** RC SFPa Prešov, Duchnovičovo nám. 1, 081 48 Prešov. E-mail: sfpa.presov@vadium.sk

¹ Termín správa obchodných spoločností bol zvolený po diskusii so slovenskými a českými odborníkmi ako preklad anglického corporate governance. Pritom „pod obchodnými spoločnosťami rozumieme entity vymedzené obchodným zákonníkom (akciové spoločnosti, spoločnosti s ručením obmedzeným, komanditné spoločnosti, verejné obchodné spoločnosti...). Riadenie obchodných spoločností (ako reálny výkon správy) je potom v rámci tohto konsenzu adekvátny anglickému corporate control.“ Marcinčin (2000a, poznámka redakcie, s.97).

² Návrh novely zákona o konkurze a vyrovnaní č. 328/1991 prístupný na www.justice.gov.sk.

³ Monitorovanie manažmentu banky vlastníkami vkladov bolo oslabené zákonom o ochrane vkladov č.118/1996 stopercentnou a pomerne rýchlou náhradou vkladov.

⁴ Pozri Zákon o NBS č.566/1992 §2e a §36. Situáciu pravdepodobne komplikuje aj to, že v oblasti dohľadu nad bankami okrem dohľadu NBS pracuje aj Odbor bankovníctva a poisťovníctva a Odbor dozoru nad finančným trhom Ministerstva financií. Zdá sa, že kompetencie a zodpovednosť týchto orgánov nie sú úplne jasne stanovené.

⁵ Pozri informácie o Slovenskej konsolidačnej na www.finance.gov.sk

⁶ Podľa štúdie Corruption index (2000, s.VIII), podnikatelia považujú za najskorumpovanejšiu inštitúciu súdy a prokuratúru, u domácností sú súdy a prokuratúra na druhom mieste za skorumpovaným zdravotníctvom.

⁷ V anglickej terminológii *sunk investment*.

⁸ Fischer a Gelb (1991) hneď na začiatku reforiem upozorňovali na potrebu legislatívnych a inštitucionálnych reforiem. V prvom prípade odporúčali zmeny v oblasti daňových a majetkových zákonov, obchodného zákonníka a zákonov týkajúcich sa priamych zahraničných investícií. V druhom prípade šlo o správu daní, tvorbu rozpočtu a legislatívne a regulačné inštitúcie.

⁹ Shleifer a Vishny (1997, s.738).

¹⁰ Strategický vlastník je väčšinou, ak nie vždy, veľká akciová spoločnosť s rozptýleným vlastníctvom.

¹¹ Podľa výskumu verejnej mienky Žitňanského a Rintela (2000), respondenti pokladali za dva hlavné problémy v oblasti legislatívy a práva vymáhanie práva (67% respondentov) a vzťahy veriteľov a dlžníkov (59%).

¹² Podľa výročnej správy Fondu národného majetku (FNM) za rok 1998. FNM (2000) uvádza hodnotu 365,5mld. Sk.

¹³ Prameň: Ministerstvo privatizácie (1999b) a autorove výpočty.

¹⁴ Pozri napríklad Laštovička a kol. (1995) a van Wijnbergen a Marcinčin (1995).

¹⁵ Reálne sa na burze obchoduje s akciami iba jedného fondu z kupónovej privatizácie. Hlboké analýze vývoja bývalých IPF sa dnes dôsledne vyhýbajú všetky politické sily.

¹⁶ Ročenka BCPB 1999, s.15.

¹⁷ V knihe Marcinčin a Beblavý (eds., 2000) sa tejto téme venuje viacero autorov.

¹⁸ Podľa údajov Datacentra (Spoločné hodnotenie..., 2000, s.8.) predstavoval celkový hospodársky výsledok v roku 1995 zisk 27,8 miliardy SK, v roku 1996 18,3 miliardy SK, v roku 1997 stratu 2,5 miliardy SK a v roku 1998 zisk 31,3 miliardy SK. Viac ako polovica všetkých podnikov bola v roku 1998 stratová.

¹⁹ Shleifer a Vishny (1997, s.738)

²⁰ Pozri napríklad Claessens a kol. (1999), ktorí takéto vyvlastňovanie potvrdili na vzorke 2 658 východoázijských spoločností z roku 1996.

²¹ Z anglického *Takeover*.

²² Zhrnutie empirických štúdií o prevzatíach uvádzajú Dahya a Powell (1999).

²³ Japonsko začalo meniť svoj systém založený na bankách na systém založený na kapitálovom trhu a systém koncentrovaných vlastníkov na systém rozptýlených vlastníkov (Kanda, 1999).

²⁴ Mayer (1999) uvádza, že celková trhová kapitalizácia podnikov voči HDP bola vo V. Británii v r. 1982–91v priemere 75 %, vo Francúzsku 19 %, Nemecku 20 % a OECD 30 %. Pomer úverov voči HDP bol v r.1980–90 vo V. Británii v priemere 42 %, vo Francúzsku 82% , v Nemecku 86% a v OECD 55%.

²⁵ *Transfer pricing a Asset stripping*.

²⁶ Prístup „právo a ekonómia“ ďalej predpokladá, že investori rozoznávajú riziko vyvlastnenia a penalizujú podniky, ktoré sa v kontrakte nezaviažu zverejňovať informácie a dobre pristupovať k investorom. Keďže penále predstavuje pre emitentov nákladnejší kapitál, sú stimulovaní, aby do takýchto kontraktov vstupovali. Regulácia nie je potrebná, pokiaľ tieto kontrakty sú vymáhané.

²⁷ *Antidirector rights index.*

²⁸ *Fiduciary* v zmysle zmocnenca, ktorý je lojálny zmocniteľovi.

²⁹ Claessens a kol. (1999) zistili, že najbohatších desať rodín v ôsmich ázijských krajinách kontrolovalo 18% až 58% celkovej hodnoty verejne obchodovaných aktív.

³⁰ Nestor a Thompson (1999).

³¹ Pozri OECD (1999a) a OECD (1999b).

³² Spoločné hodnotenie... (2000).

[späť na obsah](#)

Zefektívnenie správy obchodných spoločností

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: VÝZVA PRE SLOVENSKO

Anton Marcinčin

6. POUŽITÁ LITERATÚRA

Burza cenných papierov v Bratislave (2000). Ročenka 1999. www.bsse.sk

Claessens, S., Djankov, S. a Lang, L. (1999). The separation of ownership and control in East Asian corporations. World Bank.

Corruption in Slovakia. Results of Diagnostic Surveys. (2000). Svetová banka a USAID.

Dahya, J. a Powell, R. (1999). Top management changes following hostile and friendly take-overs. Working Paper, Cardiff University.

Fischer, S. a Gelb, A. (1991). Issues in socialist economy reform. Journal of economic perspective, vol.5, no.4, Fall, 91-105.

Fischer, S. a Sahay, R. (2000). The transition economies after ten years. National bureau of economic research, Working paper no.7664, www.nber.org.

FNM (1999). Výročná správa 1998. www.natfund.gov.sk.

FNM (2000). Portfólio Fondu národného majetku, www.natfund.gov.sk.

Kanda, H. (1999). Disclosure and corporate governance: a Japanese perspective. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. a Vishny, R. (1998). Law and finance. Journal of Political Economy 106, 1131-1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. a Vishny, R. (1999). Investor protection: Origins, consequences, reform. NBER working paper no.7428, December.

Laštovička, R., Marcinčin, A. a Mejstřík, M. (1995). Corporate Governance and Share Prices in Voucher Privatised Companies. In: Svejnar, J. (ed.): The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe, San Diego: Academic Press.

Marcinčin, A. (2000a). Správa obchodných spoločností v tranzitívnych krajinách - úvod. Finance a úver, vol.50, č.2, s.97-112.

Marcinčin, A. (2000b). Reštrukturalizácia podnikov. In: Marcinčin, A. a Beblavý, M. (eds.), Hospodárska politika na Slovensku 1990 - 1999, Bratislava.

Marcinčin, A. (1995). Korporatívne riadenie a jeho vplyv na cenu akcií. Finance a Úver, č.8, 419-428.

Mayer, C. (1999). Corporate governance in the UK. Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3-5.

Ministerstvo financií (2000). Projekt agentúry pre prácu s postúpenými pohľadávkami - Slovenská

konsolidačná,a.s. www.finance.gov.sk.

Ministerstvo privatizácie (1999b). www.privatiz.gov.sk.

Návrh zákona o konkurze a vyrovnaní (2000). Ministerstvo spravodlivosti, www.justice.gov.sk.

Nestor, S. a Thompson, J. (1999). Corporate governance patterns in OECD Economies: is convergence under way? Conference on Corporate governance in Asia: A comparative perspective, Seoul, March 3-5.

OECD (1999a). Principles of corporate governance. www.oecd.org/.../principles.htm.

OECD (1999b). Annotations to Principles... www.oecd.org/.../principles.htm.

Shleifer, A. a Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, vol.LII, No.2, June, p.737-783.

Spoločné hodnotenie strednodobých priorít hospodárskej politiky Slovenska (2000). FINI67, www.p67value.sk.

Svetová banka (1999). Správa misie Svetovej banky na Slovensku, máj.

van Wijnbergen, S. a Marcinčin, A. (1995). Voucher privatisation, corporate control and the cost of capital: An analysis of the Czech privatisation program. CEPR Discussion Paper No. 1215, Londýn.

Zákon o Národnej banke Slovenska, www.nbs.sk.

Zingales, L. (1997). Corporate governance. Working paper 6309, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Žitňanský, E. a Rintel, I. (2000). Prieskum názorov ekonomických elít na aktuálne otázky vývoja slovenskej ekonomiky. Inštitút pre verejné otázky, máj.

[späť na obsah](#)

Zefektívnenie správy obchodných spoločností

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: VÝZVA PRE SLOVENSKO

Anton Marcinčin

7. PRÍLOHA

TABUĽKA 1: Privatizácia podľa metód a vln

	Prvá vlna			Druhá vlna			Spolu		
	Počet	Majetok		Počet	Majetok		Počet	Majetok	
		mil. SK	%		mil. SK	%		mil. SK	%
Podniky na privatizáciu	678	169.097		610	136.804		1.288	305.901	
Nové privatizované podniky	1.010	169.097	100	1.366	136.804	92	2.376	305.901	96
1 Predaj majetku	330	12.428	7	813	52.226		1.143	64.654	21
11 Priamy predaj				645	45.072	33	645	45.072	
12 Verejná súťaž				155	7.140	5	155	7.140	
13 Verejná dražba				13	14	0	13	14	
2 Bezodplatné prevody	116	2.086	1	303	2.822	2	419	4.908	2
3 Reštitúcie	7	19	0	16	22	0	23	41	0
4 Vklady do a.s.	557	154.564		234	81.734		791	236.298	
41 Vlastné imanie		154.564							
411 Základné imanie		134.705			70.933			205.638	
4111 Štandardné metódy		3.419	2		36.041			39.460	13
41111 Priamy predaj					34.801	25		34.801	
41112 Verejná súťaž					1.240	1		1.240	
4112 Kupónová privatizácia		79.752	47		0	0		79.752	26
4113 Bezodplatný prevod					2.414	2		2.414	1
4114 Prídely do RIF		3.797	2		2.161	2		5.958	2
4115 V správe FNM		47.737	28		30.317	22		78.054	26
412 Rezervný a iné fondy		19.859	12					19.859	6

Poznámka: Počet podnikov, RIF Reštitučný investičný fond. Prameň: Autorove výpočty podľa Ministerstva privatizácie, www.privatiz.gov.sk.

TABUĽKA 2. Vlastnícke podiely investorov

Investor	50%	30%	20%	10% (0%*)
Kupóny celkom	468	489	499	503
Držitelia investičných knížiek	244	381	438	494
Investičné fondy	173	305	365	406
Skupina 3 fondov	55	255	339	401
Skupina 4 fondov	110	276	349	402
Skupina 5 fondov	145	290	351	402
Priami investori celkom				
Zahraniční	3	6	8	10

Domáci	11	14	22	31
FNM	10	30	56	77

*Poznámky: Údaje z roku 1992. Tabuľka udáva, v koľkých spoločnostiach má daný typ investora viac než x percent. Skupiny fondov udávajú podiely n najväčších fondov, v zmysle najväčších podielov medzi fondmi v danom podniku. * Platí pre priamych investorov. Prameň: Marcinčin (1995).*

TABUĽKA 3. Odhad súčasného stavu investičných privatizačných fondov

Súčasný stav fondov	Počet IPF	Počet investičných knížiek	Nominálna hodnota aktív
Operujúce	20	107,655	5,051
Transformované	59	1,313,934	42,915
Zlikvidované	14	46,276	1,857
Odňatá licencia	2	188,017	6,570
Iné	17	45,777	2,250
Spolu	112	1,701,658	58,643

Informácia o súčasnom stave podľa registrácie na ministerstve financií. Transformované fondy sú akciovými spoločnosťami s iným predmetom podnikania ako investičný fond. Zlikvidované fondy sú väčšinou tie, ktoré boli dané do likvidácie rozhodnutím akcionárov. Predpokladá sa, že zostatková hodnota pripadla kontrolujúcim akcionárom. Počet investičných knížiek je odhadom počtu rozptýlených akcionárov pôvodných fondov a nominálna hodnota aktív je hodnota aktív získaná v privatizácii. Prameň: Archív autora.

TABUĽKA 4. Vývoj vlastníckych štruktúr

Privatizovaný majetok	Prevažujúca vlastnícka štruktúra				
	mil. SK	%	Po privatizácii	Súčasnosť	%
Spolu	305.901	97			97
1 Predaj majetku	64.654	21	Sólo vlastníci	Sólo vlastníci	
2 Bezodplatné prevody	4.908	2	Sólo vlastníci	Sólo vlastníci	
3 Reštitúcie	41	0	Sólo vlastníci	Sólo vlastníci	24
4 Akciové spoločnosti	236.298				
-Bezodplatný prevod	2.414	1	Sólo vlastníci	Sólo vlastníci	
-Štandardné metódy	39.46	13	Majoritní vlastníci	Majoritní vlastníci	
-Kupónová privatizácia	79.752	26	Rozptýlení vlastníci	Majoritní vlastníci	65
-FNM	78.054	26	Rôzne podiely	Strategickí vlastníci	
-RIF	5.958	2	Minoritné podiely	Minoritné podiely	8
-Fondy FNM	19.859	6	Minoritné podiely	Minoritné podiely	

Prameň: Výpočet a odhady autora.

TABUĽKA 5. Štatistika obchodovania s akciami na slovenských kapitálových trhoch

Rok	Objem obchodov (mil. SK)				%	Počet zobchodovaných akcií ('000)			
	BCPB	RMS	BOB*	Spolu		BCPB	RMS	BOB	Spolu
1993	89.4	43.3	40.0	172.7	0.0	106.9	na	na	106.9
1994	5,428.0	388.5	1,700.0	7,516.5	1.7	8,445.9	1,001.1	na	9,447.0

1995	24,730.4	17,951.7	1,100.0	43,782.1	8.5	43,623.4	32,296.6	na	75,920.0
1996	83,130.0	23,876.5	0.0	107,006.5	18.6	128,602.8	55,885.6	0.0	184,488.4
1997	82,671.6	12,768.9	0.0	95,440.4	14.6	136,561.3	41,698.6	0.0	178,259.9
1998	37,267.5	5,423.1	0.0	42,690.6	6.0	74,419.5	19,285.5	0.0	93,705.0
1999	20,233.6	3,807.3	0.0	24,040.9	3.1	49,092.3	10,139.8	0.0	59,232.1

*Za predpokladu, že na BOB sa obchodovalo iba s akciami, ako aj na RMS v rokoch 1993-95. Údaje z BOB (Bratislavská opčná burza) boli prístupné iba vo forme miliárd SK.

TABUĽKA 6. Veľká privatizácia, akciové spoločnosti

Rok	Počet pôvodných podnikov	Počet kupcov	Index
1992	18	57	3.17
1993	9	9	1.00
1994	85	86	1.01
1995	141	349	2.48
1996	162	165	1.02
1997	49	54	1.10
1998	39	39	1.00
1999	2	2	1.00
Spolu	505	761	1.51

Privatizácia 505 akciových spoločností. Výška indexu v rokoch 1992 a 1995 je zapríčinená niekoľkými málo podnikmi. Prameň: Ministerstvo privatizácie, register_priv_sub_230699 a výpočty autora.

TABUĽKA 7. Počet verejne obchodovaných podnikov na Bratislavskej burze

Rok	Kótované *	Registrované	Voľný trh	Spolu
1993	11			512
1994	17			521
1995	21			850
1996	21			970
1997	14	45	859	918
1998	14	40	779	833
1999	11	33	786	830

* Zahŕňa niekoľko dvojítých emisií podnikov. Prameň: Burza cenných papierov Bratislava.

TABUĽKA 8. Právny pôvod a práva investorov

Právny pôvod	Zvykové právo	Francúzske občianske právo	Nemecké občianske právo	Škandinávské občianske právo	Svetový priemer
Počet krajín	18	21	6	4	49
Panel A: Miery ochrany akcionárov					
Index protiriaditeľských práv	4.00	2.33	2.33	3.00	3.00
Proxy hlasovanie poštou	39%	5%	0%	25%	18%
Neblokované akcie pred VZ	100%	57%	17%	100%	71%
Kumulatívne hlasovanie / Proporcionálne zastúpenie	28%	29%	33%	0%	27%
Mechanizmy na ochranu minorít	94%	29%	50%	0%	53%
Predkupné právo pre nové emisie	44%	62%	33%	75%	53%
% akcií na zvolanie mimoriadneho VZ < 10%	94%	52%	0%	0%	78%

Panel B: Miery ochrany veriteľov

Index veriteľských práv	3.11	1.58	2.33	2.00	2.30
Zabezpečení veritelia môžu získať zábezpeku po schválení reorganizácie	72%	26%	67%	25%	49%
Zabezpečení veritelia vyplácaní prví	89%	65%	100%	100%	81%
Reštrikcie pre vstup do reorganizácie	72%	42%	33%	75%	55%
Manažment neostáva v reorganizácii	78%	26%	33%	0%	45%

Panel C: Miery vymáhania

Efektívnosť sudcovského systému	8.15	6.56	8.54	10.00	7.67
Korupcia	7.06	5.84	8.03	10.00	6.90
Účtovnícke štandardy	69.92	51.17	62.67	74.00	60.93

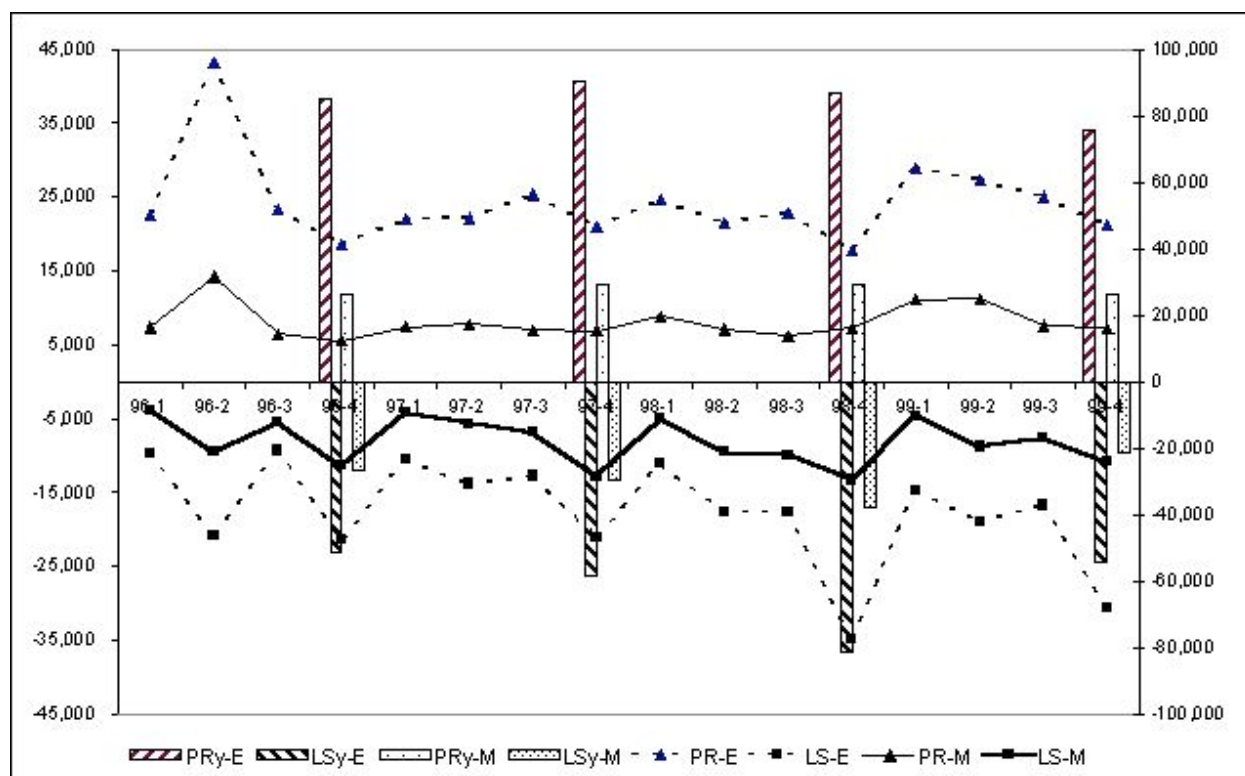
Prameň: La Porta a kol. (1998) v La Porta a kol. (2000). Tabuľka prezentuje mieru ochrany investorov v 49 krajinách podľa právneho pôvodu.

Panel A obsahuje miery ochrany akcionárov. Index protiriaditeľských práv (Antidirector rights index) je sumárnou mierou ochrany akcionárov. Jeho hodnota sa pohybuje medzi 0 až 6 pričom za každé nasledujúce právo sa pričíta jednotka: Krajina umožňuje akcionárom zasielanie proxy hlasov poštou; akcionári nie sú povinní zložiť akcie pred valným zhromaždením; povoľuje sa kumulatívne hlasovanie alebo proporčné zastúpenie minoritných akcionárov v správnej rade; používa sa mechanizmus ochrany minorít (Oppressed minorities mechanisms); minimálne percento akcií, ktoré umožňujú akcionárovi zvolať mimoriadne valné zhromaždenie je najviac 10% (medián vzorky); a akcionári majú predkupné právo pre nové emisie, ktorého môžu byť pozbavení hlasovaním akcionárov. Zvyšok Panelu A obsahuje percento krajín podľa právneho systému pre ktoré uvedené komponenty indexu sú dané zákonom.

Panel B obsahuje miery ochrany veriteľov. Index ochrany veriteľov je sumárom mier, ktorý nadobúda hodnoty od 0 do 4, pričom za každé nasledujúce právo sa pridáva jednotka: Krajina uvaľuje obmedzenia ako zhoda veriteľov alebo minimálne dividendy pre podanie návrhu na reorganizáciu; zabezpečení veritelia môžu získať vlastníctvo svojej zábezpeky po schválení reorganizácie; zabezpečení veritelia sú na prvom mieste v prípade rozdelenia aktív podniku v konkurze; a veriteľ nestráca správu nad svojím majetkom počas doby, kým sa nevyrieši reorganizácia. Zvyšok panelu obsahuje percento krajín kde dané právo je podložené zákonom.

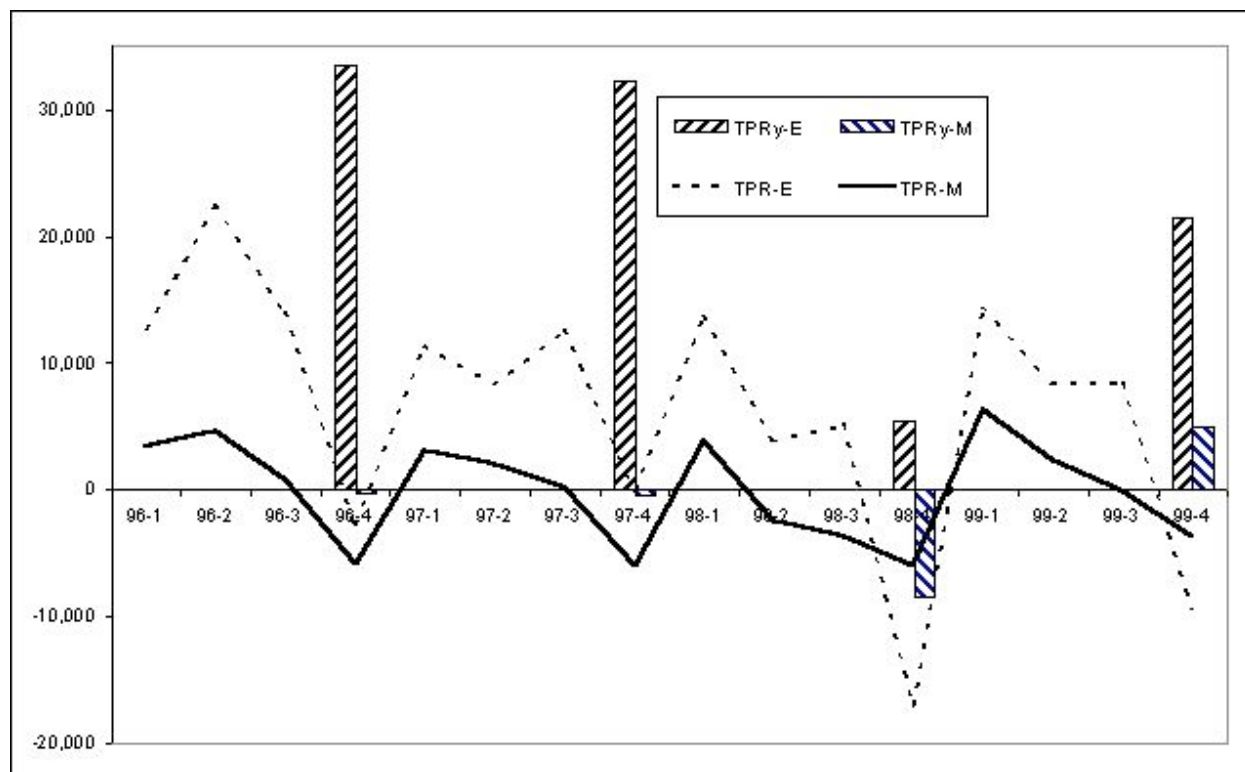
Panel C obsahuje miery vymáhania práva. Index efektívnosti súdnictva nadobúda hodnoty od 0 do 10 podľa priemeru ohodnotenia súdnictva investormi v každej krajine v rokoch 1980 - 1983. Nižšia hodnota ukazuje nižšiu efektívnosť. Korupcia je index od 0 do 10 podľa rovnakého ohodnotenia v rokoch 1982 - 1995, pričom nižšia hodnota reprezentuje vyššiu korupciu. Index účtovníckych štandardov je zostavený podľa posúdenia výročných správ podnikov z roku 1990, či obsahovali 90 položiek v kategórii všeobecné informácie, výkaz ziskov a strát, účtovná súvaha, výkaz pohybu prostriedkov, účtovnícke štandardy, údaje o akciách a špeciálne položky.

GRAF 1. Hospodárske výsledky 1996-1999



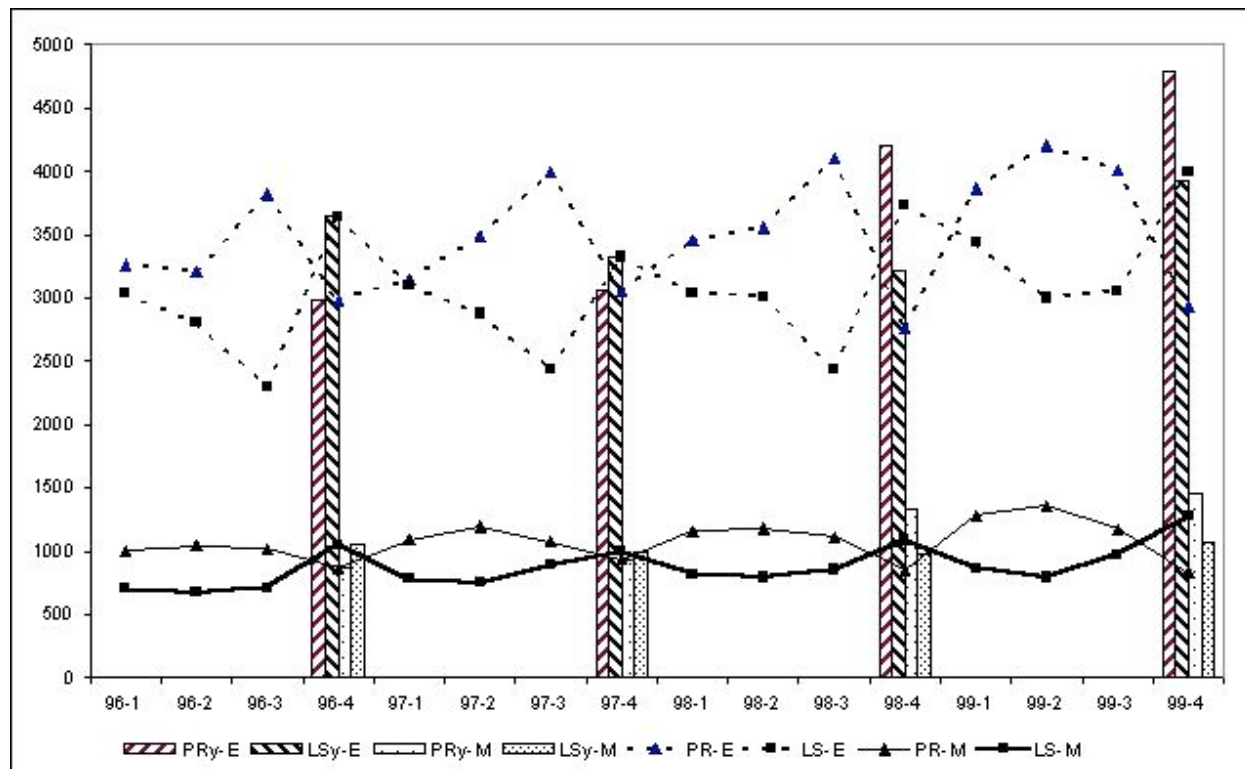
PR označuje zisk za štvrtrok a PRy za celý rok. Podobne LS označuje stratu. E sa vzťahuje na celé hospodárstvo, M iba na priemyselnú výrobu. Štvrťročné hodnoty sú vynesené na ľavej y-ovej osi, ročné hodnoty na pravej. Prameň: Infostat.

GRAF 2. Rozdiel ziskov a strát 1996-1999



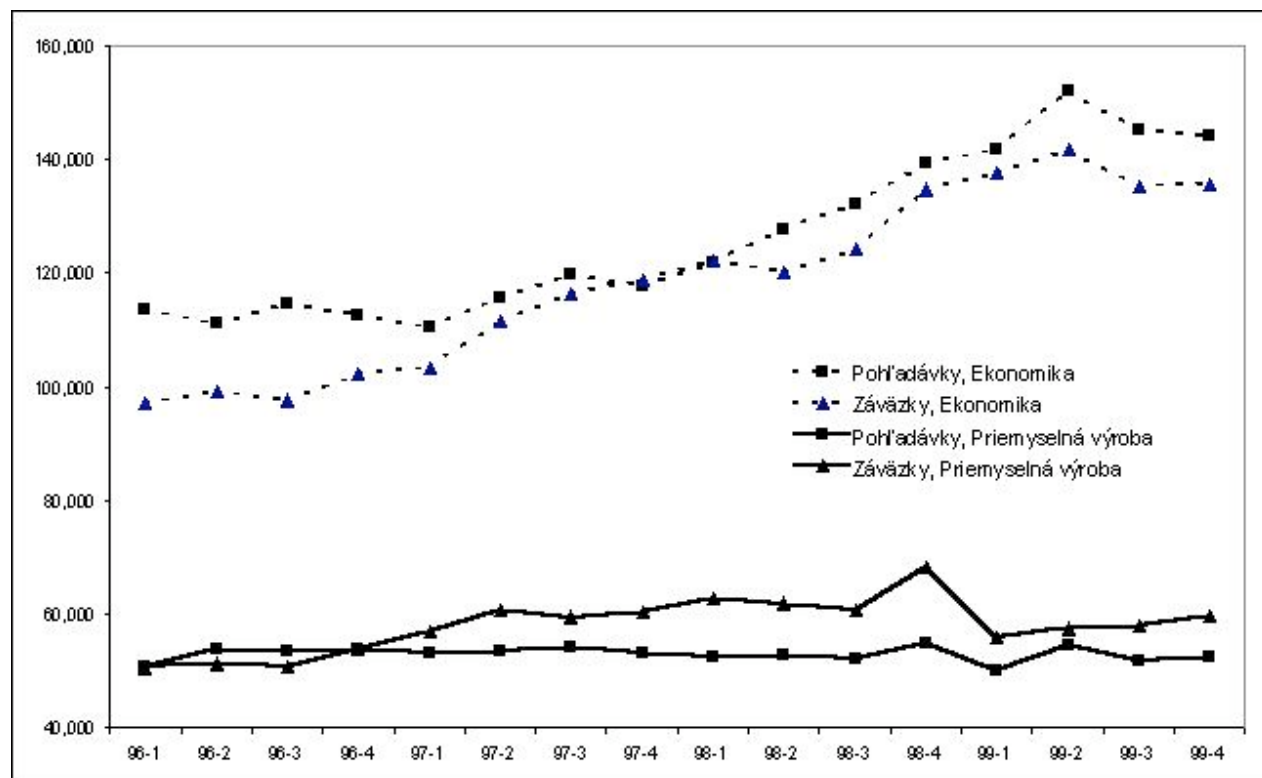
TPR označuje rozdiel ziskov a strát za štvrtrok a TPRy za celý rok. E sa vzťahuje na celé hospodárstvo, M iba na priemyselnú výrobu. Prameň: Infostat.

GRAF 3. Počet podnikov produkujúcich zisk alebo stratu 1996-1999



PR označuje počet podnikov produkujúcich zisk za štvrtrok a PRy za celý rok. Podobne LS označuje počet podnikov produkujúcich stratu. E sa vzťahuje na celé hospodárstvo, M iba na priemyselnú výrobu. Prameň: Infostat.

GRAF 4. Závazky a pohľadávky po dobe splatnosti 1996-1999



Prameň: Infostat.

Zefektívnenie správy obchodných spoločností

SPRÁVA OBCHODNÝCH SPOLOČNOSTÍ: TRENDY A SKÚSENOSTI³³

Eugen Jurzyca, Pavlo Shostak

RASTÚCI VÝZNAM PODNIKATEĽSKÉHO SEKTORA A SPRÁVY KORPORÁCIÍ

Koncom osemdesiatych a začiatkom deväťdesiatych rokov bol takmer celý domáci produkt tvorený podnikmi plne kontrolovanými a riadenými štátom, resp. vládou. Navyše, právny a regulačný rámec bol vytváraný taktiež centrálnou vládou. Po desiatich rokoch sa situácia ale významne zmenila. Viac, než 80 percent HDP tvorí súkromný sektor, „pravidlá hry“ sú významne ovplyvnené medzinárodnými spoločnosťami najmä cez medzinárodné organizácie. Ak zoberieme do úvahy, že vláda deleguje časť svojich právomocí na samosprávu a medzinárodné inštitúcie, môžeme úspešne tvrdiť, že záujem spoločnosti je vhodné do istej miery presunúť z fungovania verejnej správy na fungovanie podnikateľskej sféry. Tá bude totiž hlavným faktorom ovplyvňujúcim ekonomickú výkonnosť krajiny, a teda aj kvalitu života v nej. Doposiaľ bola hlavná pozornosť ako zahraničných, tak aj domácich odborníkov zameraná na optimalizáciu fungovania verejnej správy. Hoci táto oblasť je stále mimoriadne dôležitá, viac pozornosti, než doteraz, si vari zaslúži analýza vzťahov spájajúcich všetky subjekty ovplyvňujúce podnikateľské prostredie, takzvaná správa korporácií (obchodných spoločností) (SK). Patria medzi ne najmä manažéri, vlastníci, dodávatelia, zamestnanci, zákazníci, štát, samospráva, či verejnosť.

Správna správa korporácií bude rovnako dôležitá pre svetovú ekonomiku, ako náležité spravovanie krajín.

James D. Wolfensohn,
prezident Svetovej banky

V rámci uvedených subjektov bol tradične hlavná pozornosť venovaná interným prvkom a vzťahom medzi nimi. V súčasnosti sa začína viac diskutovať o externých aspektoch SK, keďže koncepcia tzv. podielnikov firmy uznáva záujem na jej fungovaní nielen z jej vnútra, ale aj zvonku. Relatívne rozšírené tzv. tunelovanie firiem je možné spomenúť ako príklad potrebnosti rozšírenia záujmu o sledovanie subjektov fungujúcich aj mimo hranice spoločností. Pomerne nedávne prípady Chirana-Prema Stará Turá, Oravské ferozliatinové závody, a.s., Prutex, a.s. Čadca reprezentujú len malú časť tohto fenoménu. V prípade Prutexu Čadca došlo dokonca k organizácii hladovky, ktorá mala vplyv nielen na samotný podnik (manažérov, vlastníkov, zamestnancov) ale samozrejme na miestnu komunitu (bez reálnej šance prístupu k alternatívnym zdrojom príjmu), na celú spoločnosť a na šance krajiny v jej integračnom procese.

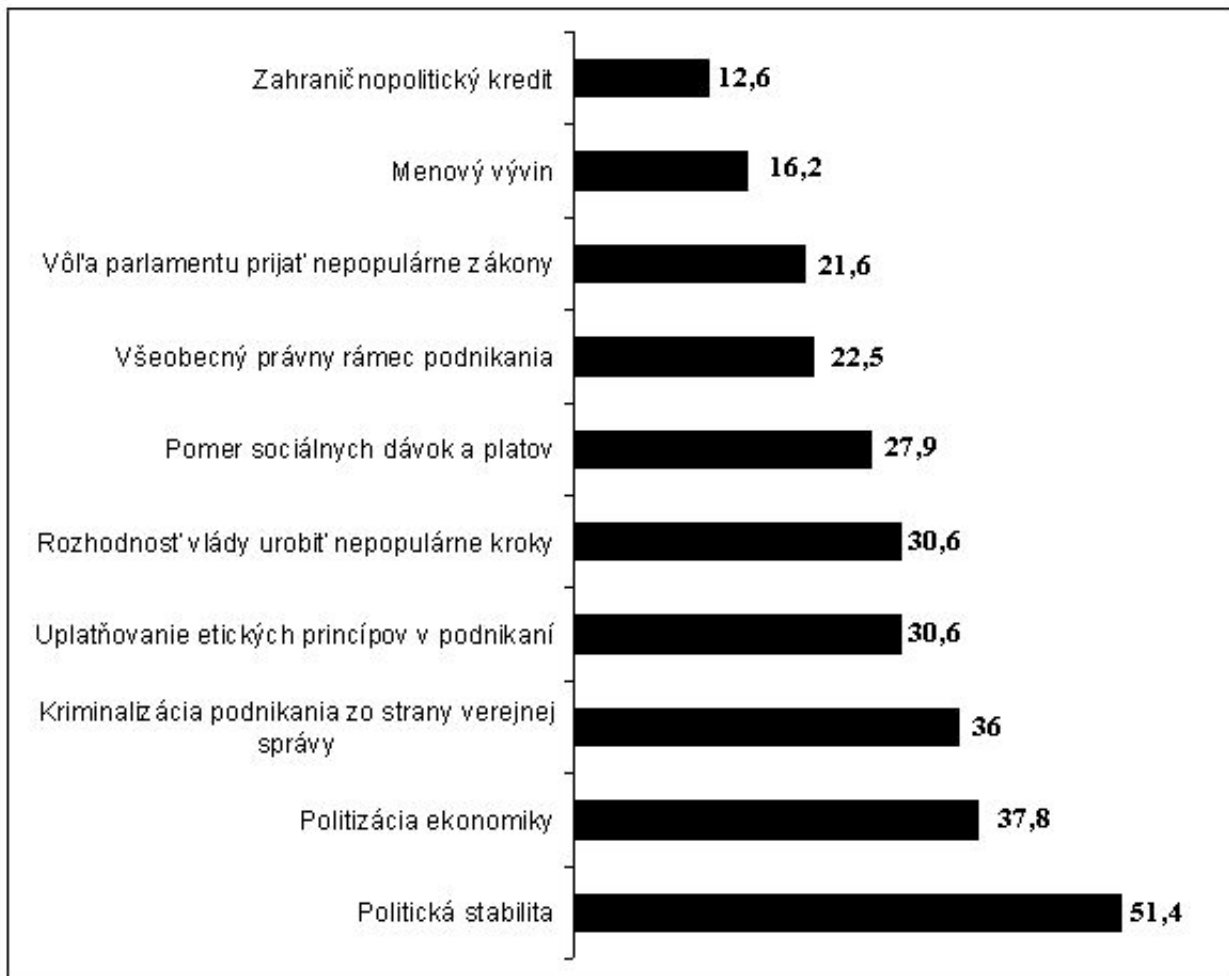
U nás na Slovensku vám dovoľia veľa ukradnúť, ale nedovoľia vám veľa zarobiť.

T. Janovic

Ďalším dôsledkom zlyhania správy korporácií je rastúca medzipodniková platobná neschopnosť. V súčasnosti predstavuje jej hodnota približne 400 mld. korún, čo je úroveň asi 50 percent hrubého domáceho produktu, či dvojnásobok príjmu štátneho rozpočtu na bežný rok. Tento jav samozrejme ohrozuje šance podnikov zdravo existovať a dosahovať zisk, platiť dividendy. Ďalej tiež pôsobí negatívne na proces prílevu priamych zahraničných investícií. Treba spomenúť tiež jeho vplyv na

spomaľovanie integračného procesu. V máji 2000 bol zorganizovaný v SR prieskum názorov slovenských elít, ktorý jasne ukázal, že najvypuklejšie problémy podnikateľského prostredia súvisia práve so správou korporácií:³⁴

Hlavné problémy podnikateľského prostredia: (%)



Nasledujúce otázky, ktoré sa týkali práva a legislatívy taktiež poukázali na rovnaký záver:

Hlavné problémy legislatívy a práva: (%)



Aj najnegatívnejšie zmeny (vo vnímaní elít) za ostatný rok boli spojené s problematikou správy korporácií:

č.	zmena	priemerné hodnotenie	negatívny názor (%)
1.	Nedostatok domáceho kapitálu	3,96	61
2.	Prístup k úverom	3,87	71
3.	Klientelizmus a protekcionizmus	3,73	54
4.	Nepružný trh s bytmi	3,68	50
5.	Vzťahy dlžníkov a veriteľov	3,66	53
6.	Politizácia ekonomiky	3,65	58
7.	Daňové administratíva	3,61	50,4
8.	Kriminalizácia podnikateľov	3,58	48,7

Na základe stále rastúceho vplyvu správy korporácií na fungovanie spoločnosti, ako aj na základe názorov slovenských elít je možné konštatovať, že záujem verejnosti, ako aj odborníkov – špecialistov by sa mal posunúť k trendom a skúsenostiam v oblasti SK. Keďže ide o pomerne širokú, komplexnú a heterogénnu problematiku, je vhodné rozdeliť ju minimálne do dvoch oblastí. Subjekty fungujúce mimo spoločností sú často integrálnejšou súčasťou firmy, než tie, ktoré pôsobia vnútri jej hraníc. Špeciálnu pozornosť si, samozrejme zaslúžia aj vnútorné subjekty firiem, keďže vzťahy medzi nimi majú svoje osobitosti. Definícia firmy Ronalda Coasea z roku 1937³⁵ je, samozrejme, stále platná. Treba však zdôrazniť, že s významným rozvojom komunikačných technológií, s globalizáciou, privatizáciou, lepším prístupom k informáciám, so zlepšovaním právneho rámca a jeho vynútiteľnosti, tzv. sieťovanie medzi rôznymi subjektmi sa stáva rozšírenejším. Tým sa hranica medzi vnútorným a vonkajším prostredím firmy stáva pružnejšia, než v minulosti.

VONKAJŠIE PROSTREDIE

Externé entity, ako napríklad štát, samospráva, stáli zákazníci, tradiční dodávatelia a pod., hrajú významnú rolu v rozvoji korporácie. Je totiž v ich prirodzenom záujme, aby firmy vykonávali svoje aktivity úspešne. Sú závislé na osude firiem, stávajú sa ich podielníkmi. Ak teda ide o optimalizáciu systému správy korporácií, je potrebné venovať externým subjektom zvýšenú pozornosť.

Na Slovensku by mal napríklad štát hrať spolu s podnikateľskou sférou omnoho aktívnejšiu úlohu v zlepšovaní podnikateľského prostredia, než tomu bolo doteraz. Osobitná pozornosť by mala byť venovaná ešte stále procesu registrácie/vzniku firiem. Ten je totiž poznamenaný nielen vysokou byrokraciou, ale nevyužíva napríklad najnovšie trendy spojené s rozvojom komunikačných technológií. Nielen obchodný register by mal byť voľne dostupný na Internete, ale aj proces registrácie by mal byť realizovateľný pomocou tejto siete. Vstup do podnikateľského prostredia je ďalej veľmi komplikovaný najmä pre zahraničné subjekty, čo spomaľuje prílev zahraničných investícií do krajiny. Napríklad bariéry pre podnikanie cudzincov v SR sú stále pomerne vysoké. Môžeme spomenúť komplikovaný proces získavania povolenia pre dlhodobý pobyt, či ťažkosti s jeho prolongáciou. Vážne nedostatky sú zrejmé aj v legislatívne pokrývajúcej podnikanie. Ako príklad je možné uviesť netransparentnosť fungovania predstavenstiev a dozorných rád (minimálne príslušné direktívy Európskej únie by mali byť uplatnené, vrátane ich vymáhania), absencia jasne definovaných povinností členov správnych orgánov (správnych rád, rád)) konať v prospech korporácie atď. Taktiež derivatívne a individuálne žaloby, opustenie spoločnosti, či efektívnejšiu ochranu práv minoritných vlastníkov je potrebné inkorporovať do príslušných zákonov. Transparentnosť podnikateľských aktivít nie je právne dostatočne zabezpečená.

Najmä napríklad v porovnaní s právom platným v USA.³⁶ Ako príklad je možné uviesť nasledujúce informácie. Prvým typom zákona je tzv. zákon o registrácii firmy. Každá spoločnosť v USA sa musí zaregistrovať v jednom, alebo viacerých z 50 štátov USA (alebo vo Washingtone DC) a predložiť zmluvu o založení. Každý štát má svoje vlastné zákony a systém, ktorý túto oblasť zahŕňa, platia tu však do určitej miery rovnaké pravidlá. Zakladacia zmluva zahŕňa názov spoločnosti, mená riaditeľov, prípadne zakladateľov firmy a právneho zástupcu, ktorý má právo nakladať s dokumentmi firmy, ak by niekto voči nej začal súdne konanie. Niektoré štáty vyžadujú aj mená viacerých vedúcich predstaviteľov firmy. Tento dokument sa nazýva „stanovy spoločnosti“ a každoročne musia byť schvaľované. Ak by sa vyskytli akékoľvek zmeny pri menách riaditeľov, iných vedúcich predstaviteľov, či právneho zástupcu spoločnosti, tieto zmeny musia byť taktiež zaevidované. Stanovy firmy, ako aj výročné správy, ktoré aktualizujú stanovy, sú predkladané v jednom, alebo vo viacerých štátoch USA a sú prístupné verejnosti. V prípade, že občania majú záujem o kópiu takéhoto dokumentu, za jeho získanie zaplatia malý poplatok.

Stanovy spoločnosti väčšinou využívajú právnici, ktorí chcú firmu zažalovať. Vezmime si napríklad, že vodič kamiónu firmy Coca Cola spôsobí nehodu a zrazí chodca. Zranený chce vodiča, ako aj spoločnosť, pre ktorú pracuje, zažalovať za utrpené zranenie, liečebné náklady, finančné škody spôsobené výpadkom v práci, atď. Stanovy spoločnosti obsahujú potrebné informácie na zistenie, kto je zo zákona oprávnený prevziať žalobu voči spoločnosti, takže poškodený môže na firmu podať žalobu.

Teraz obráťme pozornosť na iný typ zákona, ktorý umožňuje verejnosti prístup k ďalším dôležitým informáciám – na zákon o cenných papieroch. Všetky firmy v USA majú možnosť kótovať svoje akcie na burze cenných papierov. Iba malé percento spoločností, ako rodinné podniky, akcie na burzu neuvádzajú, aj keď tú možnosť majú. Avšak, ak firmy potrebujú získať kapitál, často sa usilujú odpredať časť akcií veľkým spoločnostiam, alebo ich ponúknu vo verejnej súťaži. Predtým, než tak môžu urobiť, musia na základe federálnych zákonov predložiť dôležité informácie o spoločnosti, stave jej financií, mená jej vedenia, o oblasti, na ktorú sa zameriava a navyše aj, aký vplyv má stav americkej a svetovej ekonomiky na firmu.

Zákony a pravidlá, ktoré určujú kedy, ako a aké informácie firmy s verejne obchodovateľnými akciami musia v USA zverejňovať, vychádza z jednoduchého konceptu: všetci investori, či sú to veľké inštitúcie (ako poisťovne, dôchodkové a vzájomné fondy), alebo súkromné osoby, by mali mať prístup k určitým základným údajom o investíciách ešte predtým, ako sa rozhodnú akcie firmy kúpiť. Aby túto možnosť mali, Federálna komisia pre cenné papiere (SEC), nezávislá federálna regulačná agentúra, vyžaduje od verejne obchodovateľných spoločností, aby zverejnili podstatné finančné a ďalšie informácie pre verejnosť. Zverejnenie týchto informácií zabezpečuje všeobecný zdroj vedomostí pre všetkých investorov, ktorí sa na základe tejto vedomosti môžu rozhodnúť, či kúpa cenných papierov tejto firmy je

dobrou investíciou. Iba vďaka pravidelným, kompletným a presným informáciám môžu ľudia urobiť kvalitné rozhodnutie, či investovať alebo nie.

Vznik tohto konceptu siaha do obdobia veľkej hospodárskej krízy a krachu americkej burzy v októbri 1929. Pri skúmaní príčin krízy Kongres USA rozhodol, že hlavnou príčinou krízy a krachu burzy bol fakt, že ľudia nakupovali akcie spoločností, o ktorých nemali dostatočné informácie. Aby sa tento problém už neopakoval, v rokoch 1933 a 1934 prijal Kongres nové zákony, ktorých cieľom bolo obnoviť dôveru investorov v americké kapitálové trhy zabezpečením prísnejšieho dohľadu štátu. Cieľ týchto zákonov sa dá zredukovať do nasledujúcich logických myšlienok:

- Firmy obchodujúce s akciami na trhu musia pravdivo informovať verejnosť o svojich obchodných aktivitách, svojich akciách, ktoré predávajú, ako aj riziku, ktoré prípadné investovanie zahŕňa.

- Ľudia, ktorí s akciami obchodujú – makléri, dileri a burzy cenných papierov ako inštitúcie – musia informovať investorov čestne a pravdivo, pričom záujmy investorov musia byť pre nich prvoradé.

- SEC kontroluje zverejňovanie dôležitých informácií zo strany firiem pre investujúcu verejnosť. Spoločnosti sú povinné postupovať v súlade s pravidlami, ktoré sa týkajú zverejňovania informácií, a ktoré musia byť poskytnuté v čase, keď sa akcie prvýkrát predávajú a potom vždy v pravidelných intervaloch. Zamestnanci SEC pravidelne kontrolujú predkladané údaje verejne obchodovateľných spoločností. Tieto dokumenty zahŕňujú:

- oznámenie o registrácii prvýkrát na burzu ponúkaných cenných papierov,
- každoročné a štvrťročné doplňovanie informácií,
- predkladanie materiálov s údajmi o firme akcionárom pred každou výročnou schôdzou,
- poskytovanie výročných správ akcionárom,
- dokumenty týkajúce sa tendrov (napríklad ponúk na nákup veľkého počtu akcií niektorej firmy, obyčajne nad hodnotu ceny jej akcií na medzinárodných trhoch),
- a nakoniec, predkladanie informácií týkajúcich sa fúzií a akvizícií.

- Tieto dokumenty zabezpečujú zverejňovanie informácií o finančnom stave firiem a obchodných praktikách, ktoré pomáhajú investorom rozhodnúť sa pre, prípadne proti investovaniu. Vďaka kontrolám zo strany SEC vláda môže zhodnotiť, či verejne obchodovateľné spoločnosti spĺňajú všetky pravidlá o zverejňovaní informácií a hľadá spôsob ako zlepšiť formu a rozsah predkladania informácií. Aby splnili požiadavky SEC v oblasti zverejňovania informácií, spoločnosť uvádzajúca akcie na burzu, alebo taká, ktorej akcie sú už na burze obchodované, musí sprístupniť všetky informácie, bez ohľadu na to, či sú pozitívne alebo negatívne, ktoré by mohli byť podstatné pre rozhodovanie investora či kúpiť, predáť, alebo si akcie ponechať.

- SEC prijíma, spracováva a triedi viac ako 500 000 finančných správ každý rok. Toto realizuje formou moderného počítačového systému, známeho pod označením EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval). Takto každá verejne obchodovateľná spoločnosť predkladá podrobné štvrťročné a výročné správy agentúre SEC.

- Každý si môže prečítať takéto správy od tisícok amerických verejne obchodovateľných spoločností jednoducho ich vyhľadaním na internete. Všetky správy tejto databázy sú voľne prístupné. Adresa webovej stránky je <http://www.sec.gov/edaux/searches.htm>. Ďalšia databáza, ktorá je údajne ešte lepšia ako databáza EDGAR agentúry SEC, je spravovaná súkromnou spoločnosťou s webovou stránkou <http://10kwizard.com>.

- Každý akcionár verejne obchodovateľnej spoločnosti dostane jej výročnú správu, aj keby vlastnil iba jednu jej akciu. Správa obsahujúca takéto informácie je tiež voľne prístupná na internete.

- Zatiaľčo existuje viacero foriem porušenia amerického zákona o cenných papieroch, vyberieme niektoré, ktoré sa obzvlášť týkajú príslušnej témy. Najčastejšie ide o zavádzajúce informácie o stave firmy, alebo zámerné neinformovanie o dôležitých údajoch ohľadne cenných papierov. Ďalej je to predaj cenných papierov bez predchádzajúceho predloženia dokumentov s podrobnými informáciami tak, ako to vyžaduje zákon. Ďalší významný zákon hovorí o zákaze tzv. insider tradingu (nezákonné obchodovanie s akciami zo strany ľudí, ktorí majú dôverné informácie).

- Predstavme si, že zakladateľ firmy Microsoft Bill Gates by sa pred rokom stretol so svojimi právnikmi, ktorí zastupovali Microsoft v súdnom spore po tom, ako ho zažalovali ministerstvá spravodlivosti niekoľkých štátov v USA. Predstavme si teda, že by počas schôdzky právnici informovali B. Gatesa, že pravdepodobne spor prehrá a je možné, že Microsoft bude rozdelený do viacerých spoločností. Ak by

B. Gates následne odpredal časť akcií, alebo informoval svojich rodinných príslušníkov, či priateľov, aby urobili to isté bez toho, aby najskôr o nových vedomostiach informoval verejnosť, dopustil by sa nezákonného obchodovania na základe dôverných informácií. Zároveň aj všetci ostatní, ktorí by tieto informácie mali a na ich základe konali bez predchádzajúceho upozornenia verejnosti, by sa dopustili takéhoto nezákonného obchodovania na základe dôverných informácií. Takéto konanie práve zákon o cenných papieroch prísne zakazuje a tí, ktorí sa ho dopustia, musia platiť vysoké pokuty a často končia vo väzení. Príklad s Billom Gatesom sa nezakladá na pravde.

- Akcionári majú právo zažalovať zodpovedných za to, že prišli o akúkoľvek finančnú čiastku v dôsledku kúpy, predaja, alebo ponechania si akcií, ktoré stratili na hodnote v dôsledku zverejnenia nepravdivých alebo zavádzajúcich informácií, alebo v dôsledku nezverejnenia dôležitých informácií, ktoré mali akcionári vedieť.

- Tak, ako má vláda svoje požiadavky, aby súkromné firmy zverejšňovali informácie, majú ich aj samotné firmy. Každý asi už počul o Burze cenných papierov v New Yorku, ako aj o burze NASDAQ. Sú to súkromné organizácie, ktoré vytvorili kritériá pre spoločnosti, ktoré majú záujem uviesť a predat' svoje akcie cez spomínané burzy. Medzi pravidlami vytvorenými burzami sú aj také, ktoré vyžadujú, aby spoločnosti s kótovanými akciami načas poskytovali dôležité informácie verejnosti. V prípade, že firma s akciami kótovanými na týchto burzách, pravidlá poruší, môže byť z obchodovania vyradená. Adresa webovej stránky burzy v New Yorku je <http://www.nyse.com>. Adresa webovej stránky burzy NASDAQ je <http://www.nasdaq.com>.

- V USA mnohé z 50-tich štátov majú aj vlastné agentúry pre cenné papiere, ktoré určujú pravidlá v oblasti obchodovania s cennými papiermi a zverejšňovaním informácií pre verejnosť. Aj keď táto oblasť môže byť zaujímavá, neverím tomu, že je dôležitá pre zákonodarcov v krajine ako Slovenská republika, pretože si nemyslím, že by ste potrebovali uvažovať nad viac ako jednou úrovňou zo strany vlády v tejto oblasti.

Stálych obchodných partnerov je rovnako, ako štát, možné považovať za obchodných partnerov. Mali by mať preto eminentný záujem na zlepšení vzájomných vzťahov a skvalitnení podnikateľského prostredia. Ako už bolo spomenuté, platobná disciplína je veľmi nízka. Napriek tomu, bankrotová legislatíva, ako primárny prostriedok nápravy tejto situácie, bola pripravovaná len veľmi pomaly, takmer bez pomoci podnikateľskej sféry. Bez pochopenia úlohy dodávateľov a odberateľov ako podielnikov korporácií, ako aj ich zodpovednosti za tvorbu kvalitného podnikateľského rámca, bude nielen zákon o konkurze a vyrovnaní, ale aj ostatné parametre tohto fenoménu zaostávať za optimom.

Ďalším, možno netypickým podielnikom je medzinárodné spoločenstvo. Iba nedávno totiž prišli rôzne medzinárodné organizácie s návrhmi na harmonizáciu rôznych charakteristík podnikateľských aktivít. Napríklad Výbor pre medzinárodné účtovné štandardy (International Accounting Standards Committee (IASC)) navrhol vytvorenie podnikateľských štandardov. Je možné pritom konštatovať, že v kontinentálnej Európe sa stále viac presadzujú anglo - americké štandardy.³⁷ Medzi implikáciami je v možné spomenúť väčšiu nezávislosť správnych rád, spôsob a výšku odmeňovania ich členov a pod.

Rôzni podielníci v Českej republike, či na Slovensku spájajú svoje sily s cieľom podporiť transparentnosť v podnikaní. Jedno z opatrení v rámci tejto snahy je aj organizácia súťaží o najlepšiu výročnú správu. Iným krokom je pripojenie sa Českej republiky k Európskemu obchodnému registru (EBR (European Business Register)),³⁸ ktorý vytvára sieť verejne dostupných informácií o podnikaní a podnikoch. V Poľsku začala Obchodná komora organizovať súťaž Fair Play, ktorej cieľom je nájsť najkorektnejšie poľské firmy, odmeniť ich a podporiť tak etiku v podnikaní.

INTERNÉ ASPEKTY

Ak by fungovali trhy dokonale, ak by náklady na ich používanie boli nulové, neexistovali by tzv. transakčné náklady, neexistovali by príčiny pre vytváranie korporácií, či firiem. Optimálny výstup by bol dosahovaný ako výsledok spolupráce individuálnych podnikateľov. Keďže však cena za použitie trhového mechanizmu je nenulová, jednotlivci sú prakticky prinútení spájať sa a vytvárať firmy. Hoci je predmetom záujmu výskumníkov a odborníkov z praxe stále viac kontrakt, než subjekt a ten pružne prekračuje hranice firmy,³⁹ existuje bez ohľadu na to, či sú konkrétne subjekty alokované vnútri alebo mimo firmy, osobitný dôraz by mal aj tak byť kladený na vnútorné entity. Existencia firiem totiž dokazuje, že stále existuje potreba izolovať vnútorné subjekty od vonkajšieho prostredia, že existujú osobitosti kontraktov uzatváraných medzi internými subjektmi, a to aj napriek širokému rozvoju sieťových štruktúr.

Moderné trendy rozvoja smerníc a kódexov pre správu korporácií sa začali objavovať začiatkom

deväťdesiatych rokov vo Veľkej Británii, v USA a v Kanade ako dôsledok problémov objavujúcich sa vo výkonnosti vedúcich firiem, ktoré súviseli s nízkou efektívnosťou výkonu dozorných rád. Išlo predovšetkým o iniciatívy inštitucionálnych investorov. Napríklad „The Cadbury Report“ vo Veľkej Británii, „General Motors Board of Directors Guidelines“ v USA, a „Dey Report“ v Kanade sa stali významnými a vplyvnými zdrojmi pre ostatné smernice a kódexy na celom svete.

V priebehu ostatnej dekády boli príslušné smernice a kódexy vydané rôznymi subjektmi, napríklad burzami, korporáciami, inštitucionálnymi investormi a asociáciami riaditeľov, či členov správnych orgánov (najvplyvnejšie sú zrejme „Princípy OECD pre správu obchodných spoločností“⁴⁰). Prispôsobenie sa uvedeným zásadám nie je vo všeobecnosti vyžadované zákonom, nie je povinné, hoci kódexy platné pre burzy majú často obligatórny charakter. Napríklad spoločnosti uvedené na burzách v Londýne, či Toronte nemusia zohľadňovať „Cadbury Report“, prípadne „Dey Report“, avšak musia oznámiť, či zohľadňujú odporúčania obsiahnuté v týchto dokumentoch. Musia tiež poskytnúť vysvetlenie týkajúce sa relevantných divergencií. Takéto požiadavky de facto vytvárajú silný tlak na prispôsobenie sa rôznym kódexom. Naproti tomu smernice vydávané asociáciami členov správnych rád a individuálnymi spoločnosťami sú vo veľkej väčšine absolútne dobrovoľné. Napríklad „General Motors Board Guidelines“ jednoducho reflektujú snahu príslušného orgánu zlepšiť vlastnú správu a riadiacu schopnosť. Napriek tomu, môžu mať takéto smernice široké uplatnenie a význam. Napríklad, v prípade „General Motors Guidelines“ iniciovali inštitucionálni investori prijatie podobných smerníc aj u iných korporácií. Rôzne princípy, zásady, kódexy a smernice s rôznym stupňom záväznosti sú prijímané aj v rozvojových krajinách. Takými sú napríklad „Code of Best Practices“, ktorý vydal v Brazílii Institute of Corporate Directors a „Code of Corporate Governance“ vydaný Corporate Governance Committee v Mexiku organizáciou „Business Coordinating Counsel“. Podobne v Indii „Confederation of Indian Industry Code“ a v Thajsku „Stock Exchange of Thailand Code“ sú určené pre popularizáciu najlepších praktík, trendov a skúseností zo správy korporácií, nie sú však spojené s požiadavkami príslušných búrz. Na rozdiel od vyššie uvedených, nasledujúce dokumenty obsahujú požiadavky na povinné uverejňovanie údajov ako podmienku pre prispôsobenie sa ich požiadavkám: „Malaysia's Code on Corporate Governance“, „Code of Best Practice“ vydaný „Hong Kong Stock Exchange“ a „South Africa's King Commission Report on Corporate Governance“. V nasledujúcom texte sú zosumarizované niektoré prvky smerníc a kódexov. Sumár je štruktúrovaný tak, aby reflektoval typický vzorový kódex. Najväčší dôraz je kladený na problematiku správnych rád, ktoré tvoria jadro problému správy korporácií v internom slova zmysle.

ZVEREJŇOVANIE ÚDAJOV

Zverejňovanie údajov je problematika, ktorá je vo väčšine krajín upravená príslušnou legislatívou vzťahujúcou sa k cenným papierom. Napriek tomu existuje priestor pre dobrovoľné pravidlá pre túto oblasť. Vo všeobecnosti existuje zhoda, že členovia správnych orgánov by mali zverejňovať vlastné relevantné záujmy a finančná situácia by mala byť zverejnená v ročnej správe. Uvedené býva často požadované zákonom, osobitné fakultatívne dokumenty však môžu celej veci napomôcť najmä konkretizáciou požiadaviek. Podobne, hoci sú členovia správnych orgánov povinní podľa zákona uverejňovať presné informácie, množstvo fakultatívnych dokumentov prijatých v rozvinutých aj rozvojových krajinách upravuje zodpovednosť správnych rád za uverejňovanie spoľahlivých informácií o finančnej situácii korporácie, ako aj o programe a relevantných problémoch v dostatočnom predstihu pred valným zhromaždením. Najväčší dôraz je v kódexoch a smerniciach väčšinou kladený na finančnú správu rád, ako aj na supervíziu auditu. Ide totiž o kľúčové záujmy investorov, o ich dôveru. Juhoafrická republika požaduje komentár správnych orgánov k vyšpecifikovaným problémom, čo nie je vždy zvykom v iných krajinách. V zásade sa však veľké rozdiely v povinnostiach zverejňovať informácie vo svete nevyskytujú, keďže často vyplývajú z iných predpisov, najčastejšie upravujúcich problematiku cenných papierov.

CIEĽ KORPORÁCIE

Rozdiely v sociálnych hodnotách, v kultúre, v historickom vývoji viedli v rôznych krajinách k rôznej definícii cieľa, či poslania korporácie. Názory na to, ako majú byť hierarchicky zoradené záujmy akcionárov a podielnikov ako napríklad zamestnancov, veriteľov, vlastníkov, manažérov a pod. viedli k vytvoreniu dvoch prístupov. V anglosaských krajinách (Austrália, Kanada, Veľká Británia, USA) je za primárny cieľ považovaná maximalizácia hodnoty investície vlastníkov. Tento cieľ je, samozrejme, premietnutý do príslušných smerníc a kódexov tak, že sa zvyrazňuje povinnosť členov správnych rád reprezentovať záujmy akcionárov a maximalizovať ich prínos. Podobne aj v niektorých rozvíjajúcich sa krajinách, ako napríklad v Brazílii „Brazilian Institute of Corporate Governance Code“, v Indii „Confederation of Indian Industry Code“, v Malajzii „Malaysian Report on Corporate Governance“, sa zdôrazňuje, že poslanie správneho orgánu je ochrana a rozvoj investícií akcionárov. *Poslaním dozornej rady je maximalizácia vkladu akcionárov.*⁴¹ *Hlavným určujúcim cieľom všetkých registrovaných*

V iných krajinách je väčší dôraz položený na záujmy širšieho okruhu podielnikov. Postupne rastie konsenzus o tom, že je potrebné uspokojiť očakávania akcionárov ak má byť pritiahnutý lacný a tzv. trpezlivý kapitál. Podobne rastie zhoda v tom, že je potrebné zaoberať sa viac záujmami podielnikov, ak sa má dlhodobo maximalizovať prínos pre akcionárov. Podľa misie General Motors Board of Directors, "zodpovednosť správneho orgánu voči akcionárom, ako aj zákazníkom, zamestnancom, dodávateľom a miestnej komunite je podmienkou úspešného podnikania". Jednoducho povedané, záujmy akcionárov a ostatných podielnikov sú z dlhodobého hľadiska kompatibilné pri dosahovaní úspechu korporácie.

ZODPOVEDNOSŤ SPRÁVNÝCH ORGÁNOV

Väčšina smerníc a kódexov o správe korporácií označuje za zodpovednosť správnych rád vedenie korporácií a zdôrazňuje, že vedenie má byť oddelené od manažovania firmy a s ním spojených zodpovedností. Rozdielnosť príslušných dokumentov spočíva najmä v miere, do akých detailov sú popísané zodpovednosti členov správnych orgánov. Napríklad kanadský „Dey Report“, francúzsky „Vienot Report“, malajský „Report on Corporate Governance“, mexický „Code of Corporate Governance“ a juhoafrický „King Report“ špecifikujú nasledujúce funkcie dozornej rady: strategické plánovanie, identifikácia a riadenie rizík, výber, sledovanie a kompenzácia vyššieho manažmentu, komunikácia s akcionármi, plánovanie personálnych výmen, integrita finančných kontrol a súlad so všeobecným právnym rámcom. Iné relevantné smernice a kódexy sú menej špecifické. Napríklad „Hong Kong Stock Exchange Code“ jednoducho cituje povinnosť členov správnych orgánov zabezpečiť súlad s príslušnými pravidlami, ako aj s ostatnými požiadavkami burzy. Rôzne prístupy v jednotlivých dokumentoch pravdepodobne reflektujú rozdiely v úrovni, do ktorej sa príslušné zákony, či burzové pravidlá zaoberajú zodpovednosťou správnej rady.

Hlavné funkcie správneho orgánu sú⁴³

- Riadiť korporáciu z hľadiska stratégie a štruktúry;
- Periodicky vytvárať stratégiu korporácie, vrátane určenia, v ktorých podnikateľských aktivitách sa má spoločnosť presadzovať a naopak, do ktorých aktivít sa nemá zapájať;
- Zabezpečiť, aby výkonný manažment implementoval vyššie uvedenú stratégiu firmy;
- Zabezpečiť adekvátny systém internej kontroly, a to ako operačnej, tak aj finančnej;
- Monitorovať aktivity výkonného manažmentu;
- Vyberať výkonného riaditeľa, zabezpečiť jeho nástupcu a poskytovať usmernenie pre menovanie vyššieho manažmentu;
- Zabezpečiť informovanie o aktivitách korporácie pre tých, ktorí majú byť informovaní;
- Zabezpečiť etické fungovanie korporácie;
- Zabezpečiť bezproblémovú a hladkú výmenu a nahradenie členov vyššieho manažmentu;
- Zaoberať sa adekvátnosťou dôchodkového systému, ako aj zabezpečenia zdravotnej starostlivosti.

KOMPOZÍCIA SPRÁVNÝCH ORGÁNOV

Témami, súvisiacimi s kreovaním správnych orgánov sa zaoberá väčšina smerníc a kódexov pre správu korporácií: kvalifikácia členov, kritéria členstva, proces menovania, nezávislosť a pod.

Kritériá: Kvalita, skúsenosti a nezávislosť členov správneho orgánu priamo ovplyvňujú jeho výkonnosť. V rôznych dokumentoch sa popisujú tieto kritériá s rôznou hĺbkou detailnosti, avšak takmer všetky zdôrazňujú hodnoty ako skúsenosti personálne charakteristiky (vrátane nezávislosti), dostupnosť a základné kompetencie. Každý člen správneho orgánu musí venovať dostatočný čas a pozornosť problematike korporácie... tiež uistiť burzu o svojom charaktere integrity, skúsenostiach a kompetentnosti aby mohol slúžiť ako člen registrovanej spoločnosti.⁴⁴ Správny orgán by mal byť široko diverzifikovaný z hľadiska vzdelania, vedomostí a skúseností.⁴⁵ [Člen správneho orgánu by mal] vedieť ako čítať súvahu, výkaz ziskov a strát, správy o cash flow state, ako aj mať určité znalosti o rôznych zákonoch upravujúcich problematiku obchodných spoločností.⁴⁶

Kandidát by mal byť charakterizovaný integritou a nezávislým uvažovaním; odvahou toto myslenie aj prezentovať; pochopením podstaty reality v podnikaní; chápaním lokálnych, národných a medzinárodných zmien [a] chápaním obchodného, podnikateľského a finančného „jazyka“.⁴⁷

Menovanie člena správneho orgánu: Proces menovania členov správnych rád je diskutovaný vo väčšine relevantných predpisov, smerníc, kódexov, zásad a princípov. Tieto sa snažia zdôrazniť potrebu formalizovaného transparentného postupu. V USA, a vo Veľkej Británii sa odporúča využívanie nominačných komisií/výborov, ktoré sú prostriedkom redukcie vplyvu výkonného riaditeľa pri výbere tých, ktorí budú monitorovať jeho aktivity. (pozri v „U.S., Report of the National Association of Corporate Directors Commission on Director Professionalism“ (1996), a „the General Motors Board of Directors Guidelines“ (1994); vo Veľkej Británii „the Hampel Committee Report“ (1998)). Malajský „Corporate Governance Report“ vyjadruje podobný prístup: „prijatie formálnej procedúry pre menovanie do správnych rád využívajúc nominačnú komisiu prezentujúcu svoj návrh celému správneho orgánu by malo byť považované za dobrú prax.“ Súčasne s tým však – ako je to odporúčané aj v „King Report“ (Juhoafrická republika) – je všeobecne uznávané, že správny orgán má mať konečnú zodpovednosť za menovanie členov.

Zmes externistov a internistov alebo „nezavislí“ členovia: Väčšina smerníc a kódexov pre správu korporácií sa zhoduje na potrebe istého stupňa nezávislosti členov správnych rád, prípadne na potrebnej schopnosti objektívneho úsudku o výkonnosti manažmentu. Je to považované za dôležité z hľadiska schopnosti správneho orgánu dosahovať optimálne výsledky. V USA, vo Veľkej Británii, v Kanade a Austrálii príslušné odporúčania vo všeobecnosti požadujú prítomnosť aspoň niekoľkých nezávislých členov v správnych rád, aj keď táto požiadavka nie je zakotvená v zákone. Tento postoj je zrejme najviac rozvinutý v USA a Kanade, kde rôzne smernice pre správu korporácií požadujú významnú majoritu správneho orgánu kreovanú nezávislými odborníkmi. V iných krajinách sú príslušné odporúčania menej konzekventné a zameriavajú sa na dosiahnutie vyváženosti medzi výkonnými a ostatnými členmi správnych rád, pričom medzi ostatnými členmi by mali byť aj nezávislí jednotlivci. (Hoci tzv. ostatní členovia správneho orgánu sú pravdepodobne objektívnejší, než členovia manažmentu, mnohé dokumenty (smernice, kódexy) uznávajú, že títo členovia nemusia byť dostatočne nezávislí, najmä ak majú finančné, alebo personálne väzby na manažment.) Medzi väčšinou krajín existuje konsenzus o tom, že medzi ostatnými členmi správnych rád by mali existovať takí, ktorí nemajú významné rodinné, či obchodné väzby na členov manažmentu. *Väčšina členov správneho orgánu má byť nezávislá.*⁴⁸ *Žiaden správny orgán by nemal mať menej, než dvoch ostatných členov s významným postavením tak, aby ich názory mali významnú váhu v rozhodnutiach ich orgánov.*⁴⁹ *Odporúča sa, aby nezávislí členovia správnych rád reprezentovali 20% celkového počtu členov.*⁵⁰

Definície nezávislosti sú veľmi rôznorodé. Napríklad podľa brazílskeho „Institute of Corporate Governance“ je člen rady nezávislý, ak nemá s firmou žiaden vzťah, okrem členstva v orgáne, či vlastníctva akcií. Taktiež nemá dostávať žiadne odmeny od tejto korporácie, okrem odmeny za členstvo v správnom orgáne, či akcionárskych dividend. Nebol nikdy zamestnancom tejto firmy, či jej pobočky, nezabezpečuje žiadne služby, či produkty tejto firme, (a, samozrejme, nie je zamestnancom firmy zabezpečujúcej významné dodávky služieb, alebo výrobkov); nie je blízky príbuzný žiadneho vedúceho pracovníka korporácie, manažéra, či významného akcionára. *„Každá registrovaná spoločnosť by mala mať v správnom orgáne nezávislých členov, t. j. takých, ktorí nie sú vedúcimi pracovníkmi, nie sú ich príbuznými, nereprezentujú ani významných vlastníkov akcií, reprezentujú záujmy verejných akcionárov a sú nezávislí na akomkoľvek subjekte, ktorý by mohol negatívne ovplyvniť ich schopnosť nezávislého úsudku.“*⁵¹ *Vo februári 1998 prijala Kórejská burza „Korea Stock Exchange“ požiadavky pre registráciu, podľa ktorých tvoria externí členovia správnych rád minimálne ich štvrtinu v každej registrovanej spoločnosti. Medzi tými, ktorí nemôžu byť považovaní za externých sú napríklad: akcionári s kontrolným balíkom akcií, manželky, alebo členovia rodiny exekutívnych členov správnych orgánov, súčasní, alebo nedávni vedúci pracovníci, či zamestnanci korporácie, či firmy, ktorá má s ňou významné obchodné vzťahy, ako aj osoby, ktoré fungujú ako externí členovia správnych rád v troch, či viacerých spoločnostiach.*⁵²

Na rozdiel od uvedeného „Cadbury Code“ jednoducho hovorí o členoch správnych orgánov, ktorí (mimo odmien a dividend) sú nezávislí manažmente a nie sú zapojení do žiadneho obchodného a iného vzťahu, ktorý by mohol ovplyvniť nezávislý úsudok. Mnohé dokumenty, ako napríklad „Cadbury Report“ a „National Association of Corporate Directors Report on Director Professionalism“ vidia konečné a rozhodujúce určenie nezávislosti ako problém, ktorý má byť zverený do pôsobnosti samotných správnych rád.

Nezávislé vedenie správneho orgánu: Nezávislé vedenie správneho orgánu je považované za dôležitú podmienku pre to, aby sa zvýšila možnosť ostatných, neexekutívnych manažérov spolupracovať na skutočnej kontrole manažmentu. Pre ilustráciu je možné uviesť citát špecializovanej organizácie „National Association of Corporate Directors“ (USA): „účelom vytvárania nezávislých lídrov nie je len pridanie ďalšej právomoci, či inej charakteristiky, ale ... zabezpečiť organizáciu a zodpovednosť za premyslenú realizáciu určitých kritických nezávislých funkcií“. Príkladom môže byť hodnotenie výkonného riaditeľa, predsedanie stretnutiam a zasadnutiam neexekutívnych členov

správnych rád, príprava pracovného programu správneho orgánu, vedenie rady a riešenie kríz.

Mnohé smernice a kódexy pre správu korporácií sa snažia inštitucionalizovať nezávislé vedenie odporúčaním zreteľného rozdelenia zodpovednosti medzi predsedu a výkonného riaditeľa. Takýmto spôsobom sa zabezpečí významná úloha výkonného riaditeľa v rade, ako aj to, že neexekutívni členovia rady budú mať taktiež svojho nezávislého manažéra, čím sa zvýši autorita rady. Zdá sa, že tie relevantné dokumenty (napr. smernice), ktoré kladú menší dôraz na nezávislosť členov správnych orgánov, zdôrazňujú viac potrebu separácie úlohy predsedu a výkonného riaditeľa. Napríklad „Indian Confederation Report“ zreteľne vníma tieto dva koncepty – odporúča, že v prípade, že je predseda a riaditeľ identická osoba – je potrebný vyšší podiel neexekutívnych členov rady. „Malaysian Report on Corporate Governance“ veľmi podobne zdôrazňuje, že v prípade, že úlohy uvedených vedúcich pracovníkov sú spojené/vykonávané jednou osobou, mal by byť v rade zakomponovaný veľmi silný nezávislý element. Toto je v súlade s „Cadbury Report“, kde sa hovorí, že ak je predseda súčasne aj výkonným riaditeľom „je podstatné, aby v rade existoval silný nezávislý prvok.

KOMISIE SPRÁVNEHO ORGÁNU

Existuje veľmi široko akceptovaný názor, že mnohé funkcie rady je možné vykonávať pomocou jej komisií. Napríklad *nominačná komisia*, *komisia pre audit*, *komisia pre odmeny* sú príklady orgánov, ktoré sú odporúčané napríklad v Austrálii, Belgicku, Francúzsku, Japonsku, Holandsku, Švédsku, Veľkej Británii a USA. Aj keď je zloženie týchto komisií rôzne, neexekutívni riaditelia by v nich mali hrať významnú úlohu. Fungovanie a kompozícia komisie pre audit je v centre pozornosti vo väčšine smerníc a kódexov vzhľadom na jej kľúčovú úlohu, ktorú zohráva pri ochrane záujmov akcionárov, ako aj v podpore dôvery investorov.

Niektoré krajiny odporúčajú aj veľkosť komisie pre audit. Napríklad v Indii je minimálny počet členov určený na troch. Rovnako je to aj v Malajzii a Veľkej Británii.

ODMEŇOVANIE

Odmena väčšinou pozostáva zo mzdy, výkonnostného bonusu za dosiahnutie určitého cieľa a iných benefitov, požitkov. Výška odmeny by mala byť determinovaná príslušnou komisiou. Všetky relevantné schémy by mali obsahovať kritéria, ako napríklad výkonnosť korporácie a jej postavenie na trhu. *Spoločnosti by mali vypracovať formálne a transparentné pravidlá/procedúry pre určovanie odmien. Manažéri by nemali participovať na určovaní vlastných odmien.*⁵³ *Mal by existovať zoznam odmien, ktorý by mal byť zverejňovaný. Mal by obsahovať samostatne informácie o odmenách exekutívnych a neexekutívnych manažérov rozdelené podľa položiek, ako napríklad bonusy, dividendy, požitky a pod.*⁵⁴

ÚLOHA AKCIONÁROV

Úloha akcionárov je zvažovať využitie ich hlasovacích práv. Rôzne združenia akcionárov by mali naformulovať smernice a pre rozvoj konštruktívnych vzťahov medzi spoločnosťou a vlastníkom. Rada musí používať komunikačný systém, ktorý efektívnu komunikáciu medzi akcionármi, podielníkmi manažérmi a verejnosťou. *Spoločnosti by mali mať možnosť vysvetliť svoj prístup ku správe podľa daných princípov. Akcionári potom zhodnotia predmetné texty a prehlásenia.*⁵⁵

FINANČNÉ SPRÁVY/TRANSPARENTNOSŤ A AUDIT

Väčšina kódexov správy korporácií považuje finančné správy za zodpovednosť rady. Audítor je zodpovedný za komentár k finančnej správe. ... *audítori, ako kontrolóri, majú povinnosť oznámiť porušenia zákona, podvody. Preto by mali byť určitým spôsobom chránení pred následkami svojho konania, ak konali v dobrej viere.*⁵⁶

Transparentnosť je jedným z najvýznamnejších problémov správy korporácií. *Spoločnosti sa stále snažia zabezpečiť vyššiu transparentnosť.*⁵⁷ Transparentnosť je dosahovaná cez uplatňovanie procesu vnútornej kontroly a správne účtovné štandardy. Navyše, tieto by mali byť uznané organizáciou „International Accounting Standards Committee“. Nezávislosť audítorov je kľúčovým faktorom transparentnosti.

SPOLUÚČASŤ ZAMESTNANCOV

Zamestnanci by mali participovať na správe korporácií. Tie by mali vytvoriť svoj vlastný systém, ktorý

by to umožňoval, napríklad formou zamestnaneckých komisií.

Vplyv medzinárodných kapitálových trhov veľmi pravdepodobne povedie ku konvergencii v správnej praxi korporácií. *Keďže regulačné bariéry medzi jednotlivými ekonomikami sa znižujú a globálna konkurencia pri získavaní kapitálu sa prehľbuje, investície budú sledovať tie korporácie, ktoré prijali efektívne štandardy pre správu korporácií. Tie musia obsahovať akceptovateľné účtovné štandardy, systém zverejňovania, ochranu investorov, ako aj systém práce rady, ktorý umožňuje nezávislý dohľad nad prácou manažérov.*⁵⁸

Vyššie spomenuté smernice a kódexy, ako aj Zásady OECD pre správu korporácií (ktoré vari potrebujú ďalšie spresnenie⁵⁹) a mnoho ďalších vytvorili základ pre implementáciu množstva praktických opatrení, procesov, techník, či vzorov pre podnikanie.

Spoločnosť sa posúva už stovky, ba tisíce rokov od vertikálnych k horizontálnym štruktúram. Analogický trend je badateľný aj v prípade korporácií, aj keď, samozrejme, v kratšom časovom horizonte. Klasická štruktúra s nedotknuteľnými vrcholovými lídrami a slabo motivovanými a neinformovanými zamestnancami je pomaly vytláčaná plochejšou organizáciou, kde by mali byť všetci „hráči“ nielen lepšie motivovaní, ale tiež dobre informovaní. To je jedna z príčin pre uplatňovanie väčšej transparentnosti vo vnútornom fungovaní korporácií. Jeden z príkladov aplikovaných v praxi sa nazýva „Open book management“ (OBM).⁶⁰ Každý zamestnanec vo firme s „otvoreným účtovníctvom“ môže vidieť, sledovať a učiť sa rozumieť všetky finančné operácie, ktoré sú dôležité z hľadiska hospodárskej výkonnosti. Za ideálnych podmienok by každý vo firme mal vedieť všetko o jej financiách. Inými príkladmi uplatňovania vyššie popísaných dokumentov môžu byť predpisy súvisiace s ochranou vlastníckych práv, systém riešenia konfliktu záujmov, špeciálne pracovné štandardy, systém ochrany životného prostredia, spôsoby vynútiteľnosti práva, ochrana spotrebiteľov, antikorupčné pravidlá, pravidlá prístupu ku konkurencii, pravidlá pre vedu a výskum atď.

ZÁVER

Tak, ako v ostatných spoločenských oblastiach, aj pre správu korporácií platí zásada, ktorú si zrejme budeme musieť osvojiť, ak ju chceme dlhodobo zefektívňovať. Optimálny výsledok systému dosiahneme iba ak všetky jeho prvky, všetci účastníci budú dodržiavať jednoduché, vymáhateľné a predvídateľné pravidlá – ak minimalizujeme transakčné náklady.

Ak sa nepostaráš o svoj majetok, postará sa oň niekto iný.

Slovenský podnikateľ

Zdá sa, že v tranzitívnych krajinách je jednou z hlavných prekážok pre vytvorenie takéhoto systému zdedená pasivita verejnosti. Tradične totiž sa naša spoločnosť spoliehala na silných vodcov, ktorí mali ochraňovať práva všetkých jej členov. Vznikla tak absencia iniciatívy: veritelia neprichádzajú s návrhmi na zmenu bankrotového práva, zamestnanci nenavrhujú právne predpisy na ich ochranu proti tunelovaniu, podnikateľská sféra nepripravuje návrhy na zlepšenie podnikateľského prostredia, minoritní akcionári taktiež nežiadajú a neformulujú požiadavky na zlepšenie ich postavenia a pod. Namiesto toho sa všetky zainteresované strany uspokojujú s permanentným nejasným sťažovaním sa na zlú situáciu vo viere, že niekto „ukáže svetlo“. Je síce pravdou, že vláda, či štát sa má postarať o verejné statky a ochrana vlastníctva v širšom slova zmysle verejným statkom je. Avšak bez tlaku všetkých podielnikov sa tak nikdy nestane. A aj keby áno, tak bez významnej úlohy všetkých zainteresovaných strán môže ísť iba o prechodný jav.

³³ Eugen Jurzyca (INEKO) a Pavlo Shostak (AI NOVA).

³⁴ IVO, SOPK, EU: „Názory ekonomických elít na aktuálne otázky vývoja slovenskej ekonomiky“.

³⁵ The Nature of the Firm, Ronald Coase, *Economica* 4, 1937.

³⁶ Prednesené na seminári CPHR v Bratislave Davidom Frankelom.

³⁷ Russell Reynolds: Summary in Governance, April/May 1999, issue 6729 Bristol Gardens, London, W92JQ

³⁸ <http://www.ebr.org/>

³⁹ Oliver E. Williamson and Scott E. Masten, *The Economics of Transaction Costs*, Edward Elgar Publishing, Ltd., UK, 1999.

⁴⁰ <http://www.oecd.gov/>

⁴¹ Brazilian Institute of Corporate Governance Code of Best Practice at 1.

⁴² Report on Corporate Governance (Malaysia), Introduction § 1, 3.3.

⁴³ The King Report (South Africa), Ch. 4:1.

⁴⁴ The Hong Kong Stock Exchange Code, Code of Best Practice 10 and Guideline A.5.

⁴⁵ The Brazilian Institute of Corporate Governance Code of Best Practice at 3.

⁴⁶ The Confederation of Indian Industry Code, Recommendation 4.

⁴⁷ The King Report (South Africa), Ch.9:8.2.

⁴⁸ Brazilian Institute of Corporate Governance Code of Best Practice at 3.

⁴⁹ The King Report (South Africa) 2.2.

⁵⁰ Mexico Code of Corporate Governance, Principle at 6.

⁵¹ Malaysian Report on Corporate Governance, Explanatory Note 4.23.

⁵² Article 48-5 KSE Listing Regulation.

⁵³ London Stock Exchange: The Combined Code. United Kingdom.

⁵⁴ The Code of Corporate practices and Conduct.(King Report). South Africa.

⁵⁵ London Stock Exchange: The Combined Code. United Kingdom.

⁵⁶ The Malaysian Code of Corporate Governance.

⁵⁷ The Code of Corporate practices and Conduct.(King Report). South Africa.

⁵⁸ Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance (April 1998) (the Millstein Report).

⁵⁹ John. D. Sullivan, Center for International Private Enterprise: Corporate Governance: Transparency between government and business, presented to the World Bank meeting in Cairo, Egypt, on March 7, 2000.

⁶⁰ <http://www.openbookmanagement.com/index.html>
