

Vysoká škola ekonomická

Fakulta národohospodářská

Hlavní specializace: Hospodářská politika

Vedlejší specializace: Peněžní ekonomie a bankovníctví

Název diplomové práce:

Právní systémy vs. Finanční trhy

Vypracovala: Katarína Fulajtárová

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Kamil Janáček, CSc.

Školní rok: 2006/2007

Zadání:

Prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma

Právní systémy vs. Finanční trhy

jsem vypracovala samostatně. Veškerou použitou literaturu, podkladové materiály a informační zdroje uvádím v příloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 04. května 2007

Katarína Fulajtárová

Poděkování:

Rada bych na této stránce velice poděkovala vedoucímu mé diplomové práce, prof. Ing. Kamil Janáček, CSc. za vedení diplomové práce, za konzultace s ní spojené a veškeré rady a doporučení, které mi pomohly zpracovat tento text, zároveň také všem členům Fakulty národohospodářské za jejich ochotu a čas věnovaný při studiu na našem oboru a vedení jejich přednášek a seminářů.

Abstract

Recent research has documented large differences among countries in the breadth and depth of capital markets, in the protection of shareholders' rights and in the access of firms to external finance. The basic element of the explanation of these differences is how well investors, shareholders are protected by law from expropriation by the managers of the companies. This paper surveys research on corporate governance, with special attention to the importance of legal protection of investors and effectiveness of their enforcement across countries; describes the differences in laws and discusses the possible origins of these differences through several types of legal systems and their effects to the breadth of capital markets. I think that the legal approach is a more fruitful way to understand the origins of the differences in corporate governance than the conventional distinction between bank-centered and market-centered financial systems.

JEL Classification: G200, G300, G380

Keywords: corporate governance, legal systems, investor protection

Obsah

Obsah	- 1 -
Úvod.....	- 2 -
1 Úvod do problematiky	- 3 -
2 Corporate governance	- 14 -
2.1 Práva akcionářů.....	- 17 -
2.2 Vynutitelnost práv	- 23 -
2.3 Vnější financování a právní instituce.....	- 26 -
3 Výsledky regresní analýzy	- 32 -
3.1 Koncentrace vlastnictví.....	- 34 -
3.2 Velikost finančního trhu.....	- 38 -
3.2.1 Počet kotovaných firem k populaci.....	- 39 -
3.2.2 Kapitalizace k HNP	- 40 -
3.2.3 IPO k populaci	- 42 -
3.3 Efektivnost finančního trhu.....	- 44 -
3.4 Korupce	- 48 -
3.5 Log HNP	- 52 -
4 Shrnutí výsledků regresní analýzy	- 54 -
Závěr	- 56 -
Seznam literatury	- 57 -

Úvod

Frankfurt, Londýn, New York, Tokio mají nejvýznamnější největší finanční trhy na světě. Člověk dnešní doby to bere jako samozřejmost, málokdo uvažuje o dlouholeté vývoji finančních trhů a o faktorech, které rozhodujícím způsobem určily jejich současnou podobu.

Války, politický a ideologický vývoj, zákony, finanční krize, náboženství jsou jenom některé z tisíců faktorů, které ovlivnily, ztvárnily současný vzhled finančních trhů. Názory ekonomů, historiků nejsou jednotné a je velmi těžké, ne-li nemožné, jednoznačně říct, které faktory hrály nejvýznamnější roli.

Ve své diplomové práci se snažím dokázat, že jeden ze zmíněných faktorů silně ovlivnil vývoj finančních trhů. Myslím si, že rozdílnost právních systémů a jejich obchodních zákoníků, byly jedny z nejvýznamnějších parametrů, které určovaly vývoj finančních trhů.

Cílem práce není jednoznačně vyslovit proč jsou finanční trhy větší, vyspělejší v jedné zemi a nerozvinuté ve druhé zemi. Snažím se jenom empiricky ověřit a najít hmatatelný důkaz o souvislosti mezi právními systémy a finančními trhy.

Práce se skládá ze čtyř hlavních kapitol. V první části práce popisují výhody, které přinesou finanční trhy, když fungují dobře. Potom definuji corporate governance. Ve druhé části analyzuji corporate governance podrobněji přes čtyř právní systémy a rozdělují ho na několik částí (práva akcionářů, vynutitelnost práv a vnější financování) Regresní analýzy a jejich výsledky jsou ve třetí kapitole a v poslední části provádím shrnutí získaných poznatků.

1 Úvod do problematiky

Finanční trhy hrají nepostradatelnou roli v tržním hospodářství. Systém finančních trhů umožňuje přemísťovat volné peněžní prostředky přebytkových subjektů směrem k deficitním pomocí obchodování finančními nástroji. To znamená, že volné prostředky jsou alokovány k těm subjektům, které jsou schopné je nejlépe využít, a jsou ochotni zaplatit nejvyšší cenu. Tomu se říká alokační efektivnost, která znamená, že peněžní prostředky jsou alokovány k jednotkám s nejvyšším rizikově očištěným výnosem.¹ Kromě toho finanční trhy zajišťují likviditu finančních instrumentů, tj. subjekty mohou rychle a za nízkých nákladů měnit své portfolio kdykoliv v průběhu životnosti daných cenných papírů (operační efektivnost).

„Bez existence finančních trhů by přebytkové subjekty měly pravděpodobně menší motiv pro tvorbu úspor a naopak deficitní subjekty by mohly ztrácet motivy pro vypůjčování si finančních prostředků.“²

Rozlišujeme dva základní kanály alokace finančních prostředků:

- I. Zprostředkovatelský finanční trh
- II. Trh cenných papírů

V prvním případě přebytková jednotka využívá služeb finančních zprostředkovatelů (bank, pojišťoven, institucionálních investorů), kteří alokují shromážděné zdroje na svůj vlastní účet a riziko, a to zejména ve formě depozitních a úvěrových obchodů.

¹ Petr Musílek: Trhy cenných papírů, 21.str.

² Zbyněk Revenda a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 93str.

Zprostředkovatel buď emituje sekce finanční instrumenty a tyto instrumenty pak nakupují přebytkové jednotky. Nebo zprostředkovatel nakupuje primární finanční instrumenty deficitních jednotek, které tyto instrumenty emitovaly. Hlavní výhodou finančních zprostředkovatelů je snížení informační asymetrie ze strany investorů a zvýšení alokační efektivnosti. Fungování zprostředkovatelů tvoří jádro komerčního bankovníctví.

Na trhu cenných papírů jsou finanční prostředky alokovány prostřednictvím různých cenných papírů. Deficitní subjekty emitují různé druhy cenných papírů a přebytkové jednotky investují své úspory do těchto instrumentů na vlastní účet i riziko. V tomto případě přebytkové jednotky musí disponovat potřebnými odbornými znalostmi ohledně investování na finančních trzích a potřebují získat informace o aktuálním vývoji cenných papírů.

Cenné papíry můžeme rozlišovat dle časového hlediska (krátkodobé a dlouhodobé) a hlediska rizika (více či méně rizikové). Alokační a operační efektivnost lze zvyšovat přímou či nepřímou účastí finančních zprostředkovatelů na trhu cenných papírů (např. makléřské společnosti, přes různé fondy institucionálních investorů).

Srovnání alokace volných peněžních prostředků přes systémy komerčního bankovníctví a finančních trhů není jednoduché a hlavně není cílem této práce. Přesto je možné vyslovit několik výhod finančních trhů oproti komerčnímu bankovníctví.

Díky finančním trhům mají majitelé volných peněžních prostředků širší výběr a možnosti investování. Produkty finančního trhu se liší nejenom v rizikovosti a ve splatnosti, ale i v předmětu obchodování, a každý investor se může rozhodovat podle vlastních preferencí, do jakých produktů investuje své peníze.

Dalším přínosem trhů cenných papírů je, že přes alokační efektivnosti zvyšuje motivaci přebytkových jednotek k vytvoření úspor a zvyšuje motivaci deficitních jednotek k využívání poskytnuté možnosti financování a uskutečnění různých investičních projektů. Známa je souvislost, že dobře fungující likvidní finanční trhy a bankovní systém pozitivně ovlivňuje ekonomický růst, alokační efektivnost i produktivitu práce.³ Konečným závěrem práce autorů Ross Levine a Sara Zervos je v souladu s názorem, že finanční trhy pomohou stimulovat ekonomický růst a doplňují resp. nahrazují některé funkce bankovního systému.

Autoři práce „Finance and Growth: Schumpeter might be right“⁴ shromáždili data 80 zemí z období 1960-1989 a tvrdí, že úroveň finančního systému silně koreluje s reálným HDP na hlavu a mírou akumulace fyzického kapitálu. Autoři tvrdí, že současný finanční systém silně ovlivňuje budoucí ekonomický růst, budoucí akumulace fyzického kapitálu a zvýšení ekonomické efektivnosti v dané zemi.

Raghuram G. Rajan a Luigi Zingales⁵ vyzkoumali, že rozvinutější finanční trh snižuje náklady vnějšího financování společnosti. Poukazují na skutečnost, že podnikatelský sektor se rozvíjí mnohem rychleji v takových finančních systémech, kde jsou finanční trhy vyspělejší a hrají důležitější roli v alokaci volných peněžních prostředků.

Vyspělost finančních trhů přiláká rizikový kapitál do dané země, pomocí kterého deficitní subjekty budou schopny financovat takové projekty, na které by komerční banky nebyly ochotny půjčit potřebné peněžní prostředky právě z důvodu rizikovosti. Na finančních trzích ale existují riziko hledající investoři, kteří jsou ochotní půjčit

³ Ross Levine, Sara Zervos: Stock Markets, Banks, and Economic Growth, další zajímavý research paper o tomto tématu je Thorsten Beck, Ross Levine, and Norman Loayza: Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Central Bank of Chile

⁴ Robert G. King, Ross Levine: Finance and Growth: Schumpeter might be right, 1993

⁵ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales : Financial dependence and growth, 1999

peníze za vyšší úrokové sazby. Rozvíjející se odvětví, jako je informační technologie nebo outsourcing, potřebovala enormní množství peněžních zdrojů a zahraniční studie poukázaly na to, že právě rizikový kapitál financoval nejen dynamický růst těchto odvětví, ale i razantní hospodářský růst hostící země v poslední době.

Význam alokace volných peněžních prostředků prostřednictvím zmíněných kanálů (na trhu cenných papírů nebo přes finančních zprostředkovatele) se podstatně liší v jednotlivých zemích. Samozřejmě v žádné zemi nemůžeme najít ani jeden ze zmíněných kanálů v čisté podobě. Význam finančních zprostředkovatelů a zejména komerčních bank je výraznější v Rakousku, v Německu, ve Francii ale i v Japonsku. Podstatně větší podíl má v alokaci volných peněžních prostředků trh s cennými papíry ve Spojených státech, ve Velké Británii nebo v Novém Zélandu.

Na čem záleží velikost, efektivnost a popularnost finančních trhů ve finančních systémech? Proč jsou finanční trhy například mnohem větší a rozvinutější v Jižní Africe než v Mexiku? Proč se společnosti staly veřejně obchodovanými v Indii nebo v Hong Kongu, ale zatím žádná společnost tak neučinila například v Argentině nebo v Kolumbii?

„V práci Modiglianiho-Millera (1958) se píše, že velikost kapitálového trhu závisí na cash flow, který investor akumuluje. Jinak řečeno - velikost kapitálového trhu může pozitivně korelovat s hrubým národním produktem. Ve světě to ale tak není.“⁶

Státy, které jsou na stejné úrovni ohledně HNP, mají odlišně vyvinuté kapitálové trhy. Abychom porozuměli obrovským rozdílům ve velikostech kapitálových trhů mezi jednotlivými státy, musíme si uvědomit, že kapitálový trh není pouze souhrn toků

⁶ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer: Legal institutions and Capital Markets, 1998, str. 73

peněz. Cenné papíry nepředstavují pro akcionáře pouze nárok na dividendy, ale i práva kontrolovat manažery společnosti. Nákupem cenných papírů akcionář získává určitá práva, pomocí nichž může ovlivnit chod společnosti a může chránit vlastní zájmy. Akcie by neměly žádnou hodnotu, kdyby akcionář nemohl omezovat manažery a zasahovat do rozhodnutí managementu. Investoři kupující akcie budou ochotní investovat do společnosti jen tehdy, když mají nějakou jistotu, že investované peníze dostanou zpět. Podle toho, do jaké míry právní prostředí chrání zájmy akcionářů (hlavně minoritních akcionářů) a jak efektivně jsou vynucené právní předpisy, bychom mohli zjistit rozdíly ve velikosti a ve vyspělosti kapitálových trhů v jednotlivých státech.

Poslední studie totiž poukazují na to, že cenné papíry nejsou jenom zdroje určitých zisků a cash flow.⁷ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer⁸ tvrdí, že akcie i když dovolují investorům získat peněžní zdroje formou dividend, znamenají mnohem více. Akcie umožňují akcionářům zúčastnit se na valné hromadě společnosti a provádět kontrolu výkonu činnosti managementu. Nikdo by nebyl ochotný investovat své peněžní zdroje do akcií, kdyby nebyl oprávněn jako majitel určitých množství akcií, kontrolovat management a přinutit ho k výplatě dividend či dané formě řízení společnosti.

Rozdělení vlastnictví a kontroly při existenci problému agency cost může mít obrovský vliv na velikosti kapitálového trhu. Obě strany - management i investoři by mohly mít výhody z odstranění problému agency cost, kdyby bylo možné napsat kompletní smlouvu, která by přesně určila, co management může dělat s poskytovanými prostředky a jakým způsobem je vrátí investorům ve všech možných podmínkách světa.

⁷ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer: Law and Finance, od samých autorů: Investor Protection and Corporate Governance, Investor Protection: Origins, Consequences, Reform, 1999

⁸ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer: Legal institutions and Capital Markets, 1998

Problém vzniká právě tím, že takovou smlouvu napsat nelze, což způsobuje že management získá určitou pravomoc. I když pravomoc managementu je teoreticky efektivní a méně nákladný způsob řešení problému rozdělení vlastnictví a kontroly, v praktickém životě může dojít ke zneužívání systému a vyvlastnění akcionářů.

Problém agenta může do určité míry vysvětlit, proč hrají finanční trhy odlišné role v jednotlivých finančních systémech, je ale zřejmé, že velikost finančního trhu v daném státě záleží i na tom, do jaké míry jsou investoři chráněni zákonem. Státy vykazují velké rozdíly ohledně ochrany práva akcionářů. Právě proto práva akcionářů a jejich vynutitelnost se mohou stát důležitými faktory při rozhodování o efektivnosti kapitálového trhu

Například v Argentině má investor mnohem méně práv než investor ve Velké Británii, navíc jsou investoři chráněni právními institucemi v Argentině hůř, než například ve Velké Británii. Akcionář v Mexiku nejenom že má mnohem méně práv než akcionář např. v Novém Zélandu, ale jejich vynutitelnost ve Střední Americe je rozhodně horší.⁹

Celému mechanismu chránící investory vůči vyvlastnění managementem se říká „corporate governance“ (CG). Pod pojem corporate governance patří firemní prostředí, přístup managementu vůči akcionářům, možnosti vyvlastnění akcionářů, ochota vedení společností vrátit půjčené peníze, právní ochrana akcionářů, přístup státu vůči principle-agent problému a mnoho dalších aspektů, které ovlivňují právní a ekonomické vztahy akcionářů a managementu.

Jednoznačná definice „corporate governance“ neexistuje, každý autor a mezinárodní instituce ho definuje jinak. Nejčastěji citované definice jsou:

⁹ Data následujícího studie jsem vzala z práce Capital Markets and Legal Institutions, autoři práce jsou: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrej Shleifer a Robert Vishny

„Corporate governance deals with the mechanism that ensures that investors in corporations get a return on their investments. ”¹⁰

„Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set and the means of attaining those objectives and monitoring performance“¹¹

„Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanism through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders. ”¹²

Když investoři investují peníze do různých společností, jsou vystaveni riziku, že investované peníze nedostanou nikdy nazpět, protože majoritní akcionáři nebo manažeři z vyššího stupně řízení je vyvlastňují. Vyvlastnění může mít několik forem. Např. manažer zpronevěří zisky, nebo prodá vyrobené zboží, majetek resp. balík akcií druhé společnosti pod tržní cenou. Praktiky jako např. likvidace majetku, zneužívání postavení, dosazení nekvalifikovaného člena rodiny do vysoké funkce, které jsou uskutečnitelné v rámci daného právního systému, mají podobný efekt jako krádež. Insideré tedy používají zisky firmy pro vlastní potřebu, než aby vrátili peníze investorům.

¹⁰ Shleifer, A., and R. Vishny, 1997 A survey of corporate governance, Journal of Finance 1997, 52, 737-783

¹¹ OECD April 1999. OECD's definition is consistent with the one presented by Cadbury (1991, page 15)

¹² Rafael La Porta, Florencio Pomez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny: Investor Protection and Corporate Governance, str.1

Z definice CG je zřejmé, že čím lepší je CG firem v daném státu, tím stabilnější a předvídatelnější je i finanční trh. Investoři tedy mají větší jistotu.

Na čem závisí úroveň CG? Rozšířeným názorem je, že to záleží na struktuře společnosti. Právě práce C. Doidge, A. Karolyi a René M. Stulz¹³ ale poukazuje na to, že to není absolutní pravdou; CG totiž ve velké míře závisí i na ekonomické a politické vyspělosti státu. Autoři testovali souvislost mezi tím, jak charakteristiky státu, jako jsou právní ochrana minoritních akcionářů, ekonomická úroveň a úroveň finančního sektoru, ovlivňují náklady a příjmy firem z realizování lepší CG. Používali data z výzkumu Standard and Poors (SandP's) a CLSA, Credit Lyonnais Securities Asia.¹⁴

Na základě těchto dat poukázali na to, že zavedení lepší CG pozitivně ovlivňuje vyspělost státních charakteristik. Když je ekonomická a právní úroveň státu na nízké úrovni, mají firmy nesmírně vysoké náklady na zavedení lepšího managementu. Práce poukazuje na následující skutečnosti: (1) náklady získávání lepší CG a možnosti vstupu na zahraniční finanční trh záleží na státních charakteristikách. (2) charakteristiky dané země jsou důležitější než charakteristiky struktury firem při volbě CG. Volba CG závisí na typu státu, kde společnost nachází. (3) Ve vyspělejších státech hrají firemní charakteristiky (struktury) důležitější roli při volbě CG. (4) Globalizace snižuje

¹³ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, René M. Stulz: Why Do Countries Matter So Much For Corporate Governance?, NBER working paper, 2004

¹⁴ Vysvětlení způsobu výpočtu, forem dotazníků, z práce Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, René M. Stulz: Why Do Countries Matter So Much For Corporate Governance? pages 20-21: Indications are from S8P's transparency and disclosure ratings and CLSA corporate governance. S8P's disclosures were provided in 2003 covers 901 firms from 40 countries. S8P's compiles the ratings by examining firms' annual reports and standard regulatory filings for disclosure of 98 items, dividend into 3 sections: financial transparency and information disclosure (35items), board and management structure and process (35items), and ownership structure and investor relations (28items). CLSA corporate governance rating is based on a questionnaire given to financial analysts who respond with „Yes“ or „No“ answers to 57 questions related to seven categories: management discipline, transparency, independence, accountability, responsibility, fairness and social responsibility. To each category were given different weight.

významnost státních a zvyšuje význam firemních charakteristik a to dvěma způsoby: zaprvé, globalizace napomáhá tomu, aby bylo možno bez velkých problémů vstoupit na mezinárodní kapitálový trh. Zadruhé, globalizace „půjčuje“ ochranu investorů ze zahraničí prostřednictvím kotování akcí na tamních trzích.

Existuje mnoho dalších zahraničních prací, které zkoumají souvislost mezi ekonomickým a právním prostředím daného státu, institucionálním prostředím, vyspělostí finančního trhu a vyspělostí „corporate governance“ společností. Poukazují na to, že lepší CG společnosti snižuje náklady na získávání kapitálu, protože snižuje rizikovost dané společnosti pro investora. Lepší a důvěryhodnější vyšší management zaručuje (anebo alespoň zvyšuje pravděpodobnost), že investoři resp. minoritní akcionáři nebudou vyvlastněni a investované peníze dostanou zpět. V zemích, kde je ochrana investorů a ekonomická úroveň nízká, jsou náklady dosažení lepší úrovně CG nesmírně vysoké nebo skoro nemožné. Např. externí verifikace hospodářského výsledku společnosti nebo ověření výsledovky, zda vyhovuje mezinárodním standardům, může být zcela nemožné ve státech, kde taková infrastruktura neexistuje.

Společnosti tedy i v méně vyspělých státech mohou mít růstový potenciál v sobě, ale nebudou se snažit vytvořit lepší CG z důvodu vysoké nákladové náročnosti (náklady by převyšovaly výnosy) anebo je to pro ně zcela nemožné. Výnosy plynoucí z vyšší úrovně CG znamená pro společnost možnost vstupu na zahraniční nebo domácí finanční trh za výhodnějších podmínek a tím i lepší možnost získávání kapitálu pro své investiční projekty. Když stát chrání minoritní akcionáře resp. investory špatně, je nesmírně těžké aplikovat lepší CG, protože právní prostředí je určeno státní charakteristikou a má politické náklady

Další práce jako Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia¹⁵ a Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets¹⁶ mají podobný závěr. První zmíněná práce zkoumá strukturu vlastnických práv, CG na firemní úrovni a právní ochranu, kterou stát poskytuje zahraničním investorům. Autoři našli silnou závislost mezi státní charakteristikou a firemní CG. Ve státech, kde je silná právní ochrana společností, vykázali menší sklon k vyvlastnění minoritních akcionářů a větší odpovědnost.

Dospěli jsme názoru, že efektivní fungování finančního trhu přispěje k většímu hospodářskému růstu. Vyslovili jsme několik výhod finančních trhů. Ukázali jsme, že čím vyspělejší jsou finanční trhy v daném státu, tím levnější jsou vnější financování podniku, tj. společnosti za lepších podmínek mohou získat kapitál. Bohatství investičních možností na finančních trzích umožňuje razantní růst rizikovějších ale i výnosnějších odvětví. Významní ekonomové tvrdili ve svých pracích, že vyspělost finančního trhu nezávisí jenom na HNP ale i na jiných faktorech, jako jsou státní charakteristiky, právní ochrana akcionářů, vynutitelnost práv, tj. efektivnost soudních systémů.

Právnímu a ekonomickému prostředí, kde se mohou pohybovat manažeři a akcionáři se říká corporate governance. Postavení minoritních akcionářů v právním systému, tj. existence a vymahatelnost jejich práv a další státní charakteristiky ovlivňující corporate governance hrají velice důležitou roli ve vyspělosti a velikosti finančních trhů.

V následující kapitole ukážeme jednotlivé prvky CG, kde je rozdělíme na tři části. První část shromažďuje práva akcionářů v jednotlivých zemích světa. Bylo by obtížné shromažďovat všechna práva akcionářů, právě proto byla vybrána jenom ta, která jsou

¹⁵ Autoři jsou Krsihnamurti C, A. Sevic, and Z. Sevic, 2003

¹⁶ Autoři jsou Klapper, L. a Love I., 2003

lehce měřitelná a o kterých lze rychle posoudit, jestli jsou výhodou pro akcionáře nebo jsou nasměrována proti nim. Ve druhé části prezentuji soudní systémy, jejich efektivnost a přístup k akcionářům v různých právních systémech. Třetí část, pod názvem Vnější financování a právní instituce, obsahuje proměnné jako jsou koncentrace vlastnictví, počet IPO k populaci, velikost zadluženosti sektoru firem vůči bankám a počet kotovaných firem v poměru k populaci. Státy, o kterých jsem získala všechny tři skupiny charakteristik, jsou seřazeny do jednotlivých skupin podle původu právních systému. Srovnáme postavení akcionářů v různých zemích světa a přezkoumáme, ve kterých právních systémech jsou lépe chráněni.

2 Corporate governance

La Porta a kol.¹⁷ shromáždili soubor dat o právech akcionářů, o kvalitě vynutitelnosti jejich práv veřejně obchodovatelných firem pro 49 zemí. Právní systémy jednotlivých států nevznikají z nenápadných myšlenek, ale zákonodárci zemí je převezmou od jiných již existujících právních skupin resp. právních tradic. Obchodní zákoník, který známe v dnešní podobě, pramenil ze dvou hlavních právnických skupin, a to buď z anglického common law nebo z kontinentálního občanského práva. Většina anglicky mluvících zemí patří do skupiny anglického common law, jehož zákoníky byly založeny podle anglického common law. Zbytek světa patří do skupiny občanského práva pramenící z Římského práva. Římské právo se dělí na tři větve. První je francouzská skupina, založená na Napoleonském kodexu z roku 1804. Druhá je německá skupina, založená v roce 1896 pod názvem Bismarckův zákoník a poslední je skandinávská, která obsahuje prvky z obou právních rodin.

Do anglické skupiny patří státy bývalé kolonie Velké – Británie a další země, jako Thajsko a Izrael, které použily anglické zákoníky jako prameny při vytvoření vlastního zákoníku. V té skupině jsou 18 států.

Do francouzské skupiny patří Francie, Španělsko, Portugalsko a další kolonie. Do této kategorie je zařazeno 21 států, z nich 9 nachází v Latinské Americe.

Do německého občanského právního systému můžeme přiřadit 6 států, např.: Německo, Rakousko, Japonsko, Jižní Korea, Švýcarsko a Thajsko.

¹⁷ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer: Legal Institutions and Capital Markets

Konečně do poslední, skandinávské skupiny patří Dánsko, Finsko, Norsko a Švédsko.

Státy mají velice rozdílné obchodní zákoníky, které zabezpečují ochranu pro minoritní a majoritní akcionáře odlišnou měrou.

Ve rámci studia autorů La Porta a kol. se zkoumají takové proměnné, které se považují za důležité pro corporate governance a mohou být jednoduchým způsobem měřitelné buď jako pro-investor nebo jako pro-management proměnná.

Akcionář má malou kontrolu nad cash flows společnosti. Právo hlasovat je jeho nejsilnější nástroj. Možnost hlasovat o představenstvu na valné hromadě mu garantuje, že hlavní manažeři nevyplácejí pro sebe obrovské odměny, ale vrací mu jeho investované peníze zpět formou dividend. Právě proto ochrana akcionářů, hlasovací právo a právní zázemí a jeho vynucení jsou základními charakteristikami trhů s cennými papíry.

Tabulka číslo 1.1 obsahuje podrobný popis zkoumaných proměnných použitých při jejich studiu. Různé formy práv minoritních akcionářů, efektivnost soudního systému, korupce, kvalita účetních standardů v dané zemi a růst HDP jsou pouze některými z nich.

Tabulka č. 1.1

Proměnné	Popis
one share-one vote	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník země vyžaduje, aby normální akcie měli jeden hlas na kus akcie a nule jinak. Nebo proměnné se rovná jedné, když zákon zakazuje existenci multiple-voting a non-voting pro normální akcie a nedovoluje firmám stanovit maximální počet hlasů na jeden akcionář resp. počet vlastněných akcií, jinak proměnná se rovná nule.
Hlasovat poštou	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník umožňuje akcionářům hlasovat pomocí poštou nebo emailem, jinak se rovná nule.
Akcie jsou/nejsou blokovány před konáním valné hromady	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník nedovoluje firmám vyžadovat od akcionářů schovat akcie od určité doby před konáním valné hromady. Proměnná se rovná nule, když firmy mohou zablokovat obchodování akcionářů akciemi před konáním valné hromady.
kumulativní hlasování a proporcionální hlasování	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník dovoluje akcionářům využívat vlastní hlas jedině při volbě kandidáta do představenstva (kumulativní hlasování) nebo Obchodní zákoník dovoluje proporcionální účast minoritních akcionářů v představenstvu, pomocí čeho jsou zabezpečeny práva minoritních akcionářů. (proporcionální hlasování)
Práva potlačované minority	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník zabezpečuje minoritním akcionářům právní ochranu a možnost zpochybnit rozhodnutí představenstva společnosti nebo zabezpečuje právo prodat podíl akcionáře společnosti v případě určité rozhodnutí vedení (např. fúze). Jinak proměnná se rovná nule. Minoritní akcionář je právnická nebo fyzická osoba, která vlastní 10 procent kapitálu nebo méně.
Předupní právo nově emitovaných akcií	Rovná se jedné, když Obchodní zákoník garantuje akcionářům předkupní právo na nově emitované akcie. Práva mohou být zmenšeny pouze souhlasem valné hromady
% kapitálu potřebné ke svolání mimořádné valné hromady	Minimální procento hodnoty emitovaných akcií, potřebné ke svolání mimořádné valné hromady. Hodnota se pohybuje od nuly do 33%.
Anti-director rights	Anti-director rights je index počítaný jako kumulativní součet zmíněných proměnných. Index je počítán následovně: přičte se jeden bod, když (1) země umožňuje akcionářům hlasovat pomocí poštou/emailem, (2) akcionáři nejsou nuceni schovat akcie v určitém období před konáním valné hromady, (3) kumulativní hlasování resp. proporcionální hlasování je dovoleno, (4) práva potlačované minority jsou zabezpečena, (5) minimální procentní bod ke svolání valné hromady se rovná nebo je menší než deset procent vlastněných aktiv, (6) akcionáři mají předkupní právo na nově emitované akcie. Práva mohou být odebrána pouze se souhlasem valné hromady. Hodnota indexu je v intervalu 0 až 6.
Efektivnost právního systému	Ohodnocování udělala ratingová agentura Business International Corporation v oblasti "efektivnost a integrita právního prostředí a jeho vliv na existenci a obchodování zahraničních firem v domácí ekonomice. Hodnota se pohybuje od nuly až do deseti, nižší hodnota znamená nižší úroveň efektivnosti.
Vynutitelnost práva	Ratingová agentura International Country Risk (ICR) udělala ohodnocování o právním systému. Použitý byl průměrný měsíční index dubnu a říjnu v období 1982-1995. Hodnoty jsou od nuly do 10 a nižší hodnoty znamenají menší tradice pro dodržení právních předpisů a nižší respekt společenského pořádku.
Korupce	Ohodnocování korupce ve státní sféře. Výzkum provedla ICR. Nižší hodnoty znamenají větší sklon státních byrokratů vyžadovat a přijímat speciální peněžní nabídky, ve formě bribe spojené importní a exportní licenci, daňové ohodnocení, ohranářství obchodu či půjčování peněz. Index je vypočítán z měsíčních průměru dubnu a říjnu v období 1982-1995. Hodnoty jsou v intervalu 0-10 a nižší hodnoty znamenají větší korupci.

Účetní standardy	Index byl tvořen na základě ratingových a účetních firem podle účetních výkazů z roku 1990. Index zahrnuje 90 položek, které lze začlenit do 7 kategorií (všeobecné informace, příjmové přiznání, rozvaha, údaje o cash flow, účetní standardy, zásoby a speciální položky). Z jednotlivých států vybrali nejméně 3 společnosti z různých odvětví, z nichž 70% tvořil sektor průmyslu a zbyvajících 30% tvořili společnosti z finančního sektoru.
Koncentrace vlastnictví, 10 největších soukromých firem	Průměrná velikost vlastnictví (v procentech) 3 největšími akcionáři v deset největších nefinančních, soukromých a domácích korporacích v dané zemi. Společnost je považována za soukromou, když stát není významným vlastníkem akcií společnosti.
Externí CAP/HNP	Poměr kapitalizace finančního trhu vlastněných minoritními akcionáři k HNP. Kapitalizace finančního trhu vlastněných minoritními akcionáři je vypočítána jako součin agregované kapitalizace a průměrného procenta běžných akcií nevlastněných největšími tržními akcionáři v deseti největších nefinančních soukromě vlastněných společnostech v dané zemi. Společnost je považována za soukromou, když stát není významným vlastníkem akcií společnosti.
Domácí firmy/populace	Poměr počtu domácích firem v dané zemi zapsaných do obchodního rejstříků k jeho populaci (v milionech) v roce 1994.
IPOs/populace	Poměr počtu initial public offerings v dané zemi k jeho populaci (v milionech) v období 1995-1996
Dluh/HNP	Poměr velikosti dluhu veřejného sektoru vůči bankám a ostatním nefinančním dluhopisům vůči HNP v roce 1994, nebo poslední data v dispozici.
Růst HDP	Průměrný roční růst HDP na hlavu v období 1970-1993

Tabulka popisuje všechny proměnné shromážděné pro 49 zemí, které zkoumá studie. První sloupec dává název proměnné. Druhý sloupec jí popisuje a přiřazuje takovou hodnotu, které může nabývat.

2.1 Práva akcionářů

Tabulka číslo 1.2 pod názvem: „Práva akcionářů ve světě“ shromažďuje 7 důležitých práv akcionářů. První sloupec v tabulce č. 1.2 ukazuje, že ne každý investor má právo hlasovat na valné hromadě - např. ve Velké Británii. To zřejmě není dobrá věc, protože závisí-li velikost výplaty dividend na hlasovacím právem na valné hromadě, je mnohem složitější kontrolovat management při vlastnění malého množství akcií. Jak ale uvidíme dál princip „one share-one vote“ není rozšířený ve světě.

Další práva v tabulce jsou :

- předkupní právo nově emitovaných akcií pro stávající akcionáře,
- možnost blokování akcií v průběhu valné hromady,
- hlasování poštou resp. emailem,
- možnost většinového hlasování a
- vlastněný kapitál v procentech potřebný pro svolání mimořádné valné hromady.

V tabulce se také přiřazují hodnoty k jednotlivým proměnnám týkající se ochrany akcionářů. Když např. v některé zemi daný zákon platí, např. akcionáři mají předkupní právo, potom dostane jeden bod, v opačném případě je přiřazena nula.

Jednoduchým způsobem, jak srovnávat postavení investora, je parametr anti-director rights (poslední sloupec), který je kumulativním součtem šesti proměnných. Princip „one share-one vote“ se nezapočítá do ukazatele anti-director rights. Součet se počítá následovně: jednička je přiřazována, jestliže obchodní zákon chrání akcionáře, tzn. je dovolené hlasovat poštou, akcie nejsou blokovány před konáním valné hromady, kumulativní hlasování je dovolené, existuje předkupní právo, akcionář může vyžadovat odkup svých akcií po nežádoucím rozhodnutí managementu a stačí 10% kapitálu nebo méně pro svolání mimořádné valné hromady. V ostatních případech daný parametr se rovná nule. Hodnota anti-director rights se může pohybovat mezi nulou a šestkou.

Ukazatel anti-director rights je kumulativním součtem a se snaží podávat přesnější obraz o kvalitě práv ve všech 49 zemích. Srovnání kvality práv investora v jedné zemi s možnostmi jiného investora v další zemi se zdá užitečným nástrojem při zkoumání postavení akcionářů ve společnostech jednotlivých států světa.

Tabulka č. 1.2. ukazuje hodnoty jednotlivých parametrů resp. po jednotlivé právníkové skupině je vypočítán aritmetický průměr.

Tabulka č.1.2

Práva akcionářů ve světě

země	one share-one vote	hlasování poštou	"neblokované" akcie	kumulativní hlasování	% kapitálu pro svolání mimořádné valné hromady	předkupní právo	práva utlačované minority	antidirector rights
Austrálie	0	1	1	0	0,05	0	1	4
Kanada	0	1	1	1	0,05	0	1	5
Hong Kong	0	1	1	0	0,1	1	1	5
Indie	0	0	1	1	0,1	1	1	5
Irsko	0	0	1	0	0,1	1	1	4
Izrael	0	0	1	0	0,1	0	1	3
Keňa	0	0	1	0	0,1	0	1	3
Malajsie	1	0	1	0	0,1	1	1	4
Nový Zéland	0	1	1	0	0,05	0	1	4
Nigérie	0	0	1	0	0,1	0	1	3
Pákistán	1	0	1	1	0,1	1	1	5
Singapur	1	0	1	0	0,1	1	1	4
JAR	0	1	1	0	0,05	1	1	5
Srí Lanka	0	0	1	0	0,1	0	1	3
Thajsko	0	0	1	1	0,2	0	0	2
UK	0	1	1	0	0,1	1	1	5
USA	0	1	1	1	0,1	0	1	5
Zimbabwe	0	0	1	0	0,05	0	1	3
průměr common law	0,17	0,39	1,00	0,28	0,09	0,44	0,94	4,00
Argentina	0	0	0	1	0,05	1	1	4
Belgie	0	0	0	0	0,2	0	0	0
Brazílie	1	0	1	0	0,05	0	1	3
Chile	1	0	1	1	0,1	1	1	5
Kolumbie	0	0	1	1	0,25	1	0	3
Ekvádor	0	0	1	0	0,25	1	0	2
Egypt	0	0	1	0	0,1	0	0	2
Francie	0	1	0	0	0,1	1	0	3
Řecko	1	0	0	0	0,05	1	0	2
Indonésie	0	0	1	0	0,1	0	0	2
Itálie	0	0	0	0	0,2	1	0	1
Jordánsko	1	0	1	0	0,25	0	0	1
Mexiko	0	0	0	0	0,33	1	0	1
Nizozemí	0	0	0	0	0,1	1	0	2
Peru	1	0	1	1	0,2	1	0	3
Filipíny	0	0	1	1	na	0	1	3
Portugalsko	0	0	1	0	0,05	1	0	3
Španělsko	0	0	0	1	0,05	1	1	4
Turecko	0	0	1	0	0,1	0	0	2
Uruguay	1	0	0	0	0,2	1	1	2
Venezuela	0	0	1	0	0,2	0	0	1
průměr Latinské Ameriky	0,44	0,00	0,67	0,44	0,18	0,78	0,44	2,67

Průměr dal. země franc obč.pr	0,17	0,08	0,5	0,17	0,12	0,50	0,17	2,08
průměr franc. obč. právo	0,29	0,05	0,57	0,29	0,15	0,62	0,29	2,33

země	one share-one vote	hlasování poštou	"neblokované" akcie	kumulativní hlasování	% kapitálu pro svolání mimořádné valné hromady	předkupní právo	práva utlačované minority	antidirector rights
Rakousko	0	0	0	0	0,05	1	0	2
Německo	0	0	0	0	0,05	0	0	1
Japonsko	1	0	1	1	0,03	0	1	4
Jižní Korea	1	0	0	0	0,05	0	1	2
Švýcarsko	0	0	0	0	0,1	1	0	2
Tchaj-wan	0	0	0	1	0,03	0	1	3
průměr německé obč. právo	0,33	0,00	0,17	0,33	0,05	0,33	0,50	2,33
Dánsko	0	0	1	0	0,1	0	0	2
Finsko	0	0	1	0	0,1	1	0	3
Norsko	0	1	1	0	0,1	1	0	4
Švédsko	0	0	1	0	0,1	1	0	3
průměr skandinávské obč. právo	0,00	0,25	1,00	0,00	0,10	0,75	0,00	3,00
Aritmetický průměr	0,22	0,18	0,71	0,27	0,11	0,53	0,53	3,00

Uvedme jeden příklad a představme si, že jsme akcionáři ve Velké Británii. Akcionář ve Velké Británii dva týdny před konáním valné hromady dostane detailní informaci o tom, co se bude konat a o čem se rozhoduje na valné hromadě. Když akcionář chce hlasovat, ale nemůže nebo se nechce zúčastnit na valné hromadě, má právo poslat svůj hlas emailem nebo poštou. Akcie investorů, kteří se zúčastní na valné hromadě, nejsou blokovány a lze s nimi obchodovat na burze v průběhu celé valné hromady. Svoboda obchodování s akciemi je důležitým právem pro akcionáře, kteří chtějí vytvořit spojení pro lepší kontrolovatelnost managementu. Ředitelé jsou zvoleni většinovým principem a není-li zabezpečena možnost kumulativního hlasování, ani proporcionální hlasování pro minoritní akcionáře při volbě ředitelů, což je velkým nedostatkem anglické právní ochrany akcionářů. Pro svolání mimořádné valné hromady akcionář musí disponovat minimálně 10 % kapitálu.

Další formou ochrany akcionářů ve Velké Británii je předkupní právo nově emitovaných akcií, kterého může být akcionář zbaven pouze se souhlasem akcionářů. Konečně akcionář, který si myslí, že byl znevýhodněn kvůli nějakému rozhodnutí

managementu, může podat žalobu k soudu. Když soud rozhodne, že akcionář byl opravdu zneužíván, společnost musí odkoupit jeho akcie za spravedlivou resp. za tržní cenu.

Ve státech, ve kterých je ochrana práv akcionářů na nejvyšší úrovni, existují právní mechanismy na ochranu minoritních akcionářů. Další příklad je z Chile, kde společnost musí odkoupit akcie od akcionářů za cenu, za kterou se obchodovalo před konáním valné hromady, na které akcionář vyslovil nesouhlas s rozhodnutím managementu.

Podívejme se teď na případ, kdy se valná hromada nekoná ve Velké Británii ale v Mexiku. Akcionář nedostane předem detailní informaci o tom, jaký bude program valné hromady. Když chce vědět co se děje ve společnosti a o čem se rozhoduje, musí se zúčastnit na valné hromadě. Posílat hlas poštou resp. emailem není možné. Akcie jsou blokovány akcionářům, kteří se účastní valné hromady, což znemožňuje obchodovat s nimi v průběhu konání valné hromady resp. v několika dnech před a po ní. Proporcionální nebo kumulativní hlasování není dovolené. Pro svolání mimořádné valné hromady je potřeba vlastnit 33 % kapitálu. Jediné právo, které mají i akcionáři v Mexiku při srovnání s akcionářem z Velké Británie, je předkupní právo. Co se týče vyvlastnění, mexický akcionář nemá žádnou ochranu v případě soudní pře proti rozhodnutí většiny.

Když se vrátíme zpátky k naší tabulce č. 1.2., tak vidíme, že anti-director rights Velké Británie mají hodnotu 5 ve srovnání s Mexikem, kde má tato ochrana pouze jeden bod.

Teď se posuňme v našich úvahách dále a podívejme se na vypočtené aritmetické průměry a na jednotlivé rodiny jiného právního původu. Ochrana akcionářů ve státech common law je rozhodně lepší než ve státech z francouzského právního původu. Zatímco principy „one share-one vote“, kumulativní hlasování představenstva a předkupní právo jsou běžné pro obě rodiny, zbývající čtyři parametry ukazují na obrovské rozdíly v právní ochraně akcionářů.

Země „common law“ častěji dovolují akcionářům hlasovat poštou než státy francouzského občanského práva (39 % vs. 5 %). Žádná země anglické skupiny neblokuje obchodování akciemi před valnou hromadou, ale 57 % zemí francouzské

právnícké rodiny ano. Průměrně 9 % hlasů stačí pro svolání mimořádné valné hromady ve státech „common law“, zatímco 15 % je potřebné ve francouzské skupině. Navíc 94% zemí ze skupiny „common law“ má funkční mechanismus soudnictví pro ochranu potlačených akcionářů managementem, což platí pouze pro 29 % zemí z francouzské skupiny. Rozdíl mezi oběma skupinami můžeme vidět i v hodnotě anti-director rights. Jeho aritmetický průměr pro země „common law“ je čtyři a pro státy francouzského občanského práva je pouze 2,33.

Mexiko není typickým příkladem Latinské Ameriky co se týče ochrany práv akcionářů. Ve srovnání se zbytkem francouzské skupiny Latinská Amerika aplikuje princip „one share-one vote“ mnohem častěji (44 % vs. 16 %), existuje tady menší pravděpodobnost blokování akcií před konáním valné hromady (67 % vs. 50 %), existuje silnější podpora proporcionalní reprezentace v představenstvu společností (44 % vs. 17 %), většinou zabezpečují předkupní právo (78 % vs. 50 %), a také existuje v Latinské Americe silnější soudní zázemí pro ochranu potlačených akcionářů (44 % vs. 17 %). Na druhé straně Latinská Amerika nikdy nedovoluje hlasovat poštou (vs. 8 % zbytku francouzské skupiny) a vyžaduje vyšší podíl kapitálu pro svolání mimořádné valné hromady (18 % vs. 12 %). Kromě jedné charakteristiky (potřebný podíl pro svolání mimořádné valné hromady), zmíněné rozdíly nejsou statisticky významné, pokud je uvažujeme odděleně. Avšak jejich celkový vliv způsobuje, že v Latinské Americe existuje lepší a bezpečnější prostředí pro akcionáře, než v ostatních zemích francouzské skupiny. Ukazatel anti-director rights pro Latinskou Ameriku je 2,67 a zbytek té skupiny vykazuje 2,08.

Německá skupina stejně jako francouzská má podprůměrnou ochranu pro akcionáře. I když země z německé právnícké rodiny mají efektivnější soudní mechanismus pro ochranu potlačených akcionářů, blokují obchodování s akciemi před valnou hromadou častěji, než státy z francouzské skupiny. Průměrná hodnota ukazatele anti-director rights pro německou skupinu je stejná jako pro francouzskou skupinu (2,33).

Skandinávské země nemají stejně dobrou ochranu pro akcionáře jako státy s common law, ale mají nejlepší ve skupině států občanského práva. Průměrná hodnota ukazatele anti-director rights je tři.

V zásadě nejlepší ochranu pro akcionáře zabezpečují ve srovnání se zbytkem světa státy ze skupiny anglického common law.

2.2 Vynutitelnost práv

Zákony tvoří jenom jednu část investorské ochrany, jejich vynutitelnost je stejně důležitá nebo možná je důležitější. Investor může získat nepočítaně práv, nebude však schopen je využívat, nestojí-li efektivní právní systém na jeho straně a není-li tudíž schopen zabezpečovat jejich vynutitelnost. V tomto pojetí silný právní systém může sloužit jako substitute slabých zákonů.

Tabulka číslo 2.2 obsahuje několik parametrů pro měření kvality vynutitelnosti práv v jednotlivých zemích, které byly shromažďovány pomocí nezávislých agentur jako je Business International Corporation, International Country Risk Guide. Tři proměnné jsou analyzované v následující tabulce a tj. efektivnost soudnictví, vynutitelnost práv a korupce. První dva parametry patří do oblasti soudnictví a jeho efektivnosti, zatímco poslední parametr spíše zobrazuje běžný přístup státu k podnikatelské sféře. Ve čtvrtém sloupci jsou shromážděny údaje o kvalitě účetního standardu veřejně obchodovaných společností z jednotlivých zemí. Účetnictví je rozhodujícím prvkem pro corporate governance, bez něho je totiž velice obtížné zhodnotit aktivitu managementu a vyčíslit skutečný cash flow. Výzkum pro výpočet hodnot účetního standardu pro dané země (uvedené v tabulce 2.2) provedl Center for International Financial Analysis and Research. Základem výzkumu byly firemní reporty. Výsledky jsou dostupné ve studiu pouze pro 41 zemí ze 49.

Podívejme se nejprve na situaci v Argentině. Tato země patří s dalšími státy z Latinské Ameriky do skupiny francouzského občanského práva. Navzdory tomu, že právě tato skupina chrání akcionáře nejméně, Argentina dosáhla vysokou úroveň ukazatele anti-director rights.

Jak lze tedy vysvětlit, že je Argentina i tak široce kritizována kvůli slabé ochraně investorů? Srovnáme situaci Argentiny s Novým Zélandem, který chrání investorské zájmy stejně jako Argentina.

Argentina má velice slabé požadavky na účetní výkaznictví a špatně fungující soudní systém. Nový Zéland dosáhl vysokou hodnotu při měření vynutitelnosti práv, korupce i efektivnosti soudnictví. Co se týče účetních standardů Nový Zéland nasbíral 70 bodů, zatímco Argentina pouze 45, což je podprůměrná úroveň na celém světě. Korupční nebo slabě fungující soudní systém spolu podprůměrným účetním standardem může eliminovat pozitivní výsledky vysoké úrovně ochrany akcionářů.

Jak vidíme z výsledků Tabulky č. 2.2, další země z francouzské skupiny mají stejně slabý soudní systém jako Argentina. I tady platí, že nejslabší účetní standardy a nejhorší právní zázemí mají státy francouzského občanského práva. Skandinávské státy mají nejsilnější soudní vynutitelnost a státy common law jsou těsně za nimi, na druhém místě.

Slabé výsledky Argentiny ukazují i celkový postoj Latinské Ameriky a celé francouzské skupiny. Latinská Amerika má ve všech čtyřech proměnných nižší hodnoty v tabulce 2.2 (i když rozdíly nejsou nikde statisticky významné). Výsledky testů nepodporují hypotézu, že kvalita vynutitelnosti práv může substituovat resp. kompenzovat kvalitu samotných zákonů.¹⁸ Investor v Latinské Americe – a všeobecně ve skupině francouzského občanského práva – je slabě chráněn pomocí zákonů před soudy, které je vynucují. Opak platí pro státy z anglické skupiny common law, tj. investor je dobře chráněn pomocí zákonů a systém jejich dodržení je jeden z nejefektivnějších na světě.

¹⁸ Vishny, Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes a Shleifer: Legal Institutions and Capital Markets, str. 81

Tabulka č. 2.2

Vynutitelnost práva

země	Efektivnost právního systému	Vynutitelnost práva	Korupce	Účetní standardy	HNP na hlavu v USD	Log HNP
Austrálie	10,00	10,00	8,52	75	17.500	4,24
Kanada	9,25	10,00	10,00	74	19.970	4,30
Hong Kong	10,00	8,22	8,52	69	18.060	4,26
Indie	8,00	4,17	4,58	57	300	2,48
Irsko	8,75	7,80	8,52	na	13.000	4,11
Izrael	10,00	4,82	8,33	64	13.920	4,14
Keňa	5,75	5,42	4,82	na	270	2,43
Malajsie	9,00	6,78	7,38	76	3.140	3,50
Nový Zéland	10,00	10,00	10,00	70	12.600	4,10
Nigérie	7,25	2,73	3,03	59	300	2,48
Pákistán	5,00	3,03	2,98	-	430	2,63
Singapur	10,00	8,57	8,22	78	19.850	4,30
JAR	6,00	4,42	8,92	70	2.980	3,47
Srí Lanka	7,00	1,90	5,00	-	600	2,78
Thajsko	3,25	6,25	5,18	64	2.110	3,32
UK	10,00	8,57	9,10	78	18.060	4,26
USA	10,00	10,00	8,63	71	24.740	4,39
Zimbabwe	7,50	3,68	5,42	-	520	2,72
průměr common law	8,15	6,46	7,06	69,62	9,353	0,97
Argentina	6,00	5,35	6,02	45	7.220	3,86
Belgie	9,50	10,00	8,82	61	21.650	4,34
Brazílie	5,75	6,32	6,32	54	2.930	3,47
Chile	7,25	7,02	5,30	52	3.170	3,50
Kolumbie	7,25	2,08	5,00	50	1.400	3,15
Ekvádor	6,25	6,67	5,18	-	1.200	3,08
Egypt	6,50	4,17	3,87	24	660	2,82
Francie	8,00	8,98	9,05	69	22.490	4,35
Řecko	7,00	6,18	7,27	55	7.390	3,87
Indonésie	2,50	3,98	2,15	-	740	2,87
Itálie	6,75	8,33	6,13	62	19.840	4,30
Jordánsko	8,66	4,35	5,48	-	1.190	3,08
Mexiko	6,00	5,35	4,77	60	3.610	3,56
Nizozemí	10,00	10,00	10,00	64	20.950	4,32
Peru	6,75	2,50	4,70	38	1.490	3,17
Filipíny	4,75	2,73	2,92	65	850	2,93
Portugalsko	5,50	8,68	7,38	36	9.130	3,96
Španělsko	6,25	7,80	7,38	64	13.590	4,13
Turecko	4,00	5,18	5,18	51	2.970	3,47
Uruguay	6,50	5,00	5,00	31	3.830	3,58
Venezuela	6,50	6,37	4,70	40	2.840	3,45
průměr Latinské Ameriky	6,47	5,18	5,22	46,25	3,077	3,49

Průměr dal. země franc obč.pr	6,62	6,7	6,3	55,1	10.121	4,01
průměr franc. obč. právo	6,56	6,05	5,84	51,17	7.102	3,85

země	Efektivnost právního systému	Vynutitelnost práva	Korupce	Účetní standardy	HNP na hlavu v USD	Log HNP
Rakousko	9,50	10,00	8,57	54	23.510	4,37
Německo	9,00	9,23	8,93	62	23.560	4,37
Japonsko	10,00	8,98	8,52	65	31.490	4,50
Jižní Korea	6,00	5,35	5,30	62	7.660	3,88
Švýcarsko	10,00	10,00	10,00	68	35.760	4,55
Tchaj-wan	6,75	8,52	6,85	65	10.425	4,02
průměr německé obč. právo	8,54	8,68	8,03	62,67	22.067	4,34
Dánsko	10,00	10,00	10,00	62	26.730	4,43
Finsko	10,00	10,00	10,00	77	19.300	4,29
Norsko	10,00	10,00	10,00	74	25.970	4,41
Švédsko	10,00	10,00	10,00	83	24.740	4,39
průměr skandinávské obč. právo	10,00	10,00	10,00	74	24.185	4,38
Aritmetický průměr	7,67	6,85	6,90	60,93	11.156	4,05

2.3 Vnější financování a právní instituce

Mohou existovat nejméně dva důvody, proč právní instituce nemají žádný efekt na vnější financování podniku. Za prvé: není bezpodmínečně nutné mít dobré zákony, když podniky dodrží své slovo nikoliv proto, že jsou nuceny ze strany zákona, ale proto, aby si vybudovaly důvěru a dobrou pověst a aby získaly potřebné zdroje k financování projektů. Žádný investor by neprojevil zájem o společnost, kdyby zisky z podvádění převyšovaly náklady na vnější financování.

Za druhé: špatné zákony a jejich slabá vynutitelnost mohou mít nulový efekt, když mají společnosti možnost vystoupit ze smluvních povinností. Easterbrook a Fischel¹⁹ (1991) jsou skeptičtí ohledně závaznosti zákonů pro manažery. Argumentují, že manažeři mohou poskytnout lepší ochranu pro investora, pouze když se to vyplatí jim samotným. Porušování smluv může být v konečném efektu stejně nákladné jak pro manažery, tak i pro investory. Pro manažery může znamenat zvýšenou spotřebu času, protože jejich snahou bude uzavírat a tedy tvořit nestandardní, tj. komplikovanější smlouvy. Pro investory pak bude taková transakce zejména časově nákladná, budou totiž spotřebovávat svůj čas na přezkoumání smlouvy. Navíc budou nestandardní smlouvy komplikovat rozhodování soudů, které nebudou schopné resp. ochotné analyzovat nestandardní smlouvy, čím se zužuje prostor pro nežádoucí kreativitu ze strany manažerů.

Vysoká úroveň právních institucí v zemi je důležitým parametrem - lze očekávat, že koncentrace vlastnictví je vyšší v zemích, kde je právní ochrana akcionářů slabší, a to ze dvou důvodů. Za prvé, pouze velcí akcionáři mají sílu efektivně kontrolovat manažery a snížit možnost podvodu. Za druhé, malí akcionáři mohou být neochotní nakupovat akcie společností, je-li právní ochrana v dané zemi slabá. I když kolísání cen akcií závisí na tržních silách, manažeři se snaží nabízet akcie za vyšší a vyšší cenu, což v slabém právním prostředí způsobují vyloučení menších hráčů a zúžení finančních trhů pro vnější financování.

¹⁹ Easterbrook a Fischel: "Contract and Fiduciary Duty", 1991

Tabulka č.3.2

External finance and legal institutions

země	Koncentrace vlastnictví	Externí CAP/HNP	Dom. kotované firmy/pop	IPOs/pop	dluh/HNP	Růst HDP
Austrálie	0,28	0,49	63,55	-	0,76	3,06
Kanada	0,24	0,39	40,86	4,93	0,72	3,36
Hong Kong	0,54	1,18	88,16	5,16	-	7,57
Indie	0,43	0,31	7,79	1,24	0,29	4,34
Irsko	0,36	0,27	20,00	0,75	0,38	4,25
Izrael	0,55	0,25	127,60	1,80	0,66	4,39
Keňa	-	-	2,24	-	-	4,79
Malajsie	0,52	1,48	25,15	2,89	0,84	6,90
Nový Zéland	0,51	0,28	69,00	0,66	0,90	1,67
Nigérie	0,45	0,27	1,68	-	-	3,43
Pákistán	0,41	0,18	5,88	-	0,27	5,50
Singapur	0,53	1,18	80,00	5,67	0,60	1,68
JAR	0,52	1,45	16,00	0,05	0,93	7,48
Srí Lanka	0,61	0,11	11,94	0,11	0,25	4,04
Thajsko	0,48	0,56	6,70	0,56	0,93	7,70
UK	0,15	1,00	35,68	2,01	1,13	2,27
USA	0,12	0,58	30,11	3,11	0,81	2,74
Zimbabwe	0,51	0,18	5,81	-	-	2,17
průměr common law	0,42	0,60	35,45	2,23	0,68	4,30
Argentina	0,55	0,07	4,58	0,20	0,19	1,40
Belgie	0,62	0,17	15,50	0,30	0,38	2,46
Brazílie	0,63	0,18	3,48	0,00	0,39	3,95
Chile	0,38	0,80	19,92	0,35	0,63	3,35
Kolumbie	0,68	0,14	3,13	0,05	0,19	4,38
Ekvádor	-	-	13,18	0,09	-	4,55
Egypt	0,62	0,08	3,48	-	-	6,13
Francie	0,24	0,23	8,05	0,17	0,96	2,54
Řecko	0,68	0,07	21,60	0,30	0,23	2,46
Indonésie	0,62	0,15	1,15	0,10	0,42	6,38
Itálie	0,60	0,08	3,91	0,31	0,55	2,82
Jordánsko	-	-	23,75	-	0,70	1,20
Mexiko	0,67	0,22	2,28	0,03	0,47	3,07
Nizozemí	0,31	0,52	21,13	0,66	1,08	2,55
Peru	0,57	0,40	9,47	0,13	0,27	2,82
Filipíny	0,51	0,10	2,90	0,27	0,10	0,30
Portugalsko	0,59	0,08	19,50	0,50	0,64	3,52
Španělsko	0,50	0,17	9,71	0,07	0,75	3,27
Turecko	0,58	0,18	2,93	0,05	0,15	5,05
Uruguay	-	-	7,00	0,00	0,26	1,96
Venezuela	0,49	0,08	4,28	0,00	0,10	2,65

průměr Latinské Ameriky	0,57	0,23	7,49	0,10	0,29	2,84
Průměr dal. zemí franc obč.pr	0,53	0,19	11,89	0,28	0,56	3,43
průměr franc. obč. právo	0,55	0,21	10,00	0,19	0,45	3,18
Rakousko	0,51	0,06	13,87	0,25	0,79	2,74
Německo	0,50	0,13	5,14	0,08	1,12	2,60
Japonsko	0,13	0,62	17,78	0,26	1,22	4,13
Jižní Korea	0,20	0,44	15,88	0,02	0,74	9,52
Švýcarsko	0,48	0,62	33,85	-	-	1,18
Tchaj-wan	0,14	0,88	14,22	0,00	-	11,56
průměr německé obč. právo	0,33	0,46	16,79	0,12	0,97	5,29
Dánsko	0,40	0,21	50,40	1,80	0,34	2,09
Finsko	0,34	0,25	13,00	0,60	0,75	2,40
Norsko	0,31	0,22	33,00	4,50	0,64	3,43
Švédsko	0,28	0,51	12,66	1,66	0,55	1,79
průměr skandinávské obč. právo	0,33	0,30	27,27	2,14	0,57	2,42
Aritmetický průměr	0,45	0,4	21,59	1,02	0,59	3,79

Hrají-li právní instituce důležitou roli ve velikosti a v efektivnosti finančních trhů, je konec konců empirickou otázkou, kterou musíme ověřit. Kdyby vystoupení z právního vztahu bylo jednoduché a levné, struktura vlastnictví a vnější financování podniku by nebylo ovlivněné odlišnostmi právních institucí jednotlivých zemí. Proto hledáme důkaz, že legislativní zázemí vnějšího financování společností ovlivňuje:

1. koncentrace vlastnictví
2. velikost kapitálového trhu.

Ve sloupcích tabulky č. 3.2. jsou uvedeny koncentrace vlastnictví, rozšířenost vnějšího financování podniku a zadluženost sektoru firem vůči finančním institucím. První proměnná je koncentrace vlastnictví, která byla sestavena z dat 10 největších nefinančních domácích veřejně obchodovaných firem ve 45 zemích. Konečné číslo reprezentuje střední hodnotu vlastněných akcií tří největších akcionářů v těchto deseti společnostech.

Další tři proměnné zohledňují rozsah možností vnějšího financování. První z nich je poměr kapitalizace finančního trhu vlastněných minoritními akcionáři k HNP. Počet domácích firem kotovaných na finančním trhu k populaci a počet IPO v jednotlivých zemích mezi lety 1995 a 1996 jsou zbývající dvě proměnné.

Předběžné výsledky

První předběžný výsledek této analýzy je, že rozptýlené vlastnictví je mýtus na celém světě. V průměru 45 % kapitálu veřejně obchodovaných firem je ve vlastnictví tří největších akcionářů. Druhým zajímavým závěrem je souvislost, že země, kde je ochrana akcionářů slabší, je koncentrace vlastnictví vyšší. Průměr států patřící do skupiny francouzského občanského práva je 55 %, což je mnohem vyšší než světový průměr, resp. vyšší než průměr jednotlivých právních rodin. Nejvyšší hodnota koncentrace vlastnictví je v Latinské Americe, kde se tato hodnota vyšplhala až na 57 %. Státy s nejvyšší koncentrací vlastnictví jsou Řecko (68 %), Kolumbie (68 %), Mexiko (67 %) a Brazílie (63 %). Z Latino-Amerických států vyniká Chile, kde je hodnota koncentrace pouze 38 % a hodnota anti-director rights pět. Je možné, že lepší ochrana akcionářů souvisí s koncentrací vlastnictví a tím pádem i rozvinutostí finančních trhů? Každopádně státy patřící do skupiny francouzského občanského práva mají nejvyšší koncentrace vlastnictví - možná právě díky slabé ochraně akcionářů.

Nejnižší koncentrace vlastnictví je ve skandinávských zemích a v zemích skupiny německého občanského práva (33 %). Státy ze skupiny anglického common law skončily na „druhém místě“ (42 %).

Další zajímavé výsledky můžeme objevit v naší poslední tabulce. Přístup k vnějšímu financování podniku ve státech francouzského občanského práva je nejvíc omezen. Počet IPO k populaci je pouze jedna pětina, počet domácích firem k populaci a poměr externího kapitálu k HNP je polovina světového průměru. Situace je podobná v Latinské Americe, kde je počet firem financovaných externě k populaci zhruba jedna třetina světového průměru a počet IPO k populaci, je víc než 10krát nižší, než světový průměr. Na druhé straně všechny tři indikátory ukazují, že přístup k vnějšímu financování podniku je v průměru lepší ve státech z anglického common law.

Např. počet firem kotovaných na burzách k počtu obyvatel (v milionech) je 35 vůči 21,6 světovému průměru, počet IPO na milion lidí je 2,2 vůči 1,02 světovému průměru.

Finanční trhy ve Skandinávských zemích jsou dostupnější než v zemích německého občanského práva. Kdybychom chtěli shrnout poslední poznatky, tak můžeme říct, že možnost vnějšího financování podniku je dostupnější a lehčí v zemích, kde práva akcionářů jsou lépe chráněna. Finanční trhy jsou menší a méně rozvinuté v zemích, kde obchodní zákoník byl založen na francouzském občanském právu a je větší v zemích, kde byl základem anglický common law.

V následující části práce najdeme empirickou verifikaci zmíněných souvislostí.

3 Výsledky regresní analýzy

Základním kamenem práce především musí být dokázatelný vztah mezi efektivností právního systému resp. vynutitelnosti práva a jednotlivé původy právních systémů. Je třeba najít signifikantní rozdíl mezi efektivností právních systémů v anglickém, francouzském, německém a skandinávském právním systému, abychom mohli jednoznačně říct, že na institucionálních parametrech záleží.

V předchozí části jsme viděli, že akcionáři mají na své straně více práv v zemích, kde byl obchodní zákoník ovlivněn anglickým common law. Státy pod německým a skandinávským vlivem skončily na imaginární škále uprostřed co se týče ochrany práv akcionářů a státy z francouzské skupiny dopadly nejhůř.

Ze zmíněných skutečností, bychom mohli odvodit, že finanční trh bude větší a rozvinutější v zemích, kde jsou práva akcionářů více chráněna. Protože jenom v takovém prostředí mají akcionáři jistotu, že investované peníze dostanou nazpět. Na druhé straně mince jsou společnosti, které mají motivaci vstoupit na finanční trh s cílem získávání potřebných finančních zdrojů, jen když tam naleznou akcionáře ochotné investovat.

Je-li právní ochrana akcionářů resp. platné zákony o finančních trzích hrají důležitou roli, pak musíme najít signifikantní souvislost mezi ochranou práva (hodnotou ukazatele Antidirector rights) a velikosti finančních trhů (např. IPOs/Pop, External CAP/Pop).

Další souvislost vyskytuje mezi koncentrace vlastnictví a hodnotou Antidirector rights. Protože opravdu záleží-li na zákonech, povede lepší ochrana práv k ploššímu vlastnictví a to k nižší koncentraci. To znamená, že bychom museli najít proměnnou Antidirector rights jako důležitý parametr v určování velikosti koncentrace vlastnictví.

Důkazem pravdivosti naší teorie mohou být i proměnné jako jsou vynutitelnost práva a efektivnosti finančního trhu. Předpokládáme, že státy anglické skupiny mají větší a rozvinutější finanční trhy než země ostatních skupin právě díky lepšímu institucionálnímu uspořádání. V regresních analýzách bychom proto měli

zjistit, že efektivnost právního systému resp. vynutitelnost práva signifikantně ovlivňují měřítka velikosti finančního trhu a zmíněné rozdíly lze pozorovat ze států z jiných právních původů.

V celé kapitole používáme následující označení:

Antidirector-rights	AR
Domáci kotované firmy/Pop	DKF/Pop
Efektivnost právního systému	EPS
Hlasování poštou	HP
IPOs/Pop	IPOs/Pop
Kapitalizace firem/Pop	Kap/Pop
Koncentrace vlastnictví	KV
Korupce	KR
Kumulativní hlasování	KH
Log HNP	L HNP
Neblokované akcie	NA
Práva potlačované minority	PPM
Předkupní právo	PP
Růst HDP	R HDP
Vynutitelnost práva	VP

Nula – jedničkové indikátory:

I_e indikátor se rovná nule, když země X nepatří do anglické skupiny a rovná se jedné, když země patří do anglické skupiny.

Indikátor I_f se rovná nule, když země X nepatří do francouzské skupiny a rovná se jedné, když země patří do francouzské skupiny.

I_g se rovná nule, když země X nepatří do německé skupiny a rovná se jedné, když země patří do německé skupiny.

I_s indikátor se rovná nule, když země X nepatří do skandinávské skupiny a rovná se jedné, když země patří do skandinávské skupiny.

3.1 Koncentrace vlastnictví

První regresní model²⁰ se snaží vysvětlit koncentraci vlastnictví pomocí několika ukazatelů. Pracujeme s modelem:

$$KV_i = B_0 + B_1LHNP + B_2AR + B_3VP + \varepsilon_i$$

Vysvětlující proměnné jsou Antidirector rights, Vynutitelnost práva a Log HNP, ze kterých se prokázal jenom Antidirector rights jako signifikantní parametr. Hodnota koeficientu determinace je relativně nízká, rovná se 41,13%.

Regresní model č. 1.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	0,7442	0,1389	5,3600	0,0000
L HNP	0,1026	0,1900	0,5400	0,5920
AR	-0,0505	0,0146	-3,4700	0,0010
VP	-0,0466	0,0340	-1,3700	0,1770
R^2	41,14%			

V regresní analýze č. 1.3 se jenom parametr Antidirector rights se ukázal být významným. Po vynechání ostatních vysvětlujících proměnných provedeme další regresi. O koncentraci vlastnictví lze napsat následující rovnici:

$$KV = 0,78 - 0,0505AR + \varepsilon_i$$

²⁰ Všechny regresní modely ve třetí kapitole jsou vlastní výpočty.

Zajímavá souvislost je, že index Antidirector-rights signifikantně ovlivňuje koncentrace vlastnictví. Země se silnější právní ochranou akcionářů, tj. vyšší hodnotou ukazatele Antidirector rights, mají statisticky signifikantně nižší koncentrace vlastnictví. Zvýší-li se hodnota Antidirector rights o 2 body, sníží se koncentrace vlastnictví o 10 %. ²¹

Protože Antidirector-rights se tvoří jako součet několika akcionářských práv, snažila jsem se najít práva, které mají největší váhu v ovlivňování koncentrace vlastnictví. Výsledkem je, že kumulativní hlasování a možnost odškodnění akcionářů legální cestou jsou ty nejdůležitější proměnné, ale ani jedna z nich se neprojevila jako rozhodující při ovlivnění koncentrace vlastnictví.

Regresní model č. 2.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	0,8362	0,2048	4,0800	0,0000
HP	-0,0591	0,0549	-1,0800	0,2890
NA	-0,0203	0,0485	-0,4200	0,6770
KH	-0,0990	0,0435	-2,2800	0,0290
PP	0,0247	0,0387	0,6390	0,5270
PPM	-0,0714	0,0428	-1,6700	0,1040
R HDP	-0,0119	0,0086	-1,3800	0,1770
L HNP	-0,0024	0,0309	-0,0770	0,9390
VP	-0,0341	0,0161	-2,1120	0,0400
R²	51,20%			

²¹ Zajímavě píše o vztazích mezi ochranou akcionářů a koncentrací vlastnictví La Porta, Florencio Lopez –de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny v práci Investor Protection: Origins, Consequences. Další významné autoři jsou v tom tématu Charles P. Himmelberg, R Glenn Hubbard a Inessa Love ve svých pracích Investor Protection, Ownership and Investment

Druhou vysvětlující proměnnou v regresní analýze o koncentraci vlastnictví jsou jednotlivé právní původy, které mohou být rozhodujícím prvkem institucionálních uspořádání. Předpokládáme, že v zemi, kde jsou institucionální charakteristiky (jako jsou soudní a právní systémy) na kvalitativně vyšší úrovni, mají nižší koncentrace vlastnictví.

Regresní analýza č. 3.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	0,3325	0,0693	4,8000	0,0000
I _e	0,0916	0,0770	1,1900	0,2410
I_f	0,2142	0,0766	2,7900	0,0080
I _g	-0,0058	0,0895	-0,0652	0,9480
R ²	29,26%			

Regresní model č. 4.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	0,5467	0,0327	16,7000	0,0000
I _e	-0,1225	0,0469	-2,6100	0,0120
I _g	-0,2200	0,0654	-3,3700	0,0020
I_s	-0,2142	0,0766	-2,7900	0,0080
R ²	29,26%			

V regresních modelech č. 3.3 a 4.3 vysvětlující proměnné jsou jednotlivé právní původy. V modelu 3.3 koncentrace vlastnictví v anglické, německé a ve francouzské skupině je v relativním vyjádření vůči skandinávské skupině. V tomto případě pouze jednou vyšel jako statisticky signifikantní rozdíl v koncentraci vlastnictví a to v zemích francouzského původu. Způsob vyjádření koncentrace vlastnictví v modelu č. 4.3 je stejný. Koncentrace v anglické, německé a skandinávské skupině je vyjádřena vůči zemím francouzského původu. Zajímavé je, že koncentrace vlastnictví ve všech zemích (v anglické, skandinávské a v německé skupině) je statisticky odlišná od koncentrace ve francouzských zemích.

Koncentraci vlastnictví můžeme napsat pomocí následujících rovnic:

$$KV = 0,33 + 0,091I_e + 0,21I_f - 0,006I_g + \varepsilon_i$$

$$KV = 0,55 - 0,122I_e - 0,22I_g - 0,21I_s + \varepsilon_i$$

Interpretace rovnic je jednoduchá. Státy, které nepatří do anglické, francouzské a ani německé skupiny, mají koncentrace vlastnictví průměrně 0,33. Stát patřící do anglické skupiny má o 0,091 bodu větší koncentraci. Země francouzského původu mají koncentraci vlastnictví průměrně kolem 0,54 bodu (0,33+0,21). Státy z německé skupiny mají vzásadě nižší koncentrace, a to o méně než 0,01 bodu.

Druhá rovnice má podobnou vypovídací schopnost. Státy nepatřící do anglické, německé a skandinávské skupiny mají koncentraci vlastnictví kolem 0,55 bodu. Země anglického původu mají signifikantně nižší koncentrace, její hodnota se pohybuje kolem 0,428 (0,55-0,122). Státy německé skupiny jsou na tom ještě lépe. Koncentrace vlastnictví se snižuje v jejich případech o 0,22 a konečná hodnota koncentrace je kolem 0,33 bodu. Rozdíl v koncentraci skandinávských zemí je také statisticky signifikantní. Koncentrace vlastnictví ve skandinávské skupině je o 0,21 bodu nižší než v jiných zemích a její hodnota je 0,34 bodu.

Dospěli jsme k názoru, že koncentrace vlastnictví je nejnižší v zemích anglického a skandinávského původu, v zemích, kde je ochrana akcionářů nad úrovní světového průměru. Naopak v zemích, kde ochrana akcionářů je nízká, jako např. v státech francouzského původu, je koncentrace vlastnictví signifikantně vysoká. Můžeme tedy jednoznačně říct, že je právní ochrana akcionářů rozhodujícím způsobem determinuje koncentrace vlastnictví.

Další proměnné, které ovlivňují koncentraci vlastnictví jsou vynutitelnosti práva a úroveň HNP. Výsledky modelu č. 5.3 potvrzují předpoklad autorů (La Porta a kol.), že větší ekonomiky mají nižší koncentrace vlastnictví a že lepší vynutitelnost práva vede k nižší koncentraci vlastnictví. I když tento vztah není signifikantním.

Regresní model č. 5.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	0,8819	0,1814	4,8600	0,0000
R HDP	-0,0145	0,0087	-1,6800	0,1020
L HNP	-0,0008	0,0296	-0,0269	0,9790
VP	-0,0311	0,0162	-1,9300	0,0610
AR	-0,0486	0,0148	-3,2800	0,0020
OS-OV	0,0021	0,0488	0,0429	0,9660
R ²	44,72%			

V případě koncentrace vlastnictví princip „one share – one vote“ se ukázal jako zcela nevýznamná proměnná. Výsledky regresní analýzy potvrdily předpoklad, že původy jednotlivých právních systémů, ochrana akcionářů měřená ukazatelem Antidirector rights a vynutitelnost práva jsou důležitými determinantami koncentrace vlastnictví.²²

3.2 Velikost finančního trhu

Další vysvětlovaná proměnná je samotný finanční trh, popsáný pomocí ukazatelů External CAP k HNP, počet domácích firem k populaci a počet IPO k populaci. V případě velikosti finančního trhu předpokládáme, že finanční trh bude signifikantně větší v zemích, kde je právní ochrana akcionářů vyšší. Po rozdělení zemí do jednotlivých právních skupin očekáváme, že finanční trh bude rozvinutější v zemích

²² Ohledně koncentraci vlastnictví ve světě a o struktuře vlastnictví píšou Rafael La Porta, Florencio Lopez –de-Silanes, Andrei Shleifer: Corporate Ownership Around the World a od autora Benjamin M. Friedman: Economic Implications of changing share ownership

anglické skupiny a signifikantně méně rozvinutý bude v zemích francouzské skupiny. Výsledky můžeme shrnout do několika bodů.²³

3.2.1 Počet kotovaných firem k populaci

Regresní model č. 6.3 se snaží vysvětlovat ukazatel Počet domácích kotovaných firem k populaci pomocí vysvětlujících proměnných, jako jsou: růst HDP, Log HNP a vynutitelnost práva. Poslední tři proměnné jej popisují v relativní podobě ve srovnání s anglickou skupinou. Hodnota R^2 je 52,19%.

Regresní model č. 6.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	-69,7895	23,6300	-2,9500	0,0050
R HDP	0,1476	1,3760	0,1070	0,9150
L HNP	15,7480	3,8570	4,0800	0,0000
VP	-3,7356	2,1900	-1,7100	0,0960
I_f	-28,4562	6,3810	-4,4600	0,0000
I_g	-37,0785	9,8790	-3,7500	0,0010
I_s	-24,7758	11,3700	-2,1800	0,0350
R²	52,19%			

Vysvětlovanou proměnnou můžeme napsat rovnicí:

$$DKF/Pop_i = B_0 + B_1R \text{ HDP} + B_2LHNP + B_3VP + \varepsilon_i$$

²³ Ohledně literatury o významných determinantech ovlivňujících finanční trhy viz: Bernard S. Black: The Core Institutions That Support Strong Securities Markets a práci The Legal and Institutional Preconditions For Strong Securities Markets

V regresní analýze č. 6.3 jenom vysvětlující proměnná Log HNP se ukázal být významným determinantem. Po vynechání ostatních vysvětlujících proměnných provedeme další regresi. Vysvětlovanou proměnnou můžeme napsat následovně:

$$DKF/Pop_i = -69,8 + 15,75 LHNP + 3,74VP + \varepsilon_i$$

Vychází pozitivní závislost mezi Log HNP a hodnotami počtu domácích kotovaných firem k populaci. Vynutitelnost práva silně ovlivňuje vysvětlovanou proměnnou, tj. zlepšením vynutitelnosti práva se zvyšuje počet kotovaných firem na finančních trzích k populaci.

Rozdíly v počtu kotovaných firem podle jednotlivých právních původů jsou signifikantní. Potvrdilo se, že jednotlivé původy právních systémů jsou rozhodujícími parametry. Ve srovnání se zeměmi z anglické skupiny, francouzské státy mají o 28,5 procentního bodu méně veřejně obchodovatelných firem k populaci. Skandinávské státy mají o 24,78 procentního bodu méně a státy pod německým vlivem o 37,08 procentního bodu méně veřejně obchodovatelných firem než státy z anglické právní rodiny. Rozdíly jsou signifikantní!

3.2.2 Kapitalizace k HNP

Ukazatel External CAP k HNP jsem se snažila vysvětlit pomocí stejných vysvětlujících proměnných, jako u indexu počtu domácích kotovaných firem k HNP.

Regresní model č. 7.3

	Bodový odhad	Směrod. odch	t-test	t-prob
Constant	-0,4672	0,4494	-1,0400	0,3050
R HDP	0,0665	0,0230	2,8900	0,0060
L HNP	0,0916	0,0745	1,2300	0,2260
VP	0,0027	0,0403	0,0680	0,9460
I_f	-0,3294	0,1081	-3,0500	0,0040
I_g	-0,3537	0,1615	-2,1900	0,0350
I_s	-0,3484	0,1850	-1,8800	0,0670
R ²	40,93%			

Výsledky regresního modelu č. 7.3 potvrzují výsledky modelu 6.3. Země francouzského původu mají signifikantně nižší hodnotu ukazatele externí kapitalizaci k HNP, než země anglického původu. To samé platí i na německé a skandinávské státy, avšak v jejich případech nebyl rozdíl statisticky významný. Země německého původu mají o 35,36 procentního bodu nižší kapitalizaci k HNP, skandinávské země o 34,84 procentního bodu nižší a země francouzského původu o 32,94 procentního bodu nižší kapitalizaci k HNP než země pod vlivem anglický common law.

Ukazatel kapitalizace k HNP je ovlivněn kromě právních původů i růstem HDP. Podle regresního modelu č. 7.3 platí následující rovnice:

$$KAP/HNP = - 0,49 + 0,065 R HDP + \varepsilon_i$$

Zvýšením růstu HDP o jedno procento se zvyšuje proměnná kapitalizace k HNP o 6,6 procentního bodu.

Další proměnná, která se ukázala být signifikantní při vysvětlení kapitalizaci je index Antidirector rights.

Regresní model č. 8.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	-0,8238	0,4152	-1,9800	0,0540
R HDP	0,0638	0,0198	3,2200	0,0030
L HNP	0,0505	0,0679	0,7440	0,4610
VP	0,0174	0,0370	0,4700	0,6410
AR	0,1230	0,0339	3,6300	0,0010
One share-one vote	0,1651	0,1118	1,4800	0,1480
R²	46,91%			

Po vynechání nevýznamných determinantů z regresního modelu č. 8.3 provedeme další regresi. Následně můžeme napsat rovnici:

$$\text{KAP/HNP} = -0,741 + 0,069 \text{ R HDP} + 0,105 \text{ AR} + \varepsilon_i$$

V případě růstu HDP jsme dostali stejný výsledek jako u předchozí regresní analýzy. Zvýšením růstu HDP o jeden procentní bod se zvyšuje externí kapitalizace o 6,9%. Zlepšení hodnoty Antidirector rights o jeden bod způsobuje zvýšení v hodnotě externí kapitalizace k HNP o 10,5 procentního bodu. U obou případů jsme obdrželi signifikantní souvislost!

Ukazuje se, že Antidirector rights má silný efekt na velikost finančního trhu. Zvýšení hodnoty ukazatele Antidirector rights z 2,5 bodu celosvětového průměru k maximálnímu počtu šesti bodů je spojen se zvýšením ukazatele External CAP k HNP o 43,05 procentního bodu, zvýšením počtu veřejně obchodovatelných firem o 21,06 procentního bodu a zvýšením IPO k populaci o 2 procenta.

3.2.3 IPO k populaci

Zkoumání samotného ukazatele IPOs k populaci ve vztahu Antidirector rights a ostatním proměnným vedlo k podobným výsledkům jako v předchozích dvou případech. Antidirector-rights významně ovlivňuje počet firem, které vystoupí na trh cenných papírů (IPOs/Pop) s cílem získávání nových zdrojů k financování svých investičních projektů. Vztah mezi Antidirector-rights a IPOs/Pop se ukázal signifikantní a pozitivní, což znamená, že zvýšením kvality akcionářských práv se zvyšuje

ukazatel IPOs/Pop. Druhým nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím IPO vedle Antidirector rights je efektivnost právního systému. IPO pozitivně koreluje i růstem HDP a účetními standardy, avšak zmíněné souvislosti nikdy se neukázaly být signifikantními.

Regresní model č. 9.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	-2,7911	0,7575	-3,6800	0,0010
AR	0,4424	0,1497	2,9500	0,0050
EPS	0,3215	0,0947	3,4000	0,0020
R ²	43,08%			

Pracujeme s modelem:

$$\text{IPOs/Pop}_i = B_0 + B_1\text{AR} + B_2\text{EPS} + \varepsilon_i$$

V regresní analýze č. 9.3 můžeme vidět, že Antidirector rights a efektivnost právního systému signifikantně ovlivňují hodnotu IPOs/Pop. Negativním faktem je pouze relativně nízká hodnota koeficientu determinace, který se rovná 43,1%. Přidáním dalších proměnných, jako např. Log HNP a jednotlivé právní původy, se hodnota R² zvyšuje na 56,5%. To je ovšem maximální hodnota, kterou můžeme získat pomocí proměnných, které máme v dispozici.

IPO můžeme napsat rovnicí:

$$\text{IPOs/Pop} = -2,79 + 0,44\text{AR} + 0,32\text{EPS} + \varepsilon_i$$

Zvýší-li se hodnota Antidirector rights o jeden bod, zvýší se ukazatel IPO k populaci o 0,44 bodu. Zvýšení hodnoty ukazatele Efektivnosti právního systému o jednoho bodu, způsobuje zvýšení IPOs/Pop o 0,32 bodu.

Podobně jako u předchozích dvou příkladu, i v případě IPOs/Pop zkoumáme souvislost jednotlivých právních souvislost na daný index. Výsledek je skoro stejný. Existuje statisticky signifikantní rozdíl v indexu IPOs/Pop s různých právních systémech.

Regresní model č. 10.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	-1,6268	2,0470	-0,7950	0,4320
R HDP	0,0364	0,0968	0,3760	0,7090
L HNP	0,3768	0,2946	1,2800	0,2090
VP	0,0556	0,1460	0,3810	0,7060
I_f	-1,8130	0,4491	-4,0400	0,0000
I_g	-2,6108	0,6673	-3,9100	0,0000
I_s	-0,6782	0,7157	-0,9480	0,3500
R ²	52,98%			

Francouzské státy mají o 1,81 bodu a německé státy o 2,61 bodu nižší index IPOs/Pop než anglické země. Rozdíly jsou signifikantní! U skandinávských zemí, index IPOs/Pop je nižší o 0,68 bodu, ale rozdíl není statisticky významný.

Na konci analýzy týkající se velikosti finančního trhu můžeme shrnout získané poznatky. Ukazuje se, že velikost finančního trhu závisí na právních původech. Země z anglické právní skupiny mají signifikantně větší a rozvinutější finanční trhy. Ve všech třech proměnných, pomocí kterých jsme měřili velikost finančního trhu, státy pod vlivem anglický common law skončily na prvním místě. Země francouzského původu mají rozhodně menší finanční trhy. Německé a skandinávské země skončily mezi anglickou a francouzskou skupinou. Jejich finanční trhy jsou méně rozvinuté, ale rozdíl nikdy nebyl statistický významný.

3.3 Efektivnost finančního trhu

Další tři proměnné jsou: efektivnost finančních trhů, korupce a Log HNP, které silně korelovaly v regresních analýzách. Zvýšením efektivnosti právního systému se zvyšuje Log HNP a zvyšuje se i hodnota ukazatele Korupce (zvýšení hodnoty Korupce znamená snížení samotné korupce v dané zemi).

Regresní model č. 11.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	1,5432	1,8490	-0,8350	0,4090
L HNP	0,9046	0,1967	4,6000	0,0000
AR	0,2174	0,1965	1,1100	0,2760
DKF/Pop	0,0171	0,0112	1,5300	0,1340
IPOs/pop	0,1880	0,2078	0,9050	0,3720
R ²	60,63%			

V regresním modelu č. 11.3 efektivnost finančního systému se vyskytuje jako vysvětlovaná proměnná. Log HNP, Antidirector rights, IPOs/Pop a počet kotovaných firem k populaci jsou vysvětlující proměnné. Efektivnost právního systému se rovná:

$$EPS_i = -1,5 + 0,9LHNP + 0,22AR + 0,02DKF/Pop + 0,19IPOs/Pop + \varepsilon_i$$

Z vysvětlujících proměnných jenom Log HNP vyšlo jako signifikantní determinant při vysvětlení efektivnosti právního systému. Jestliže ostatní faktory vynecháme, tak zvýšení Log HNP o jeden bod pozitivně ovlivňuje efektivnost právního systému a to přibližně o 0,9 procentního bodu. Samozřejmě to musíme brát s rezervou, protože zvýšení HNP nezpůsobuje skoro žádné změny nebo jenom velmi malé změny v efektivnosti právního systému v případě takového státu, kde hodnota efektivnosti už je velmi blízko k její maximální hodnotě (maximální hodnota v té regresní analýze je 10).

Základním bodem analýzy, jak bylo vysvětleno na začátku této kapitoly, je, že musíme najít signifikantní rozdíl v efektivnosti právního systému podle jednotlivých právních původů. Regresní analýza č. 12.3 zachycuje relativní rozdíly v efektivnosti právního systému přes anglické, francouzské a německé skupiny.

Regresní analýza č. 12.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	10,0000	0,8984	11,1000	0,0000
I _e	-1,8472	0,9933	-1,8600	0,0690
I _f	-3,4448	0,9803	-3,5100	0,0010
I _g	-1,4583	1,1600	-1,2600	0,2150
R ²	28,02%			

Z vysvětlujících proměnných jen francouzská skupina vyšla jako signifikantně odlišná od ostatních. O efektivnosti právního systému můžeme napsat následující rovnici:

$$EPS_i = 10 - 1,85I_e - 3,44I_f - 1,46I_g + \varepsilon_i$$

Jestliže daný stát patří do francouzské skupiny, potom se parametr I_f rovná jedné a maximální hodnota efektivnosti právního systému se sníží o 3,44 bodu. Jestliže zákony jiného státu vznikly pod vlivem common law, pak se efektivnost právního systému sníží jenom o 1,85 bodu. V případě, že stát patří do německé skupiny, tak se efektivnost sníží z její maximální hodnoty o 1,45 bodu. Rozdíl v případě francouzské skupiny je signifikantní. V analýze jsou státy přesně rozdělené do skupiny a neexistují státy, které by patřily do dvou skupin najednou.

Negativním prvkem analýz č. 12.3 a 13.3 je nízká hodnota koeficientu determinace.

Regresní analýza č. 13.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	8,1528	0,4235	19,2000	0,0000
I _f	-1,5975	0,5772	-2,7700	0,0080
I _g	0,3889	0,8471	0,4590	0,6480
I _s	1,8472	0,9933	1,8600	0,0690
R ²	28,02%			

Pomocí rovnici z analýzy č. 13.3 o efektivnosti právního systému dostaneme podobný výsledek, jako v předchozím příkladě.

$$EPS_i = 8,2 - 1,5I_f + 0,39I_g + 1,85I_s + \varepsilon_i$$

Průměr efektivnosti právního systému v zemi, která nepatří do žádné skupiny, tj. není francouzská, německá a skandinávská, je 8,2 bodu. Když ale stát patří do francouzské skupiny, pak se průměr sníží o 1,5 bodu. Stát patřící do skandinávské skupiny dostane o 1,85 bodu navíc k počátečnímu průměru.

Když se podíváme důkladněji na regresní analýzy č. 12.3. a 13.3, všimneme si, že průměrná hodnota efektivnosti právního systému ve francouzské skupině je 6,5 (8,15+0,39 nebo 10-3,44), v anglické skupině je cca. 8,1 (10 – 1,84), v německé skupině je 7,8 a ve skandinávské skupině je cca. 9

V analýzách efektivnosti právního systému podle jednotlivých právních původů hodnota R^2 byla velmi malá. Z toho důvodu jsem se snažila najít další proměnné, které mohou lépe vysvětlovat efektivnost právního systému. V analýze č. 14.3 jako vysvětlující proměnné vystupují: Log HNP, IPOs/Pop, korupce a HNP na hlavu v USD. Hodnota koeficientu determinace už je 75%. Ze zmíněných proměnných pouze parametr korupce se ukázal být signifikantní. HNP na hlavu v USD pozitivně ovlivňuje vysvětlovanou proměnnou, tj. zvýšením HNP na hlavu se zvyšuje hodnota ukazatele Efektivnosti právního systému. Avšak ten vztah podle analýzy č. 14.3 není signifikantní.

Regresní model č. 14.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	7,6136	2,6970	2,8200	0,0080
L HNP	-0,6984	0,3879	-1,8000	0,0800
IPOs/pop	0,2370	0,1488	2,1551	0,1200
Kr	0,6194	0,1720	3,6000	0,0010
HNP na hlavu v USD	0,0001	0,0000	2,5400	0,0160
AR	0,0420	0,1700	0,2470	0,8060
R²	75,12%			

Po vynechání nevýznamných determinantů z regresního modelu č. 14.3 provedeme další regresi. Následně můžeme napsat rovnici:

$$EPS_i = 7,61 + 0,62KR + \varepsilon_i$$

Zvýši-li se korupce o jeden bod, efektivnost právního systému se zvýší o 0,62 bodu. Samozřejmě výsledek musíme brát s rezervou, protože když daný stát už dosáhl maximální hodnoty korupce (korupce je velmi nízká) a efektivnosti právního systému, jejich vzájemné vztahy už nejsou tak evidentní.

Dospěli jsme názoru, že efektivnost právního systému záleží na původech právních systémů. Ukazuje se, že odlišnost mezi efektivností ve francouzské skupině a zbytkem světa je podstatný. Rozdíly mezi ostatními zeměmi jako např. skandinávskými a anglickými jsou také významné, ale nejsou statisticky signifikantní. Další faktory ovlivňující efektivnost právního systému jsou bohatství dané země (HNP na hlavu, Log HNP) a korupce.

3.4 Korupce

Další velmi zajímavá souvislost se vyskytla mezi korupcí, efektivností právního systému a Log HNP. Regresní model č. 15.3 vysvětluje korupci právě pomocí zmíněných ukazatelů. Hodnota koeficientu determinace, R^2 je relativně vysoká, rovná se 81,61%. V regresní analýze oba parametry vyšly jako statisticky významné determinanty ve vysvětlení korupce.

Regresní model č. 15.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	-4,5124	1,1730	-3,8500	0,0000
EPS	0,4557	0,1107	4,1200	0,0000
L HNP	0,9270	0,1696	5,4700	0,0000
IPOs/pop	0,0010	0,1183	0,0081	0,9940
R²	81,61%			

Po vynechání nevýznamných determinantů z regresního modelu č. 15.3 provedeme další regresi. Následně můžeme napsat rovnici:

$$KR = - 4,52 + 0,45EPS + 0,93L HNP + \varepsilon_i$$

Zvýšení efektivity právního systému o jeden bod zvýší hodnotu ukazatele korupce o 0,45 bodu. Korupce se zvýší o 0,93 bodu, když se Log HNP zvýší o dva body. Jak silně spolu souvisí korupce a Log HNP nejlépe zobrazuje Obraz č. 16.3.

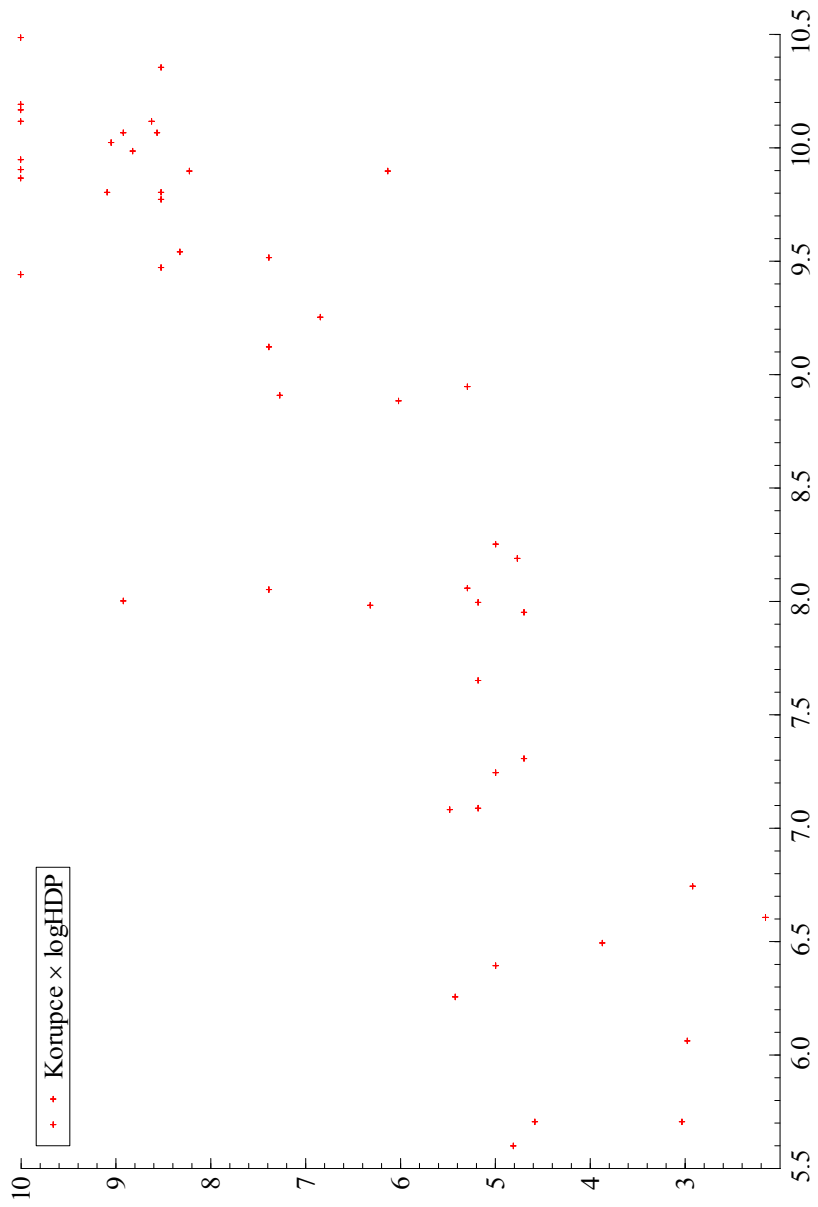
Na předchozích stránkách jsem ukázala, že efektivnost právního systému a velikost finančního trhu měřená pomocí IPOs/Pop, External CAP/Pop se významně liší v jednotlivých státech pocházejících z jiných právních původů. Je i korupce významně odlišná v zemích francouzské skupiny od zbytku světa?

Regresní model č. 17.3 se snaží zachytit korupci ve své relativním vyjádření, tj. maximální hodnota korupce (10 bodů) a vůči maximu hodnota korupce v anglické, německé a francouzské skupině. Korupci můžeme napsat podle regresní analýzy č. 17.3 pomocí rovnice:

$$KR = 10 - 2,93I_e - 4,16I_f - 1,97I_g + \varepsilon_i$$

Státy přicházející z anglické skupiny mají korupci kolem 7,07 bodu (10-2,93). Státy francouzské skupiny mají korupci kolem 5,84 bodu a německé státy kolem 8,03 bodu.

Graf č.1



Regresní model č. 17.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	10,0000	1,0040	9,9600	0,0000
I_e	-2,9361	1,1100	-2,6400	0,0110
I_f	-4,1610	1,0960	-3,8000	0,0000
I_g	-1,9717	1,2960	-1,5200	0,1350
R ²	27,88%			

Signifikantní rozdíl opět pozorujeme u francouzských zemí, kde je korupce rozhodně nižší než v ostatních zemích světa. Korupce se v případě anglické skupiny neukázala být signifikantně odlišná, ale z důvodu nízké hodnoty t-prob můžeme očekávat, že hodnota korupce bude silně odlišná od ostatních zemí světa.

Regresní model č. 18.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	5,8391	0,4383	13,3000	0,0000
I _e	1,2248	0,6451	3,0700	0,0640
I_s	4,1610	1,0960	3,8000	0,0000
I _g	2,1893	0,9297	2,3500	0,0230
R ²	27,88%			

V regresním modelu č. 18.3 jsem vynechala francouzské země a vedle anglické a německé země jsem přidala skandinávské země, jako vysvětlující proměnné. Korupci můžeme napsat následovně:

$$KR = 5,84 + 1,22I_e + 4,16I_s + 2,19I_g + \varepsilon_i$$

Státy, které nepatří do anglické, skandinávské ani německé skupiny, mají průměrně hodnotu ukazatele korupce rovnou 5,84. Patří-li stát do skandinávské skupiny, tak má statisticky signifikantně vyšší hodnotu ukazatele korupce o 4,16 bodu.

Podle regresních modelů č. 17.3 a 18.3 nejvyšší korupci mají země francouzské

skupiny, tj. hodnota ukazatele korupce je nejnižší v těchto zemích a pohybuje se kolem 6 bodů. Na třetím místě jsou země anglické skupiny s průměrnou hodnotou korupce kolem 7 bodů. Na druhém místě je německá skupina. Hodnota korupce v tom případě pohybuje mezi 7,5 a 8 bodu. Nejlepší hodnotu korupce mají skandinávské země, kde dosahuje skoro 10 bodů.

3.5 Log HNP

V průběhu regresní analýzy jsem se snažila najít i nějakou funkci hrubého domácího produktu resp. jeho růstu. Pokusím si identifikovat institucionální determinanty růstu HDP. Zkoumám tedy citlivost proměnné Log HNP na takové proměnné, jako jsou Antidirector Rights, Efektivnost právního systému a Korupce, atd. Ukázalo se, že korupce, vynutitelnost práv a efektivnost právního systému hrají velice důležitou roli v tvorbě ekonomického růstu. Všechny tři proměnné jsou signifikantními a R^2 se rovná skoro 84%. Zvýšením efektivnosti právního systému, vynutitelnosti práva a hodnoty ukazatele korupce, se zvyšuje ekonomický blahobyt. IPOs/Pop hraje také roli - i když ne signifikantní - při ekonomickém růstu a určuje jeho vývoj.

Regresní model č. 19.3

	Bodový odhad	Směrod. odchylka	t-test	t-prob
Constant	5,3304	0,4332	12,3000	0,0000
AR	-0,1293	0,0757	-1,7100	0,0950
EPS	-0,0925	0,0794	-1,1600	0,2510
VP	0,2646	0,0688	3,8500	0,0000
Kr	0,3412	0,0985	3,4600	0,0010
DKF/Pop	0,0080	0,0047	1,7300	0,0910
R^2	84%			

Po vynechání nevýznamných determinantů z regresního modelu č. 19.3 provedeme další regresi. Následně můžeme napsat rovnici:

$$L \text{ HNP} = 5,33 + 0,26VP + 0,34KR + \varepsilon_i$$

Proměnné, jako jsou vynutitelnost práva a korupce, jsou signifikantním

determinantem. Výsledek toho regresního modelu není velkým překvapením, protože na předchozích stránkách už jsme zjistili, že korupce a Log HNP silně koreluje. O ukazatele Vynutitelnosti práva jsme zatím nezmínili, ale podle regresních modelů vynutitelnost práva a efektivnosti právního systému se od sebe moc nerozlišují. O tom svědčí i způsob vypočtu a sestavení těchto ukazatelů. Právě z toho důvodu se nebudu zabývat zvláště ukazatelem Vynutitelnosti práva. Faktory, které nejsilněji ovlivňují Vynutitelnost práva, ovlivňují stejným měřítkem i Efektivnost právního systému.

Antidirector rights negativně ovlivňuje Log HNP, což potvrzuje naše předpoklady. Ten vztah není signifikantní, ale je silný.

4 Shrnutí výsledků regresní analýzy

V předchozí části diplomové práce jsme zkoumali souvislost mezi původy právních systémů a jejich možné vlivy na finanční trh v 49 zemí. Dokázali jsme, že na původech právních systémů záleží. Koncentrace vlastnictví, velikost finančních trhů, právní ochrana akcionářů a samotná efektivnost právních systémů jsou rozhodujícím způsobem ovlivněny právním zázemím jednotlivých států. Analýza nabízí tři obecné závěry:

1. Za prvé, investoři v jiných právních systémech mají odlišná práva. Právě proto, práva akcionářů nesouvisí s cennými papíry ale jsou ovlivněná resp. determinovaná zákony. Obecně, anglický common law chrání akcionáři nejvíce a francouzské občanské právo je chrání nejméně. Německé a skandinávské země jsou uprostřed, co se týče právní ochrany akcionářů.

2. Za druhé, kvalita vynutitelnosti práva a efektivnosti právních systémů se hodně liší ve světě. Země, jejichž obchodní zákoník se narodil pod vlivem francouzského občanského práva, mají nejhorší kvalitu vynutitelnosti práva. Německé a skandinávské zemi mají nejlepší. I když země anglické skupiny jsou někde uprostřed, vynutitelnost práva a efektivnost právního systému mají na vysoké úrovni.

3. Za třetí, ukázali jsme, že kvůli lepšímu fungování finančních trhů je třeba chránit akcionáře vůči tunelování managementem a je třeba nastavit efektivní soudní systém, který zabezpečuje dodržení zákonů. V případě nedostatku právní ochrany, investoři nejsou ochotní investovat zdroje a možnosti růstu finančního trhu jsou silně omezené. V předchozí kapitole jsme ukázali, že špatné právní instituce významně přispívají k vyšší koncentraci vlastnictví a k menšímu finančnímu trhu.

Země Latinské Ameriky jsou silně pod světovým průměrem co se týče efektivnosti soudního systému a jsou na tom mnohem hůře, než ostatní země francouzské skupiny. Je jasné, že zlepšení corporate governance by mělo být na prvním místě politické agendy všech vlád. Minoritní akcionáři by získali hodně z existence striktnějšího soudnictví, které by lépe a efektivněji chránilo práva akcionářů.

La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer a Vishny²⁴ tvrdí, že důležitý rozdíl existuje mezi anglickým common law a kontinentálním občanským právem, protože stát měl relativně větší roli v regulaci obchodního života ve státech občanského práva, než ve státech, kde se řídil podle anglickým common law. Poukazují na odlišné postavení králů a bohatých obchodníků v evropských státech. Královská rodina ztratila svůj vliv nad soudnictvím v Anglii v 17.století a odpovědnost převzal Parlament. Bohatí obchodníci, kteří byli členy parlamentu, se rozhodovali o zákonech a určili přístup státu k soukromému majetku. Parlament silně chránil soukromé vlastnictví proti koruně. Časem, jak se doby měnily, soudy rozšířily ochranu majetku i na investory, akcionáře. V Německu a ve Francii byla síla parlamentu mnohem slabší a obchodní zákoníky byly sestaveny až v 19. století pomocí největších státníků těch dob - Napoleona a Bismarcka - což umožnilo státu větší roli v ekonomice. Časem stát získal politickou kontrolu nad podniky, které se nebyl ochoten vzdát. Je důležité, že stát v občanském právním systému nikdy nevzdal svou rozhodovací pravomoc o ekonomických záležitostech ve prospěch soudů.

Výsledky regresní analýzy z předchozí kapitoly souhlasí s názorem, že občanské právo je spojeno s vyšší měrou státní regulace a slabší měrou ochrany soukromého vlastnictví, než common law.

Vysvětlit rozdíly mezi kvalitami corporate governance²⁵ jednotlivých států nelze jen pomocí práva. Vedle právního vysvětlení existuje i přístup politický²⁶.

²⁴ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer a Vishny: Investor Protection and Corporate Governance

²⁵ Pro literaturu o dějinách corporate governance ve světě viz.: Randall K. Morck, Lloyd Steier: The global history of corporate governance – an introduction, John C. Coffee, Jr., Adolf A. Berle Profesor of Law: The future as History: The prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications

²⁶ O tom píše Berglof a von Thadden (1999, Rajan a Zingales (1999)

Závěr

Cílem práce bylo najít hmatatelný důkaz o souvislosti mezi právními systémy a finančními trhy. Zkoumala jsem práva akcionářů, efektivitu jejich vynutitelnosti a velikost finančních trhů v 49 zemích světa. Snažila jsem se najít významnou souvislost mezi právními institucemi a vyspělostí finančních trhů.

V regresních analýzách se ukázalo, že finanční trhy jsou větší a vyspělejší v zemích, kde práva akcionářů jsou chráněná silněji, tj. v zemích, kde obchodní zákoník vznikl pod vlivem anglického common law. Z výsledků regresní analýzy navíc vyplývá, že silná investorská ochrana je spojena i s lepší corporate governance, nižší koncentrací vlastnictví a efektivnější alokací zdrojů mezi firmami. Efektivnost právního systému se ukázala významně odlišná v jednotlivých právních systémech. Podle výsledků analýz jsem byla schopná rozdělit dva extrémně odlišné právní systémy, které se odlišují nejvíce, tj. právní systémy zemí patřící do francouzské a anglické skupiny.

Soudní systém je efektivnější, finanční trhy jsou větší a rozvinutější v zemích, kde zákony vznikly pod vlivem common law. Státy ze skupiny francouzského občanského práva skončily vždy na posledním místě, tj. mají nejmíň rozvinutů finanční trhy a soudní systém.

Používání právních systémů ve vysvětlení obrovských rozdílů corporate governance ve světě se zdá jako úspěšný. Ochrana akcionářů a efektivnost právního systému v různých právních systémech jsou významnými determinantami při vysvětlení rozdílů velikosti a vyspělosti finančních systémů ve světě.

Myslím, že právní přístup je úspěšnější cestou při pochopení původu rozdílů v corporate governance, než konvenční rozlišování mezi bankovně a finančně orientovanými tržními systémy.

Seznam literatury

Benjamin M. Friedman: Economic Implications of changing share ownership, 1996, working paper no. 5141, přístup z internetu: <http://www.nber.org/papers/w5141>

Erik Berglof – Ernst-Ludwig von Thadden: The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, 1999, přístup z internetu: <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp263.pdf>

Bernard S. Black: The Core Institutions That Support Strong Securities Markets, publikovaná v Business Lawyer, Vol. 55, pp. 1565-1607, 2000, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231120

Bernard S. Black: The Legal and Institutional Preconditions For Strong Securities Markets, publikovaná v UCLA Law Review, Vol. 48, pp. 781-855, 2001, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?cfid=289957&cftoken=70122029&abstract_id=182169,

Charles P.Himmelberg - R Glenn Hubbard - Inessa Love: Investor Protection, Ownership and Investment, 2000, Columbia University, přístup z internetu: http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ghubbard/Papers/HHL_6_14_ACRO.pdf

Craig Doidge - G. Andrew Karolyi - René M. Stulz: Why Do Countries Matter So Much For Corporate Governance? NBER working paper, 2004, přístup z internetu: <http://www.nber.org/papers/w10726>

Curtis J. Milhaupt: A Lost Decade for Japanese Corporate Governance Reform?: What's Changed, What Hasn't, and Why, Columbia Law and Economics Working Paper No. 234, 2003, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442960

Curtis J. Milhaupt: Property Rights in Firms, Virginia Law Review, Vol. 84, No. 6,

1998, pp. 1145-1194, přístup z internetu:
<http://www.jstor.org/view/00426601/ap030658/03a00030/0>

Frank H. Easterbrook - Daniel R. Fischel: "Contract and Fiduciary Duty", 1991, Journal of Law and Economics, Vol. 36, No. 1, Part 2, přístup z internetu:
<http://www.jstor.org/view/00222186/ap020071/02a00110/0>

John C. Coffee - Jr., Adolf A. Berle Professor of Law: The future as History: The prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, publikoval Northwestern University Law Review, Vol. 93, No. 3, pp. 641-708, 1999, přístup z internetu:
http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=64173&showthumb=0

Leora F. Klapper - Inessa Love: Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, 2002, přístup z internetu: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2002/05/03/000094946_02041804272577/Rendered/PDF/multi0page.pdf

Krsihnamurti C - A. Sevic - Z. Sevic: Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia 2003, working paper, Nanyang Technological University, Singapore, přístup z internetu:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=407847

Petr Musílek: Trhy cenných papírů, Ekopress, s.r.o., 2002, ISBN: 80-86119-55-6

Rafael La Porta - Florencio Lopez -de-Silanes - Andrei Shleifer - Robert Vishny: Investor Protection: Origins, Consequences, Reform, přístup z internetu:
<http://econweb.fas.harvard.edu/hier/1999papers/HIER1883.pdf>

Rafael La Porta - Florencio Lopez -de-Silanes - Andrei Shleifer: Corporate Ownership Around the World, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840, 1998, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=103130

Rafael La Porta - Florencio Lopez -de-Silanes - Andrei Shleifer: Law and Finance, přístup z internetu:

<http://www.journals.uchicago.edu/JPE/journal/issues/v106n6/JPEv106p1113/JPEv106p1113.web.pdf>

Rafael La Porta - Florencio Polez-de-Silanes - Andrei Shleifer - Robert Vishny: Investor Protection and Corporate Governance, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908

Raghuram G. Rajan - Luigi Zingales: Financial dependence and growth, NBER Working Paper No. W5758, 1996, přístup z internetu: <http://www.nber.org/papers/w5758>

Raghuram G. Rajan - Luigi Zingales: Financial Systems, Industrial Structure and Growth, 1999, přístup z internetu: <http://faculty.chicagosb.edu/raghuram.rajan/research/finsys.pdf>

Randall K. Morck - Lloyd Steier: The global history of corporate governance – an introduction, NBER Working Paper No. W11062, 2005, přístup z internetu: <http://www.nber.org/papers/w11062>

Robert G. King - Ross Levine: Finance and Growth: Schumpeter might be right, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, pp. 717-737, 1993, přístup z internetu: http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1993/02/01/000009265_3961004042036/Rendered/PDF/multi_page.pdf

Ronald J. Gilson: Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, The American Journal of Comparative Law, Vol. 49, No. 2, 329-35, 2001, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=229517

Ross Levine - Sara Zervos: Stock Markets, Banks, and Economic Growth, World Bank Policy Research Working Paper No. 1690; A1.213 Working Paper No. 297, 1996, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=60141

Shleifer, A. - R. Vishny: A survey of corporate governance, Journal of Finance 1997, 52, 737-783, NBER working paper No. 5554, přístup z internetu: <http://www.nber.org/papers/w5554>

Steven N. Kaplan - Frederic Martel - Per Strömberg: How do Legal Differences and Learning Stockholm Institute for Financial Research, 2004, přístup z internetu: <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/workshop-papers/kaplan.pdf>,
<http://www.sifr.org/PDFs/sifr-wp28.pdf>

Thorsten Beck - Ross Levine - Norman Loayza: Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Central Bank of Chile, working paper no. 56, 1999, přístup z internetu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=247793

Vishny, R. - Rafael La Porta - Lopez-de-Silanes – Shleifer, A.: Legal Institutions and Capital Markets, Harvard University, 1998, přístup z internetu: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Cap%20Mkts%20and%20Legal%20Instit.pdf>

Zbyněk Revenda a kol. : Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press, 3. vydání, 2002, ISBN: 80-7261-031-7