

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

**Problém zastoupení: kompenzace vrcholových manažerů a
jejich vztah k výkonnosti podniků obchodovaných na
kapitálovém trhu v USA**

Kamila Bakajsová

© 2018 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Kamila Bakajsová

Provoz a ekonomika

Název práce

Problém zastoupení: kompenzace vrcholových manažerů a jejich vztah k výkonnosti podniků obchodovaných na kapitálovém trhu v USA

Název anglicky

Agency Problem: Top Executives Compensation and their Relation to Performance of Publicly Traded Firms on the Capital Market in the USA

Cíle práce

V Teoretické části bude definován problém zastoupení jako jedno z tzv. tržních selhání. Budou zde rozebrány různé přístupy podniků k postavení CEO a schopnosti rady ředitelů (představenstva) vykonávat kontrolní funkci. Cílem praktické části bude ověřit, zda je výkonnost podniku ve vztahu ke kompenzacím vrcholových manažerů, např. s přihlédnutím k tomu, zda je podnik veden zakladatelem nebo CEO jmenovaným představenstvem.

Metodika

Teoretická východiska se přímo vztahují k prostudování literatury, která souvisí s tímto tématem. Praktická část se bude zabývat komparací dvou firem vybraného odvětví, z nichž jedna je vedena zakladatelem a druhá je vedena jmenovaným generálním ředitelem (CEO). V závěru bude porovnán vztah kompenzací vedoucích manažerů k výkonnosti podniku.

Doporučený rozsah práce

30-40 stran

Klíčová slova

CEO, kompenzace manažerů, manažerská moc, optimální smlouva, představenstvo, problém zastoupení

Doporučené zdroje informací

- FRYDMAN, C.; SAKS, R. E. (2007). Historical Trends in Executive Compensation 1936-2005. Dostupné z: https://web.stanford.edu/group/scspi/_media/pdf/Reference%20Media/Frydman%20and%20Saks_2005_Elites.pdf
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue 4, pp. 305-360.
- KAPLAN, S. N. (2012). Executive compensation and corporate governance in the US: perceptions, facts and challenges. No. w18395. National Bureau of Economic Research. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w18395>
- MURPHY, K. J. (2012). Executive Compensation: Where We Are and How We Got There. In Constantinides, G.; Harris, M.; Stulz, R. (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science North Holland (Forthcoming); Marshall School of Business Working Paper

Předběžný termín obhajoby

2017/18 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Pavel Srbek

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 11. 1. 2018

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 12. 1. 2018

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 03. 03. 2018

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Problém zastoupení: kompenzace vrcholových manažerů a jejich vztah k výkonnosti podniků obchodovaných na kapitálovém trhu v USA" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autorka uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 15. března 2018

Kamila Bakajsová

Poděkování:

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Pavlu Srbkovi a Ing. Václavu Máchovi za cenné rady, připomínky a odbornou pomoc, které mi poskytli během psaní této bakalářské práce.

Problém zastoupení: kompenzace vrcholových manažerů a jejich vztah k výkonnosti podniků obchodovaných na kapitálovém trhu v USA

Abstrakt

Tato práce přibližuje problém zastoupení. Součástí této práce je souhrn hlavních myšlenek odborníků, kteří se tímto problémem zabývají. V první části práce jsou definovány základní pojmy, teorie, některá legislativní nařízení vlády USA a další skutečnosti spojené s problémem zastoupení. Druhá část popisuje dvě vybrané společnosti, které jsou obchodovány na kapitálovém trhu a sídlí v USA. Subjekty jsou konkurenti z oboru informačních technologií. Cílem této části je zjistit, např. zda záleží na tom, jestli má CEO vztah ke společnosti, jak se odráží ziskovost společnosti na kompenzacích CEO, a nebo zda má CEO vliv na výši svých kompenzací. Data společností byly získány ze zveřejněných výročních zpráv a formulářů v rozmezí deseti let. Porovnány jsou sumy kompenzací CEO s indikátory výkonnosti společnosti, kterými jsou např. čisté tržby, čistý zisk nebo celková aktiva. V závěru jsou společnosti porovnány mezi sebou z hlediska vztahu CEO ke společnosti a také z hlediska vztahu kompenzací CEO k výkonnosti společnosti.

Klíčová slova: problém zastoupení, CEO, kompenzace, rada ředitelů, čistý zisk

Agency Problem: Top Executives Compensation and their Relation to Performance of Publicly Traded Firms on the Capital Market in the USA

Abstract

This study approaches agency problem as it was described by scholars. Part of this study is summary of main thoughts of economists. In the first part, there are defined basic terms, theories, some legislation of U.S. government and other issues connected with agency problem. The second part of the study describes two chosen companies. These two companies are traded on the capital market in the USA and their headquarters are also there. Companies are competitors in the IT sector. The targets of this study are to find a relation between CEO and company, a relations between CEOs compensation and profitabiliy of company and influence CEO to the amount of his/her compensation. Datasets were obtained from annual reports and forms in the ten-year range. The sums of CEOs compensation were compared with indicators of profitability, e.g. net revenue, net income or total assets. Companies were also compared with each other regarding to CEOs relationship to the company and to its profitability.

Keywords: agency problem, CEO, compensation, board of directors, net income

Obsah

1 Úvod	10
2 Cíl a metodika práce	11
3 Teoretická východiska	12
3.1 Definice pojmu	12
3.2 Teoretické přístupy	14
3.2.1 Přístup optimální smlouvy	14
3.2.2 Přístup manažerské moci	15
3.3 Hodnocení a vývoj kompenzací	18
3.4 Rada ředitelů	20
4 Vlastní práce	24
4.1 Dell Inc.	24
4.1.1 Kompenzace CEO	25
4.1.2 Porovnání kompenzací CEO s ukazateli výkonnosti	27
4.2 Hewlett Packard Co.	32
4.2.1 Kompenzace CEO	32
4.2.2 Porovnání kompenzací CEO s ukazateli výkonnosti	34
5 Výsledky a diskuse	40
6 Závěr	42
Seznam použitých zdrojů	43
Seznam zkratk	46
Seznam grafů	47
Seznam tabulek	48

1 Úvod

Problém zastoupení („*agency problem*“) byl dlouhou dobu opomíjen, i když se jím již před dvěma stoletími zabýval Adam Smith. Termín „problém zastoupení“ byl poprvé použit v odborné práci Michaela Jensena a Williama Mecklinga [1] z roku 1976 a od té doby je zkoumán stále více akademiky a odborníky. Tento problém vzniká v každém vztahu, kde jsou delegovány rozhodovací pravomoci. V korporátní praxi na úrovni řízení vyvstal tento problém, když se vlastníci rozhodli odejít z vedení společnosti a sledovali chod společnosti zpovzdálí. Tedy vznikl v dobách, kdy začaly společnosti obchodovat se svými akcemi. Tehdy byli poprvé jmenováni generální ředitelé neboli CEO („*Chief Executive Officer*“).

Jak společnosti vstupovaly na kapitálový trh, kontrola managementu byla čím dál tím složitější. Akcionáři nemohli kontrolovat každé rozhodnutí CEO, proto touto činností byla pověřena rada ředitelů („*Board of Directors*“) neboli představenstvo. Rada ředitelů najímá, monitoruje, kontroluje, navrhuje kompenzace a propouští CEO. Řadu odborníků zajímalo, na jakém principu se vytváří a funguje vztah mezi CEO a představenstvem společnosti. V průběhu let se objevilo mnoho teorií o vztahu mezi CEO a společností, kterou zastupuje, z nichž nejvýraznější jsou teorie přístupu optimální smlouvy a teorie manažerské moci. Hlavním tématem obou teorií je ovlivňování rady ředitelů ve prospěch CEO. Obě teorie mají řadu zastánců a zároveň i odpůrců.

Oddělení řízení a vlastnictví neuniklo ani pozornosti vlády USA. V roce 1934 byly uvedeny v platnost první zákony, které regulovaly odměňování CEO. Od toho roku mají společnosti povinnost vykazovat kompenzace nejvyšších manažerů. Potřeba regulace přetrvává dodnes, a proto vláda USA stále více nařizuje, co a v jaké míře může CEO získat. Vláda USA ustanovila komisi, která má na starosti kontrolování dodržování zákonů, tzv. *Security and Exchange Commission*. Tato komise spravuje online databázi Edgar, kam veřejně obchodované společnosti nahrávají všechny dokumenty související s chodem společnosti. Z této databáze byly získány všechny dokumenty, které obsahovaly data zpracovaná v druhé polovině této práce.

Námětem pro napsání této práce byl článek Pavla Srbka [2], který se zabývá teoretickou stránkou této problematiky.

2 Cíl a metodika práce

Cílem práce je porovnat dvě společnosti s ukazateli výkonnosti společnosti. Oba subjekty jsou konkurenti z odvětví informačních technologií. Jedná se o společnosti Dell Inc. a Hewlett Packard Co. Společnost Dell řídí její zakladatel. Společnost Hewlett Packard je zastoupena CEO, který nemá vazby na společnost a byl jmenován radou ředitelů. Toto srovnání ukáže, zda kompenzace CEO jsou spjaty s výkonností společnosti. Zároveň je možné pokusit se určit, zda CEO mají vliv na výše svých kompenzací z pozice předsedů představenstva. A zda-li je důležité, jestli má CEO hlubší vztah ke společnosti nebo nikoli a jeho pobídky jsou pouze ekonomického charakteru.

V teoretické části bakalářské práce je definován problém zastoupení, teoretické přístupy, činnost rady ředitelů, některé legislativní změny týkající se kompenzačních plánů CEO a způsoby hodnocení kompenzací CEO, zejména opční plány zaměřené na výkon CEO. Informace potřebné k sepsání této části byly čerpány z odborných článků a platných zákonů USA.

Ve vlastní práci jsou porovnávány dvě výše uvedené společnosti, kdy rozhodujícím kritériem výběru byl vztah CEO ke společnosti. Porovnány byly sumy kompenzací CEO s čistými tržbami, provozním ziskem, EBT, čistým ziskem, celkovými aktivy a celkovým vlastním kapitálem. Kompenzace CEO jsou tvořeny součtem mzdy, bonusů, ostatních kompenzací, zisky z opcí a podílem ze zisku. Všechna data pocházejí z formulářů DEF14a a 10-K (výroční zprávy), které jsou k dohledání v online databázi Edgar (<https://www.sec.gov/edgar.shtml>). Z formulářů byly získány hodnoty jednotlivých složek kompenzací a výsledky hospodaření společností. Tato data jsou umístěna v přehledných tabulkách u každé společnosti zvlášť. Kvůli častým změnám v personálním obsazení CEO společnosti HP byly vytvořeny dvě tabulky. V jedné tabulce jsou kompenzace jednotlivých CEO společnosti HP i těch zastupujících. V druhé tabulce jsou kompenzace CEO sečteny podle let, kdy byly vyplaceny. Porovnání kompenzací a jednotlivých ukazatelů výkonnosti je znázorněno graficky a slovně okomentováno.

Ve výsledcích je vypočtena citlivost kompenzací CEO na změnu čistého zisku a podíl kompenzací CEO na čistém zisku společnosti.

3 Teoretická východiska

3.1 Definice pojmu

Problém zastoupení je starý jako ekonomie samotná. Tento pojem byl do praxe zaveden Jensenem a Mecklingem, kteří ho poprvé použili ve své práci *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* z roku 1976. V této studii se autoři zaměřili na chování vlastníků a manažerů, které vyplývá ze smluvního vztahu mezi nimi.

Problém zastoupení nezahrnuje pouze smluvní vztah vlastník - agent, ale všechny smluvní vztahy jako např. zaměstnanec - zaměstnavatel, právník - klient, odběratel - dodavatel apod. Podle Eisenhartové [3] byl problém zastoupení zpozorován vědci v účetnictví, ekonomii, marketingu, politických vědách, organizačním chování a sociologii. V zastaralé organizační struktuře společností, může být výzkum problému zastoupení revoluční, protože se začínají zkoumat i vnitřní vazby. Důležitou roli v teorii zastoupení hraje rada ředitelů neboli představenstvo společnosti. Rada ředitelů je kontrolní orgán zakotvený v organizační struktuře společnosti, který má monitorovací a poradní funkci. Kromě rady ředitelů se k eliminaci problému zastoupení používá také systém odměn.

Eisenhartová předpokládá, že teorie zastoupení vznikla ze dvou proudů: pozitivistického proudu a principal-agent proudu. Tyto dva proudy sdílejí společnou analytickou jednotku a tou je smlouva mezi zastupovaným a zástupcem. Teorie je podpořena dvěma hypotézami:

- „Pokud je smlouva mezi zastupovaným a zástupcem orientovaná na výsledek („outcome based contract“), zástupce bude pravděpodobně jednat v zájmu zastupovaného.
- Pokud má zastupovaný informace k ověření jednání zástupce (od představenstva), zástupce bude pravděpodobně jednat v zájmu zastupovaného.“

Problém zastoupení se znovu dostal do světel reflektorů ze dvou důvodů. Prvním důvodem jsou přemrštěné odměny výkonných manažerů. Někteří odborníci mají za to, že neexistují pozitivní vazby mezi výkonem a kompenzacemi. Druhým důvodem je zpochybnění kontrolní funkce rady ředitelů, která má chránit zájmy akcionářů. V mnohých studiích se autoři shodují na tom, že tyto nástroje nefungují podle předpokladu.

Jensen a Meckling definují problém zastoupení jako „*smlouvu, ve které jedna nebo více osob najímá jinou osobu (agenta) na vykonání nějaké služby, která zahrnuje delegování určitých rozhodovacích práv na agenta*“ [1, s. 308]. Pokud obě smluvní strany chtějí maximalizovat svůj užitek, existuje dobrý důvod věřit, že zástupce nebude vždy jednat v nejlepším zájmu zastupovaného. Oddělí-li se vlastnictví od řízení, vzniknou náklady zastoupení. Zastupovaný může omezit rozdíl v zájmech tím, že stanoví vhodné pobídky pro zástupce a vynaloží náklady na monitorování jednání zástupce. Pro zastupovaného je nemožné, aby za nulové náklady zajistil, že zástupce bude vždy z pohledu zastupovaného dělat optimální rozhodnutí. Tím se snižuje bohatství zastupovaného, v odborné literatuře se tato ztráta označuje jako reziduální ztráta. Z toho vyplývá, že celkové náklady zastoupení jsou složeny z výdajů zastupovaného na monitorování zástupce, výdajů na sloučení zájmů a reziduální ztráty [1, s. 308].

Je-li vlastník zároveň i výkonným manažerem, je v jeho vlastním zájmu řídit společnost tak, aby prosperovala a tím vlastník maximalizuje svůj užitek. Jensen s Mecklingem [1] do maximalizace užitku zahrnují jak peněžní, tak i nepeněžní zisky. Mezi nepeněžní zisky se řadí vybavení kanceláří, pracovní prostředí, mezilidské vztahy na pracovišti, úroveň pracovní morálky zaměstnanců apod. Prodá-li vlastník-manažer část podílu investorům, rozdíl v jejich preferencích je příčinou vzniku nákladů zastoupení. Investoři musí vynaložit určité náklady na monitorování vlastníka-manažera, a proto cena vynaložená za vlastnický podíl bude nižší o tyto náklady.

Pro snížení nákladů zastoupení navrhují autoři Jensen a Meckling monitorovací a slučovací aktivity. Monitorovací metody zahrnují audit, formální kontrolní systémy, omezení rozpočtu a zavedení systému motivačního ohodnocení, které slouží k bližšímu identifikování zájmů manažera. Slučovací metody mohou mít podobu smluvních garancí, které zavazují manažera k tomu, že finanční výkazy budou kontrolovány nezávislým auditorem, že manažer nebude zneužívat informace ve svůj prospěch, a konečně, že rozhodovací pravomoci manažera budou smluvně omezeny [1, s. 328].

Rozsah nákladů zastoupení se liší společnost od společnosti. Náklady zastoupení jsou ovlivněny osobností manažera, jednoduchostí, s jakou manažer prosazuje svoje preference a monitorovacími a slučovacími aktivitami. Náklady zastoupení závisí na měření výkonnosti manažera a jeho hodnocení, na odměnách manažera, které korelují s bohatstvím vlastníka, a na

uplatňování specifických pravidel chování. Do celkových nákladů zastoupení se také započítávají náklady na výměnu manažera. Pokud povinnosti manažera vyžadují velmi málo znalostí, manažerův výkon je lehce změřitelný. V takovém případě bude snadné najít za něj náhradu a náklady zastoupení budou nízké [1, s. 329].

3.2 Teoretické přístupy

V dnešní době se výzkum problému zastoupení zaměřuje hlavně na veřejně obchodované společnosti, kde je ve většině případů vlastnictví odděleno od řízení. Nemá-li žádný akcionář rozhodující vlastnický podíl, CEO může ovlivňovat radu ředitelů, která navrhuje odměny CEO. Tímto tématem se zabývají autoři Bebchuk a Fried. Ve své práci [4] uvádějí dva teoretické přístupy, které dělí problém zastoupení do dvou skupin.

3.2.1 Přístup optimální smlouvy

S tímto označením přišli již Jensen s Mecklingem, kteří pomocí optimální smlouvy chtěli zmírnit následky konfliktu mezi zastupovaným a zástupcem. Tento přístup předpokládá, že rada ředitelů jedná v zájmu akcionářů a snaží se navrhnout takový kompenzační balíček, který bude maximalizovat hodnotu majetku akcionářů. Optimální smlouva může vyplývat buď z vyjednávání mezi radou ředitelů a manažerem, nebo z tržních omezení, která nabádají obě strany k přijetí těchto smluv i bez vyjednávání. Stejně jako neexistuje důvod k tomu předpokládat, že CEO bude jednat v zájmu akcionářů, neexistuje tento předpoklad ani u rady ředitelů a jejich jednotlivých členů. Ředitelé mají velkou motivaci být za dobře se CEO, který hraje významnou roli v procesu nominování ředitelů do rady. Být na kandidátní listině do rady ředitelů je klíčem k tomu být do rady jmenován, proto by smlouvání se CEO ohledně kompenzací spíše ublížilo než pomohlo tomu, aby byl ředitel pozván do rady ředitelů jiné společnosti. Dalším důvodem ke zvýhodnění CEO je, že může ovlivnit výplaty a výhody ředitelů. Avšak podle pravidla NYSE 303A.04 musí mít každá kótovaná (zalistovaná) společnost nominační komisi složenou výhradně z nezávislých ředitelů. Většinové zastoupení nezávislých ředitelů má zaručit zvýšenou kvalitu dohledu nad CEO a snížit možnost střetu zájmů (NYSE 303A.01). Pravidlo NYSE 303A.04 určuje podmínky testování nezávislosti ředitelů. Ředitel je nezávislý, pokud rada ředitelů rozhodne o neexistenci jak přímých,

tak i nepřímých materiálních vazeb na společnost. Za nezávislého ředitele není považována osoba, která je nebo v předešlých třech letech byla akcionářem, partnerem, zaměstnancem nebo členem managementu v dané či přidružené společnosti, včetně jeho rodinných příslušníků. Na druhou stranu držení vlastnického podílu v dané společnosti je povoleno [5].

Negativem přístupu optimální smlouvy je, že nedokáže vysvětlit tržní operace. Jako příklad se nejčastěji uvádí riziko převzetí společnosti konkurentem. Hrozba převzetí konkurentem bývá používána jako nástroj proti neadekvátnímu chování manažerů, kteří mají strach o svou pozici, protože nový majitel by je pravděpodobně propustil. Existují důkazy o tom, že CEO společnosti se silnou ochranou proti převzetí dostávají vyšší kompenzace, které nejsou tolik zaměřené na výkon. Podle Bebchuka a Frieda [4] nejsou tržní síly dost silné zajistit výsledky plynoucí z optimální smlouvy a zároveň dochází k selhání zavedených omezení kompenzací výkonných manažerů.

3.2.2 Přístup manažerské moci

Přístup manažerské moci říká, že odměňování CEO je součástí problému zastoupení a nejen jeho nástroj. Hlavním důvodem, proč se zpochybňuje přístup optimální smlouvy, je předpoklad, že CEO má podstatný vliv na stanovování svých odměn. To znamená, že čím větší má CEO moc, tím větší jsou náklady na jeho kompenzace. Existují limity, které musí rada ředitelů akceptovat, ale tato omezení nebrání CEO získat smlouvy, které jsou podstatně štedřejší, než jaké by dostali na volném trhu. Důkazy ukazují, že složení kompenzačních balíčků je ovlivněno tím, jak je vnímají lidé zvenčí. Johnson a kol. [6] zjistili, že CEO společností, které byly vystaveny negativní mediální kampani kvůli výši jejich odměn v letech 1992 - 1994, v následujících letech obdrželi výrazně nižší odměny, které lépe odrážely jejich výkon. Thomas s Martinem [7] zjistili, že CEO společností, kteří byli středem pozornosti akcionářů kvůli výši odměn, měli v následujících dvou letech snížené odměny. Kvůli transparentnosti kompenzačních balíčků začali vrcholoví manažeři skrývat skutečné částky kompenzací. Nejčastěji užívané nástroje podle Bebchuka a Frieda [4] jsou důchodové plány, odložené výplaty kompenzací, výhody poskytované po odchodu z funkce a smlouvy o poskytování poradenských služeb. Tyto nástroje jsou v praxi oblíbené zejména proto, že po odchodu CEO z funkce, nemusí společnost vykazovat finanční prostředky, které mu nadále poskytuje.

Přístup manažerské moci předpovídá, že mzda bude vyšší nebo méně citlivá na výkon ve společnostech, kde má manažer poměrně velkou moc. Manažeři mají větší moc, pokud:

- je rada ředitelů poměrně malá a neúčinná;
- žádný velký akcionář nemá významný podíl ve firmě;
- je přítomno méně institucionálních akcionářů;
- jsou manažeři chráněni smlouvami proti převzetí.

Podle Corea a kol. [8] jsou odměny CEO vyšší za určitých podmínek a to

- když je rada ředitelů velká, což ztěžuje práci ředitelů při vytváření opozice proti CEO;
- když většina ředitelů byla nominována CEO, což vyvolává pocit vděčnosti nebo závazku vůči CEO;
- když jsou ředitelé členy ve třech nebo více radách.

Studie Cyerta a kol. [9] potvrdila, že přítomnost velkého akcionáře z vnějšku společnosti má za následek přísnější dohled a může omezit vliv výkonných manažerů na jejich kompenzace. Bertrand a Mullainathan [10] tvrdí, že ve společnosti, v níž je podíl všech akcionářů maximálně 5 %, jsou odměny CEO ovlivněny náhodnými vnějšími faktory (např. změna cen ropy nebo změny úrokových sazeb), spíše než snahou CEO. Vyšší koncentrace institucionálních akcionářů může vést k většímu monitorování a kontrole jednání CEO i rady ředitelů. Hartzell a Starks [11] ve své studii uvádějí, že vysoká koncentrace institucionálních vlastníků má za následek nižší odměny výkonných manažerů, které jsou tím pádem velmi spjaté s výkonem. Studie Davida a kol. [12] přichází s tím, že záleží na tom, jaký vztah mají institucionální akcionáři ke společnosti. Dělí institucionální akcionáře do dvou skupin na:

1. akcionáře, kteří mají pouze vlastnický vztah ke společnosti, tzv. „*pressure-resistant*“,
2. akcionáře, kteří kromě vlastnického vztahu mají i jinou obchodní vazbu na společnost, tzv. „*pressure-sensitive*“.

Jak přístup manažerské moci předpovídá, kompenzace CEO negativně korelují s přítomností institucionálních akcionářů „*pressure-resistant*“ a pozitivně korelují za přítomnosti institucionálních akcionářů „*pressure-sensitive*“. Podle Borokhoviche [13] společnosti, které přijaly opatření proti převzetí, vyplácely svým CEO nadprůměrné odměny už před přijetím těchto

opatření. Po jejich přijetí se náhrady CEO ještě výrazně zvýšily. Tento příklad se nedá vysvětlit pomocí přístupu optimální smlouvy, protože výkonným manažerům byly zvýšeny náhrady, i když jejich práce již nebyla tolik riziková. Opatření proti převzetí je také známo jako pravidlo supermajority.

V 90. letech nebyl zřejmý žádný vztah mezi mzdami, ostatními bonusy CEO a výkonností společnosti [14]. Investoři, akcionáři a regulátoři chtěli zvýšit používání opčních programů, což mělo vést ke sjednocení zájmů. Opční plány měly zajistit takové kompenzace výkonných manažerů, které by odrážely jejich výkon. Tedy vzroste-li cena akcií, vzrostou i odměny CEO. Jedním z velkých nedostatků opčních plánů je, že nedokážou odstranit růst cen akcií, který je způsoben tržními výkyvy na trhu, ale nezahrnují vlastní výkon CEO. Dokonce i CEO, jejichž společnosti jsou výkonnostně pod průměrem trhu, mohou získat značné odměny, pokud je trh na vzestupu. Jedním z navrhovaných řešení je propojit realizační cenu opcí s tržním nebo odvětvovým indexem. Dalším přístupem je splnění cílů, tzn. že CEO může uplatnit opce pouze v případě, splní-li stanovené cíle, které mohou být spojeny s cenou akcií, výnosy z akcií nebo nějakým indikátorem výkonnosti, tyto opce jsou označovány termínem „*restricted stock option*“. [4]

K odměňování výkonných manažerů se většinou používají opce „na penězích“ („*at-the-money*“), tedy realizovaná cena opce se rovná ceně akcií v okamžiku podepsání smlouvy. Tento způsob odměňování nemusí vyhovovat všem, proto existují také opce „mimo peníze“ („*out-of-the-money*“). Hodnota opcí „mimo peníze“ je vyšší než aktuální tržní cena akcií, ale zároveň opce „mimo peníze“ mají nižší očekávanou hodnotu než opce „na penězích“. Bude-li výkon CEO obzvláště dobrý, může mu firma dát více opcí „mimo peníze“, čímž podpoří jeho motivaci k ještě lepšímu výkonu, což povede ke zvýšení hodnoty společnosti na trhu.

CEO mohou opce a podíly prodávat. Vlastnické podíly výkonných manažerů bývají většinou vyjádřeny jako násobky roční mzdy CEO. Společnosti se zasazují o to, aby byly omezeny prodeje během určitého období, anebo chtějí předem vědět o zamýšlených prodejích. V kótovaných pravidlech NYSE, sekce 3, paragraf 309.00 [5] je návrh na zavedení periodických investičních plánů, kde by nákupy a prodeje byly řízeny zprostředkovatelem a jedinec by na ně neměl vliv. Další alternativou je umožnit zástupcům vedení společnosti nakupovat a prodávat akcie pouze v 30denní lhůtě, která začíná týden po zveřejnění výroční zprávy.

3.3 Hodnocení a vývoj kompenzací

Podle přístupu manažerské moci ovládají manažeři rady ředitelů a rady ředitelů mají přátelské vztahy s managementem, respektive rady ředitelů nenavrhují kompenzace podle výsledků CEO a nepropouští je kvůli nedostatečným výsledkům. Taková tvrzení nejčastěji vznikají, protože kritici zaměňují odhadované kompenzace za realizované kompenzace. Frydmanová a Saksová [15] zkoumaly vztah mezi bohatstvím CEO a výkonem společnosti. Došly k závěru, že bohatství CEO je spojeno s výkonností společnosti již od 30. let 20. století a tento vztah značně posílil od poloviny 80. let minulého století. Frydmanová a Jenter [16] měřili, jak se změní bohatství CEO, pokud se cena akcie zvýší o 1 % a dospěli k závěru, že kompenzační dohody spojovaly bohatství manažera s výkonností společnosti, a možná i se zájmy akcionářů, po většinu 20. století. Výzkumy Frydmanové, Jentera [16] a Murphyho [17] dospěly ke stejnému závěru.

Kompenzace CEO jsou tvořeny fixními a variabilními složkami kompenzací. Mezi fixní složky se řadí hlavně mzda a bonus, mezi variabilní patří zejména zisky z opcí. Existují dva způsoby, jak hodnotit na opcích založené kompenzace. Prvním způsobem je očekávaná odměna („*grant-date value*“). Současná hodnota opce se rovná hodnotě, kterou měla v době, kdy byla vydána. Pro výpočet této hodnoty se používá Black-Scholesův vzorec. CEO dostane mzdu a bonusy, ale další část peněz je uložena v opcích a akciích a tyto hodnoty se odhadují právě pomocí Black-Scholesova vzorce. Očekávaná hodnota odměny proto není vhodným způsobem pro posuzování, zda jsou CEO placeni za výkon. Druhý způsob je tzv. realizovaná hodnota kompenzace („*realized pay*“). Je to skutečná hodnota, kterou CEO získá ve chvíli, kdy opci uplatní. Protože tento způsob vychází ze skutečných zisků z opcí, je to lepší způsob, jak zjistit, kolik peněz CEO za daný rok získá. Očekávaná hodnota opcí je vhodnějším způsobem (i když není úplně perfektní), jak zajistit, aby byl CEO placen za výkon. Kaplan [18] se ve své práci zaměřuje na očekávanou hodnotu kompenzací, protože ty jsou v moci rady ředitelů. Průměrné očekávané kompenzace CEO (očištěné o inflaci) byly v roce 2010 téměř na stejné úrovni, na jaké byly v roce 1998, a rozhodně byly nižší než v roce 2000. Jinými slovy průměrné kompenzace CEO se nezvyšují. Tím Kaplan [18] odmítá tvrzení, že CEO má významný vliv na výši svých kompenzací.

Gabaix a Landier [19] tvrdí, že zvýšení kompenzací CEO lze vysvětlit tržními silami. V jednoduchém konkurenčním modelu ukazují, že čím větší společnosti jsou, tím větší kompenzace CEO dostanou. Nadaný CEO se stává cennější s tím, jak se společnost zvětšuje. Na konkurenčním trhu jsou ceny vyhnány, protože s růstem společnosti, se zvětšují i náklady na najmutí produktivnějšího CEO. Autoři empiricky zjistili, že nárůst kompenzací CEO od roku 1980 lze plně připsat zvýšení tržních hodnot společností. Kaplan a Rauh [20] toto zvýšení připisují pokroku technologie, která pomohla nadaným lidem k lepšímu zpracování dat. Naproti tomu Frydmanová a Saksová [21] studovaly kompenzace CEO od 30. let 20. století do roku 2005 a zjistily, že důkazy jdou proti přístupu manažerské moci. Jejich výsledky zpochybňují výzkum Gabaixe a Landiera [19], protože před rokem 1970 kompenzace CEO nerostly spolu s tržní hodnotou společností.

Frydmanová a Saksová [21] se rovněž zabývaly vývojem kompenzací CEO společností z indexu S&P 500 a jiných veřejně obchodovaných společností ve vztahu k jiným skupinám s vysokými příjmy v dlouhém období, např. s ostatními výkonnými manažery, právníky, investory do soukromého kapitálu, manažery hedgeových fondů, atlety nebo s horními 10 % daňových poplatníků. Od 30. a 40. let se výrazně zvýšil podíl kompenzací výkonných manažerů (pojem CEO se začal běžně používat až v 70. letech minulého století) na tržní kapitalizaci společností. Frydmanová [22] přičítá růst kompenzací CEO růstu poptávky po výkonných manažerech, což vedlo ke zvýšení konkurence na trhu s manažery.

Odborníci hledali odpověď na otázku, proč odhadované kompenzace CEO společností z indexu S&P 500 vzrostly od roku 1993 do roku 2001 a vzápětí se propadly mezi roky 2001 až 2007, v porovnání s horními 10 % daňových poplatníků. Murphy [17] odmítá připisovat zvýšený růst kompenzací manažerské moci kvůli několika důvodům. Neexistují důkazy, že by rada ředitelů oslabila svou činnost v průběhu let, důkazy nasvědčují spíše opaku. Dále největší podíl kompenzací plynul k CEO najímaným externě, z vnějšku společnosti. Tito CEO byli najímání na základě jednání s radou ředitelů, která nebyla ovlivněna jejich mocí. A konečně, cena CEO se zvýšila kvůli konkurenci na trhu výkonných manažerů. Průměrné realizované kompenzace se od roku 1997 pohybují v rozmezí 2 až 2,5 násobku průměrných příjmů horních 10 % daňových poplatníků v USA u společností z indexu S&P 500, a kolísá mezi 0,6 a 0,8 násobkem u společností, které nejsou součástí tohoto indexu. V roce 2010 dosahoval tento poměr zhruba 2,25 násobku příjmů horních 10 % daňových poplat-

níků. V dnešní době je kompenzace CEO srovnatelná nebo nižší v porovnání s příjmy jiných vysoce placených skupin, než byla v 90. letech minulého století a zároveň je stále nad dlouhodobým historickým průměrem. Poměr kompenzací CEO k tržní hodnotě společnosti je na stejné úrovni, na jaké byl tento podíl v pozdních 50. a 70. letech minulého století.

Kompenzace a sankce CEO se odvíjejí od jejich výkonu. Je to dáno velkým podílem opcí a akcií, které jsou součástí kompenzačního balíčku CEO. Murphy [17] uzavírá svou práci detailním výzkumem vývoje kompenzací výkonných ředitelů tím, že kompenzace jsou ovlivněny interakcí ekonomických a politických faktorů. Většina výzkumů se v poslední době soustředí na teoretické přístupy a ignorují fakt, že společnosti pouze reagují na legislativní změny, daňovou politiku, účetní pravidla a obecné politické změny. Vládní intervence byly odpovědí a zároveň hnacím motorem změn v odměňování výkonných manažerů během posledního století. Popularita opčních plánů, které byly tolik rozšířené v 50. a 90. letech minulého století a začátkem nového tisíciletí, byla přímým důsledkem politických regulací. Pokud dojde k selhání v odměňování CEO v USA, vzápětí budou následovat další reformy, které neberou ohledy na akcionáře. To, co dělá odměňování CEO zajímavé a komplikované je fakt, že ve vzájemné interakci a koexistenci spolu fungují politická paradigmatata a přístupy manažerské moci a optimální smlouvy.

3.4 Rada ředitelů

Gevurtz [23] ve své práci zmiňuje, že existence rady ředitelů je zapříčiněna hlavně množstvím akcionářů, kteří nejsou schopni se zorganizovat, aby mohli efektivně monitorovat CEO. Proto by moc měla směřovat od akcionářů, přes radu ředitelů, k CEO. Akcionáře veřejně obchodovaných společností označuje za „racionálně apatické“. To je stav, kdy akcionář dojde k závěru, že nemá snahu nebo čas mít kontrolu nad společností. Náklady vynaložené na prosazení zájmů akcionářů by byly nepřiměřeně vysoké a k prosazení zájmů musí akcionář získat podporu většiny akcionářů kvůli hlasování na valné hromadě. Výsledek by byl relativně malý, zatímco ostatní akcionáři by měli zisky vyšší. Akcionáři, kteří se aktivně nezúčastňují prosazování zájmů, ale podporují iniciátora, jsou označováni za tzv. „*free ridery*“. Proto jsou takové akce výjimečné.

Rada ředitelů je dozorčí orgán společnosti. Stojí v první obranné linii proti problému zastoupení a je volena akcionáři. Ve firmě zastává dvě hlavní funkce, těmi jsou kontrola vrcholného managementu společnosti a poradní funkce v klíčových otázkách. Do její kompetence spadají aktivity jako je monitorování, najímání, propouštění a stanovování odměn CEO.

Podle Baldenia a kol. [24] je hlavním cílem monitorování odhalit informace CEO a cílem poradenství je získat informace důležité pro rozhodování, které nejsou známy ani CEO. V praxi jsou členové rady ředitelů zapojeni do obou aktivit. Pro účely své studie rozlišuje Baldenius a kol. sdílení informací do dvou skupin, a těmi jsou centralizace a delegování na CEO. V podmínkách centralizace je proces rozhodování v kompetenci rady ředitelů. Pokud je rozhodování delegováno na CEO, rozhodnutí dělá on, ale při výkonu této pravomoci je omezen monitorovací funkcí rady ředitelů. Rada ředitelů může potrestat CEO, pokud odhalí, že CEO zneužívá neveřejné informace a nejedná v souladu s radou. Selže-li monitorovací funkce rady ředitelů, může si CEO vybrat projekt, kterému se sám chce věnovat. Shrňme-li to, tak v podmínkách centralizace může rada ředitelů dokonale přizpůsobit investiční rozhodnutí podle svých vlastních informací. Deleguje-li pravomoci na CEO, část informací se vždy ztratí v komunikaci mezi radou ředitelů a CEO. Z toho vyplývá, že každá informace je užitečnější v podmínkách centralizace.

Rada ředitelů je složena z kontrolujících a poradních ředitelů. Baldenius a kol. [24] objevil vztah mezi motivy CEO a složením rady ředitelů. Pokud je v radě ředitelů více kontrolujících ředitelů, investiční rozhodnutí bývají centralizovaná, proto CEO, kteří mohou ovlivnit složení rady ředitelů, často nominují méně ředitelů s kontrolní mocí.

Podle Eisenhartové [3] je rada ředitelů relevantní nástroj sloužící k monitorování aktivit CEO a k ochraně zájmů akcionářů. Když má rada ředitelů kvalitní informace o jednání CEO, je pravděpodobné, že CEO bude jednat v zájmu akcionářů. Kvalita informací se odvíjí od několika faktorů, mezi které patří např. četnost schůzek rady ředitelů, počet členů rady ředitelů podle délky funkčního období, počet členů zastupujících určitou skupinu vlastníků nebo zkušenosti členů rady z daného oboru. Délka funkčního období v dnešní době už není určující proměnná, protože většina ředitelů rad veřejně obchodovaných společností je volena na valné hromadě, která zasedá jednou ročně. Někteří z ředitelů jsou voleni opakovaně a členy rady mohou být desítky let. I tak ředitelé musí být považováni za nezávislé. Test nezávislosti ře-

ditelů provádí sama rada ředitelů a výsledky testu jsou zapsány ve formuláři DEF14a, který je součástí výroční zprávy.

K porozumění, proč má CEO kontrolu nad společností, je užitečné rozdělit ředitele do dvou skupin na: interní („*inside*“) a externí („*outside*“) ředitele. Interní ředitelé jsou osoby, které pracují na plný úvazek ve společnosti a externí ředitelé jsou osoby, které nejsou zaměstnanci společnosti na základě pracovní smlouvy [23]. V 80. letech společnosti čelily tlaku na zvýšení počtu externích ředitelů v radách. Na konci 90. let bylo v radách v průměru 80 % externích ředitelů [25]. Externí ředitelé redukuje problém zastoupení tím, že vyhrožují chybnému CEO propuštěním a zavádějí pobídkové plány, které jsou vázány na tvorbu hodnot. Takové nastavení smluv spojuje kompenzace CEO se zisky akcionářů. Na druhé straně externí ředitelé nejsou v žádném případě dokonalými zástupci akcionářů. Podle Bakera a kol. [26] nemají členové rady ředitelů žádný zájem propustit nebo finančně potrestat CEO s nízkou výkonností, protože osobně nesou velkou část nepeněžních nákladů (propuštění), ale nemají z toho žádné peněžní výhody. Stejně tak jsou ředitelé ochotni dát CEO nadměrné kompenzace za adekvátní výkon, pokud jsou CEO placeni z peněz akcionářů a ne z peněz ředitelů. Fracassi a Tate [27] uvádějí, že dokonce i externí ředitelé často se CEO sdílejí důležité sociální vazby, zejména se CEO, kteří pravděpodobně mají vliv na nominační proces do rady ředitelů. Problém zastoupení mezi akcionáři a jejich zvolenými zástupci (členy rady ředitelů) tvoří základ pro přístup manažerské moci, podle kterého mocní CEO ovlivňují nejen úroveň, ale i složení jejich vlastních kompenzací [17]. Podle Cyerta jsou odměny CEO o 20 - 40 % vyšší, je-li CEO zároveň předsedou rady ředitelů [9].

Kaplan [18] tvrdí, že CEO společností obchodovaných na kapitálovém trhu jsou veřejností vnímány jako osoby, které jsou přehláceny a rady ředitelů nedostatečně kontrolují jejich jednání. V důsledku toho vláda USA zavedla dvě opatření. Prvním je právní předpis Sarbanes-Oxley z roku 2002. Druhým je *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Section 951* neboli Dodd-Frankův zákon z roku 2010, který byl zaveden kvůli předcházející finanční krizi, a který vešel v platnost v roce 2011. Tento zákon ukládá akcionářům povinnost rozhodovat o kompenzacích pěti nejvýše postavených manažerů ve firmě, tzv. „*Say-on-Pay*“. Zákonodárci podporující tuto legislativu věřili, že se tím zvýší moc akcionářů a mzda CEO bude více spojena s výkonem. Kaplan ve své studii vychází z dat zveřejněných po prvním hlasování v roce 2011 v databázi Equilar, podle nichž 98 % společností získalo většinou

podporu při schvalování kompenzací. Z toho jasně vyplývá, že akcionáři mají důvěru v radu ředitelů. Z prací Kaplana [18] a Murphyho [17] se dá vyčíst, že kompenzace CEO jsou spojeny s cenou akcií společnosti.

Veřejně obchodované společnosti v USA běžně zaměstnávají konzultanty, kteří se podílejí na tvorbě kompenzací pro CEO. Využití služeb konzultantů může být vysvětleno přístupem optimální smlouvy, kdy konzultanti poskytují užitečné rady a přispívají odbornými zkušenostmi při tvorbě kompenzačního balíčku. Ale odborní konzultanti také mohou hrát významnou roli při skrývání nadměrných kompenzací. Například, daří-li se společnosti, konzultanti doporučí navýšení kompenzací, které odráží výkon a jsou vyšší než průměrné kompenzace v odvětví [28]. Nedaří-li se společnosti, konzultanti také navrhnou zvýšení kompenzací. Důvodem k navýšení je udržení schopného CEO, a tak by jeho kompenzace měly korespondovat s výší kompenzací v odvětví. Poté co rady ředitelů schválí kompenzační balíčky pro CEO, použijí společnosti reporty konzultantů, aby výši kompenzací ospravedlnili před akcionáři [4].

4 Vlastní práce

Tato část práce zkoumá vztah mezi výkonností společnosti a kompenzacemi CEO. Byly vybrány dvě společnosti, Dell Inc. (dále jen Dell), dříve Dell Computer Corp., a Hewlett Packard Co. (zkráceně HP). Obě společnosti reprezentují odvětví informačních technologií. Společnosti Dell i Hewlett Packard jsou americké společnosti obchodované na kapitálovém trhu v USA. Můžeme je najít v žebříčku Fortune 500 a Hewlett Packard je rovněž součástí indexu S&P 500. Veškerá data byla získána z formulářů DEF14A a 10-K neboli výročních zpráv, které jsou dostupné ve veřejně přístupné databázi Edgar spadající pod U.S. Security and Exchange Commission. Data jsou shromážděna z rozmezí deseti let od roku 2004 do roku 2013. Toto období bylo zvoleno, protože společnost Dell změnila formu vlastnictví. Poslední dostupná data společnosti Dell jsou právě za rok 2013.

Cílem této části je zjistit zda kompenzace CEO závisí na výkonnosti společnosti a zda je vlastnický vztah CEO ke společnosti důležitý ve spojení s její výkonností. Jedním z určujících faktorů pro výběr společnosti bylo zda CEO společnosti je nebo byl jejím vlastníkem. Druhá společnost je vedena CEO najmutým zvenčí společnosti. Atributy pro porovnání jsou celkové kompenzace CEO, čisté příjmy, provozní zisk, EBT, čistý zisk, celková aktiva a celkový vlastní kapitál. Pro sjednocení výsledků obou společností byly zvoleny stejné komponenty kompenzačních balíčků. Ty zahrnují základní mzdu, bonus, ostatní kompenzace, výnosy z opcí ke dni vydání a podíl na zisku.

4.1 Dell Inc.

V roce 1984 Michael Dell založil společnost PC's Limited, kterou v roce 1988 přejmenoval na Dell Computer Corporation. Společnost Dell se zabývá vývojem, výrobou, obchodem, prodejem a podporou širokého spektra produktů a služeb. Také nabízí finanční služby společnostem i malým spotřebitelům. Na velké podniky cílí nabídkou serverů, pracovních stanic, síťových služeb a úložišť. Zároveň jim poskytuje i plnou podporu IT, služby v oblasti konzultace a aplikace, softwarová řešení, cloud a další služby spojené s produkty společnosti Dell. Pro komerční užití nabízí pracovní stanice, notebooky, tablety, chytré telefony, stolní

Tabulka 4.1: Kompenzace CEO společnosti Dell Inc.

v tisících	M	B	OK	OA	PzZ	Suma
2004	\$ 950	\$ 2 052	\$ 7	\$ -	\$ -	\$ 3 009
2005	\$ 869	\$ 2 086	\$ 14	\$ -	\$ -	\$ 2 969
2006	\$ 944	\$ 1 794	\$ 11	\$ -	\$ -	\$ 2 749
2007	\$ 950	\$ 2 485	\$ 1 061	\$-	\$ -	\$ 4 496
2008	\$ 950	\$ -	\$ 1 045	\$ 338	\$ -	\$ 2 333
2009	\$ 932	\$ -	\$ 1 177	\$ 17	\$ -	\$ 2 126
2010	\$ 950	\$ -	\$ 14	\$-	\$ -	\$ 964
2011	\$ 950	\$ 750	\$ 13	\$ -	\$ 2 635	\$ 4 348
2012	\$ 987	\$ -	\$ 14	\$ 11 823	\$ 3 315	\$ 16 139
2013	\$ 950	\$ -	\$ 19	\$ 11 598	\$ 1 330	\$ 13 897

Zdroj: vlastní zpracování

počítače a s tím související technickou podporu. V současnosti je CEO společnosti Dell Michael Dell, který zároveň zastává i funkci předsedy rady ředitelů. Předsedou rady ředitelů je od počátku existence společnosti, CEO byl od roku 1984 do června roku 2004 a znovu se do funkce vrátil začátkem roku 2007. Vzhledem k jeho spjatosti se společností není nezávislým ředitelem. V mezidobí, kdy Michael Dell nebyl CEO, tuto funkci zastával Kevin Rollins.

4.1.1 Kompenzace CEO

Kompenzace CEO je složena z fixních a variabilních složek, jejichž hodnoty jsou k vidění v tabulce 4.1. Jelikož má CEO přímý vliv na výkonnost společnosti a společnost zastává filosofii „odměna za výkon“, značná část kompenzace je ve formě krátkodobých a dlouhodobých pobídkových programů. Kompenzace CEO stanovuje komise, která bere v potaz mnoho faktorů. Mezi tyto faktory se řadí individuální výkon a zkušenosti, výše kompenzací v letech předešlých, porovnání s výkonnými manažery konkurenčních společností a další relevantní činitelé. Klíčovými elementy kompenzačního balíčku jsou mzda, roční bonus, dlouhodobé pobídky a různé benefity. Mezi pobídky a benefity spadají ostatní kompenzace, zisk z opcí ke dni jejich vydání a podíl na zisku. Od roku 2005 Michael Dell na svou žádost nezískal žádné dlouhodobé pobídky, s tím souhlasil i kompenzační výbor. Michael Dell je držitelem akcií společnosti a předsedou rady ředitelů, to ho velmi úzce spojuje se společností Dell a zároveň ho to motivuje ke splnění dlouhodobých cílů.

Mzda CEO je všeobecně spojena s tržní úrovní, a proto je její hodnota stanovena na úrovni

75. percentilu mediánu základní mzdy konkurenčních společností. Roční pobídkový plán poskytuje odměnu za splnění stanovených cílů na základě pozitivně konsolidovaného čistého zisku a dalších objektivních nebo subjektivních standardů, které komise považuje za vhodné. Pobídkový plán je vyplácen výkonným manažerům na základě pobídkového plánu *Executive Annual Incentive Bonus Plan*, který je navržen tak, aby byl daňově uznatelný podle sekce 162(m) amerického daňového zákona *Internal Revenue Code*, kdy je maximální vyplacená částka stanovena na 0,1 % konsolidovaného čistého zisku. Roční bonusový plán je tvořen bonusy a podílem na zisku.

Dlouhodobý pobídkový plán je nejvýznamnější částí kompenzačního balíčku. Je koncipován tak, aby motivoval CEO pomocí opcí, zejména opcí určených k nákupu akcií („*stock options*“). CEO by díky dlouhodobým pobídkám měl činit správná rozhodnutí v souladu s dlouhodobými finančními plány společnosti. Zároveň jsou dlouhodobé pobídky nástroj, který je atraktivní a slouží k udržení spolupráce. Dlouhodobé pobídky pro Michaela Della byly z 50 % tvořeny klasickými opcemi a z 50 % opcemi určenými na nákup akcií společnosti Dell. U opcí určených k nákupu akcií se jedná o akciové jednotky s omezeným uplatněním „*restricted stock units*“ (RSUs), a akciové jednotky založené na výkonu „*performance-based restricted stock unit*“ (PBUs). Společnost Dell používá model *Black-Scholes* na oceňování opcí. Některé opce jsou uplatnitelné po čtyřech letech (RSUs), resp. tři roky ode dne prvního výročí vydání této opce, a některé již po třech letech (PBUs). Cena opce se rovná tržní hodnotě, kterou opce měla v den svého vydání.

Výkonným manažerům společnosti Dell jsou poskytovány různé benefity, které jsou označovány jako ostatní kompenzace. Ostatní kompenzace zahrnují finanční bonus pro nové zaměstnance, odložené částky kompenzačního plánu, finanční konzultace a daňové služby, roční lékařské prohlídky, osobní počítač a technickou podporu, bezpečnostní služby, relokované náklady (např. náklady na stěhování, dočasné náklady na bydlení a náklady na dopravu včetně daně), služební cesty, zdravotní pojištění, životní pojištění, penzijní spoření a odstupné.

I když společnost Dell byla sledována během let finanční krize z jejích výsledků můžeme usoudit, že strategie společnosti byla správná a návrat Michaela Della do čela společnosti jen upevnil její postavení na trhu. Základní plat CEO se během let měnil o desítky tisíc dolarů v souladu s návrhy komise pro kompenzace. Od roku 2007, kdy se do funkce CEO vrátil

Tabulka 4.2: Výsledky hospodaření společnosti Dell Inc.

v milionech	ČT	PZ	EBT	ČZ	CA	CVK
2004	\$ 41 327	\$ 3 525	\$ 3 711	\$ 2 625	\$ 19 340	\$ 6 238
2005	\$ 49 121	\$ 4 206	\$ 4 403	\$ 3 018	\$ 23 318	\$ 6 412
2006	\$ 55 788	\$ 4 382	\$ 4 608	\$ 3 602	\$ 23 252	\$ 4 047
2007	\$ 57 420	\$ 3 070	\$ 3 345	\$ 2 583	\$ 25 635	\$ 4 328
2008	\$ 61 133	\$ 3 440	\$ 3 827	\$ 2 947	\$ 27 561	\$ 3 735
2009	\$ 61 101	\$ 3 190	\$ 3 324	\$ 2 478	\$ 26 500	\$ 4 271
2010	\$ 52 902	\$ 2 172	\$ 2 024	\$ 1 433	\$ 33 652	\$ 5 641
2011	\$ 61 494	\$ 3 433	\$ 3 350	\$ 2 635	\$ 38 599	\$ 7 766
2012	\$ 62 071	\$ 4 431	\$ 4 240	\$ 3 492	\$ 44 533	\$ 8 917
2013	\$ 56 940	\$ 3 012	\$ 2 841	\$ 2 372	\$ 47 540	\$ 10 701

Zdroj: vlastní zpracování

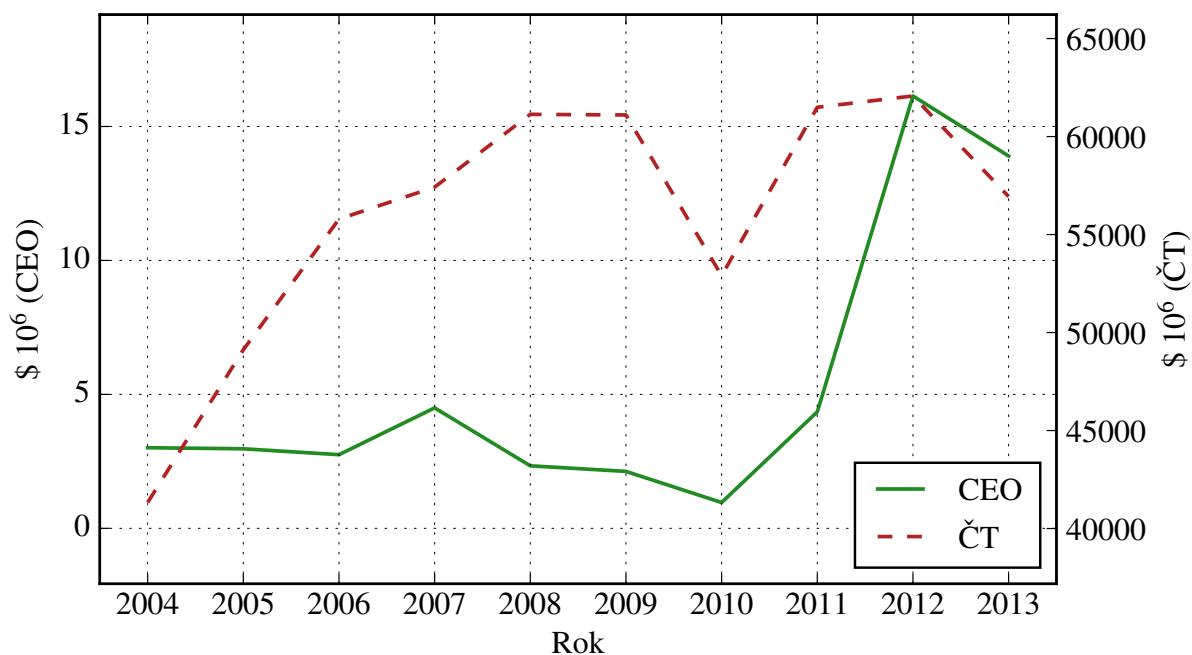
Michael Dell, CEO nedostával žádné finanční bonusy, protože neplnil předem stanovené cíle, které se odvíjí od provozního zisku. Například v roce 2009 byl provozní zisk 3,2 miliardy dolarů, což bylo o 2,1 % méně než byla stanovená hranice. Opce začal Michael Dell uplatňovat od roku 2008 a od té doby tvořily největší část kompenzačního balíčku. Zastoupení zisků z opcí v kompenzačním balíčku se pohybovalo mezi 70 - 80 %, zejména v posledních třech letech sledovaného období. V letech 2012 a 2013 uplatnil Michael Dell svá majetková práva nejspíše proto, že roku 2013 společně s dalšími akcionáři a investory oznámil, že se společnost bude převádět zpět do osobního vlastnictví.

4.1.2 Porovnání kompenzací CEO s ukazateli výkonnosti

Na grafu 4.1, resp v tabulce 4.2 lze pozorovat, že čisté tržby od roku 2004 strmě stoupaly až do roku 2008. Značný propad je patrný mezi lety 2009 a 2011, ten byl zapříčiněn světovou finanční krizí. V roce 2012 dosáhly čisté tržby svého maxima. Propad v roce 2013 byl nejspíše způsoben oznámením investorů, že společnost bude převedena zpět do soukromého vlastnictví. Jak rostly tržby společnosti, rostly i kompenzace CEO. Ty prakticky kopírují křivku čistých tržeb. Lze říci, že od roku 2010 kompenzace CEO korelují s čistými tržbami.

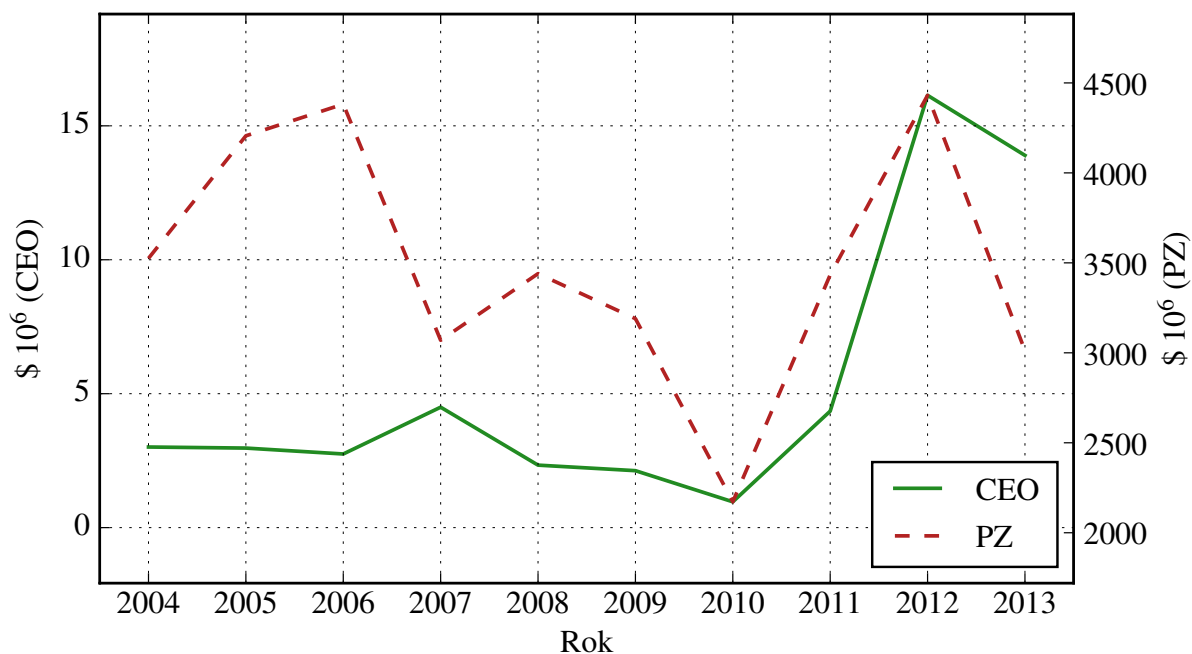
Porovnání provozního zisku a kompenzací CEO je komplikované vzhledem k širokému spektru produktů a služeb, které společnost Dell nabízí. Nejvyšší zisk byl zaznamenán v letech 2006 a 2012, což je patrné na grafu 4.2. Mezi lety 2008 a 2009 poklesl provozní zisk o 7 %, v absolutním vyjádření je to 250 milionů dolarů. Nejhorší propad nastal v roce 2010, kdy

Graf 4.1: Porovnání kompenzací CEO s čistými tržbami společnosti Dell Inc.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 4.2: Porovnání kompenzací CEO s provozním ziskem společnosti Dell Inc.



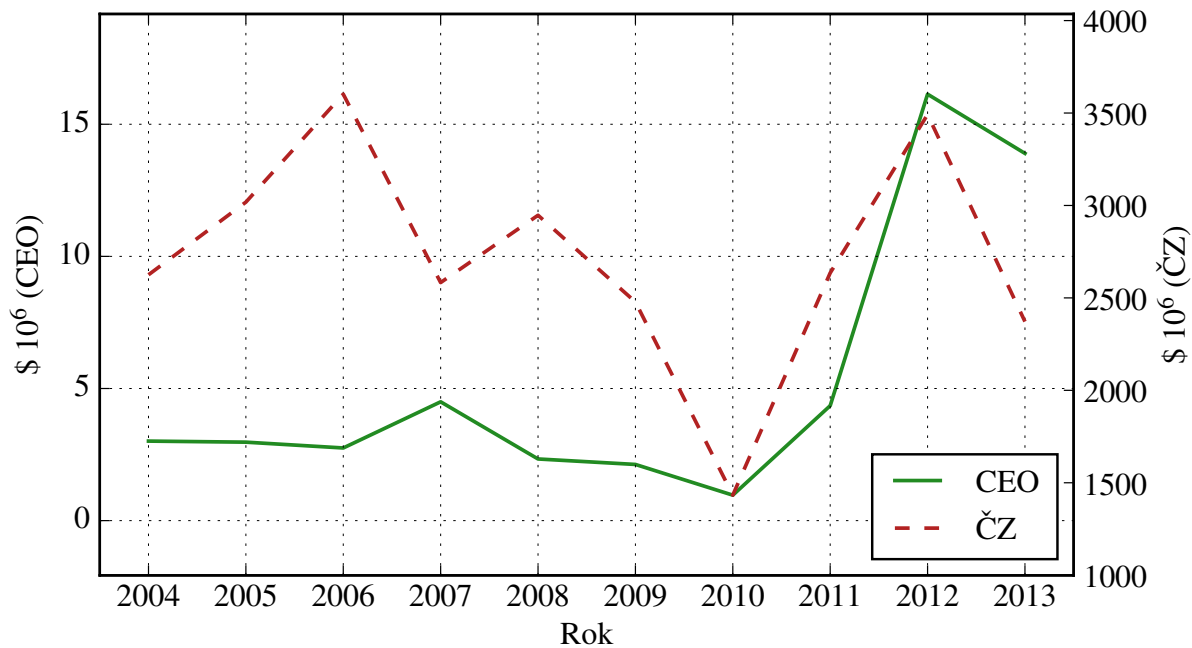
Zdroj: vlastní zpracování

během fiskálního roku provozní zisk poklesl o 32 %, tedy o více než jednu miliardu dolarů. Tomu předcházelo snížení výdajů spotřebitelů na informační technologie, kdy v roce 2009 společnost dosáhla 85 % stanoveného cíle pro provozní zisk. Provozní zisk byl rovnoměrně rozdělen mezi kontinenty, tudíž pokles nastal napříč celým světovým trhem. I přes tento pokles rada ředitelů měla za to, že si společnost vede velmi dobře v porovnání s konkurencí. Naopak mezi lety 2010 a 2011 byl meziroční nárůst o 58 %, tj. 1,26 miliardy dolarů. Kompenzace CEO oproti provoznímu zisku stagnovaly, s výjimkou roku 2007, kdy bylo vyplaceno odstupné panu Rollinsovi. Skokově potom provozní zisk vzrostl v roce 2012. V dalším roce nastal jak pokles kompenzací CEO, tak i provozního zisku, který byl způsoben převodem společnosti do osobního vlastnictví.

Zisk před zdaněním, též označován jako EBT, a čisté zisky se od křivky provozního zisku moc neliší, proto ani jejich srovnání s kompenzacemi CEO nebude odlišné. Tyto změny, pozorované v grafu 4.3, mohly být následkem vyšších, nebo naopak nižších, úroků, daní a odpisů. Je zajímavé sledovat v tabulce 4.2, že v letech 2010, 2011 a 2012 se hodnoty provozního zisku a EBT liší jen o desítky jednotek. Nabízí se vysvětlení, že během finanční krize společnost neinvestovala, tudíž se snížil dlouhodobý dluh a vzhledem ke snížení provozního zisku se dá očekávat i snížení daně z příjmu. Například v roce 2012 byla efektivní míra zdanění 17,6 %, v roce 2011 byla 21,3 % a v roce 2010 činila míra zdanění 29,2 %. Pokles sazby daně byl způsoben nárůstem zdanitelného příjmu. Navíc se daňové zatížení liší napříč zeměmi, kde jsou zisky daněny nižšími sazbami než v USA. Nejnižší zdanění bylo v Singapuru, Číně a v Malajsii. V roce 2012 vzrostly zisky z investic oproti předchozímu roku, což částečně uhradilo úroky, tedy v roce 2012 zaplatila společnost na úrocích 191 milionů dolarů, zatímco v roce 2011 to bylo „pouhých“ 83 milionů dolarů.

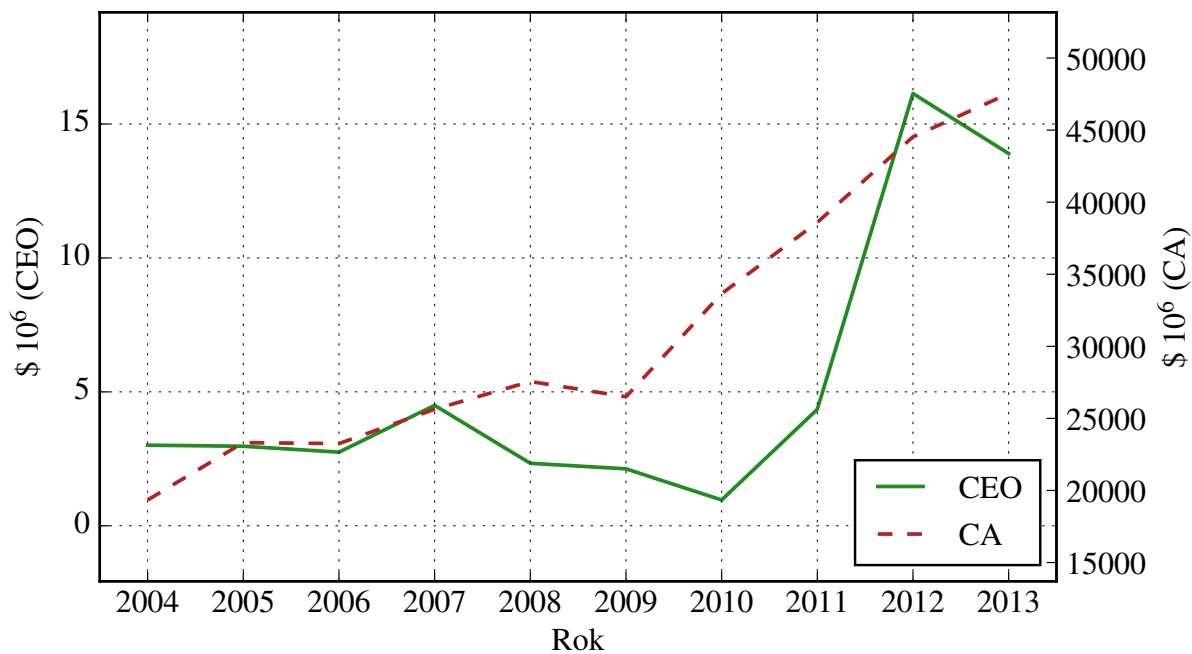
Celková aktiva v sobě zahrnují hotovost a hotovostní ekvivalenty, krátkodobé investice, krátkodobé pohledávky, zásoby, ostatní běžný majetek, pozemky, budovy a vybavení, dlouhodobé investice, dlouhodobé pohledávky, goodwill, nehmotný majetek a ostatní dlouhodobá aktiva. Hodnota celkových aktiv se stabilně navyšovala po celé desetileté období. Jediný patrný výkyv, pozorovaný také v grafu 4.4, byl mezi lety 2008 a 2009, tehdy hodnota celkových aktiv klesla zhruba o 1 miliardu dolarů, když se snížily investice z 1,56 miliardy dolarů na 0,45 miliardy dolarů. Další vývoj byl strmější než v předchozích letech. Vzhledem k rostoucí tendenci celkových aktiv, byly kompenzace CEO nelineární. V roce 2007 odcházela

Graf 4.3: Porovnání kompenzací CEO s čistým ziskem společnosti Dell Inc.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 4.4: Porovnání kompenzací CEO s celkovými aktivy společnosti Dell Inc.

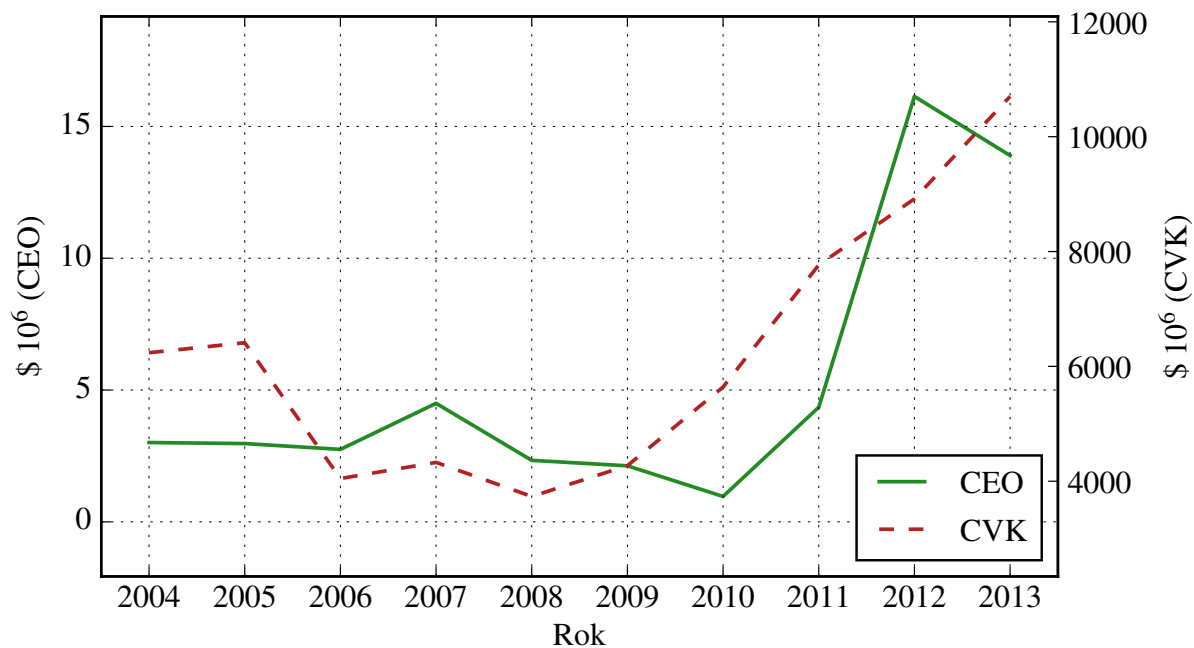


Zdroj: vlastní zpracování

z funkce CEO Kevin Rollins a s jeho odchodem se pojí i vyšší kompenzace. Po návratu Michaela Della nastalo výrazné snížení kompenzací, kdy nejnižší hodnoty dosáhly v roce 2010. Od roku 2010 do roku 2012 kompenzace prudce rostly, zatímco celková aktiva narůstala mnohem mírnějším tempem. Tyto změny byly způsobeny realizováním prodejů akcií a opcí Michaela Della. I po změně formy vlastnictví lze předpokládat, že celková aktiva společnosti dále rostla, ale s určitostí se to říci nedá, protože po přechodu do osobního vlastnictví už společnost nemusí zveřejňovat hospodářské výsledky ani kompenzace CEO.

V USA představuje vlastní kapitál čistou hodnotu společnosti. Hodnota celkového vlastního kapitálu v čase velmi kolísala. Od roku 2005 celkový vlastní kapitál klesal, s výjimkou roku 2007, a v roce 2008 dosáhl své nejnižší hodnoty. Tento propad činil v absolutní hodnotě zhruba 2,5 miliardy dolarů. Kompenzace CEO měly oproti celkovému vlastnímu kapitálu zcela odlišný vývoj, rostly do roku 2007 a na nejnižší bod klesly v roce 2010. Celkový vlastní kapitál začal posilovat od roku 2009 a jeho hodnota narůstala s každým dalším rokem, jak lze vidět v grafu 4.5. Kompenzace CEO mnohem strměji rostly od roku 2010, a zatímco celkový vlastní kapitál stále stoupal, hodnota kompenzací CEO se zastavila na svém nejvyšším bodě v roce 2012 a v roce 2013 byly kompenzace o více než 2 miliony dolarů nižší.

Graf 4.5: Porovnání kompenzací CEO s celkovým vlastním kapitálem společnosti Dell Inc.



Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Hewlett Packard Co.

Společnost Hewlett Packard Co. byla formálně založena roku 1939, ale její koncept již v roce 1934 vymysleli spolužáci ze Stanford University Bill Hewlett a David Packard. Od roku 1957 jsou akcie společnosti obchodované na burze. Společnost HP je rozdělena na sedm obchodních segmentů: osobní systémy, tiskárny, služby, podnikové servery, úložná místa a sítě, software, HP finanční služby a podnikové investice. V nabídce společnosti jsou různé druhy osobních počítačů, pracovní stanice, osobní výpočetní zařízení, systémy pro digitální zábavu, kalkulačky a další příbuzná příslušenství, tiskárny, skenovací zařízení a servery pro společnost. Spolu s hardwarem nabízí společnost HP i technickou podporu, včetně servisních kontrol, konzultací a implementaci software.

4.2.1 Kompenzace CEO

Ve sledovaném období se ve funkci CEO vystřídal hned několik osob. Do roku 2005 byla ve funkci Carleton S. Fiorina, která byla donucena rezignovat kvůli neuspokojivým výsledkům hospodaření jak na pozici CEO, tak i jako předsedkyně představenstva. Jako zastupující CEO jí na dva měsíce nahradil Robert P. Wayman, který byl členem rady ředitelů a zároveň i CFO („*Chief Financial Officer*“, finanční ředitel). Za období strávené ve funkci CEO dostal Robert P. Wayman roční bonus ve výši 3 miliony dolarů. Od 1. dubna roku 2005 se funkce CEO ujal Mark V. Hurd, ten dokázal během dvou let zvýšit prodeje tiskáren o 5 %. Společnost HP se stala jedničkou na trhu v prodeji stolních počítačů a v roce 2007 i jedničkou v prodeji notebooků. Mark Hurd byl známý tím, že radikálně snižoval náklady a jeho agresivní způsob vedení se kladně podepsal na ziskovosti společnosti. V srpnu roku 2010 rezignoval, protože byl obviněn ze sexuálního obtěžování a během vyšetřování se zjistilo, že předkládal neúplné výkazy výdajů. V jeho funkci ho nahradila Catherine A. Lesjak, CFO a členka rady ředitelů. Catherine Lesjak funkci CEO vykonávala po dobu necelých tří měsíců, její odměnou byl 1 milion dolarů v hotovosti (bonus) a 2,6 milionu dolarů jí bylo přičteno k opčním ziskům v roce 2011. Nástupcem Catherine A. Lesjak byl Léo Apotheker, ten vydržel ve funkci jeden rok a v říjnu 2011 byl donucen k rezignaci. Za dobu jeho vedení ztratila společnost HP cca 30 miliard na tržní kapitalizaci kvůli sérii špatných strategických rozhodnutí. Tato ztráta se na výsledcích hospodaření společnosti projevila v roce 2012. V listopadu roku

Tabulka 4.3: Kompenzace jednotlivých CEO společnosti Hewlett Packard Co.

v tisících	CEO	M	B	OK	OA	PzZ	Suma
2004	<i>C.S.F.</i>	\$ 1 400	\$ 1 569	\$ 182	\$ 660	\$ -	\$ 3 811
2005		\$ 817	\$ 5 131	\$ 8 613	\$ 684	\$ -	\$ 23 245
2005	<i>R.P.W.</i>	\$ 575	\$ 0	\$ 21 699	\$ -	\$ -	\$ 22 274
2005	<i>M.H.</i>	\$ -	\$ 3 000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3 000
2006		\$ 1 400	\$ 8 624	\$ 516	\$ 4 725	\$ -	\$ 15 265
2007		\$ 1 438	\$ 1 386	\$ 515	\$ 9 964	\$ 11 950	\$ 25 252
2008		\$ 1 450	\$ 5 342	\$ 738	\$ 19 991	\$ 18 590	\$ 46 112
2009		\$ 1 269	\$ 1 180	\$ 475	\$ 14 431	\$ 14 629	\$ 31 984
2010		\$ 1 122	\$ -	\$ 12 857	\$ 9 884	\$ -	\$ 23 863
2010	<i>C.A.L.</i>	\$ -	\$ 1 000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1 000
2011		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2 600	\$ -	\$ 2 600
2011	<i>L.A.</i>	\$ 1 153	\$ 6 400	\$ 5 199	\$ 17 661	\$ -	\$ 30 413
2011	<i>M.C.W.</i>	\$ 0,001	\$ -	\$ 373	\$ 16 146	\$ -	\$ 16 519
2012		\$ 0,001	\$ -	\$ 221	\$ 13 454	\$ 1 687	\$ 15 362
2013		\$ 0,001	\$ -	\$ 275	\$ 17 108	\$ 260	\$ 17 643

Zdroj: vlastní zpracování

2011 se funkce CEO ujala Margaret C. Whitman, která byla od ledna roku 2011 členkou rady ředitelů společnosti HP.

Jména jsou seřazena postupně v tabulce 4.3 tak, jak se měnila na postu CEO. Vzhledem k častým změnám na pozici CEO jsou pro potřeby grafů v tabulce 4.4 sečteny kompenzace Carleton Fioriny, Roberta Waymana a Marka Hurda za rok 2005, Marka Hurda a Catherine Lesjak za rok 2010, a dále kompenzace Catherine Lesjak, Léa Apothekera a Margaret Whitman za rok 2011.

Tabulka 4.4: Souhrnné kompenzace CEO společnosti Hewlett Packard Co.

v tisících	M	B	OK	OA	PzZ	Suma
2004	\$ 1 400	\$ 1 569	\$ 182	\$ 660	\$ 0	\$ 3 811
2005	\$ 1 392	\$ 8 131	\$ 30 312	\$ 8 684	\$ 0	\$ 48 519
2006	\$ 1 400	\$ 8 624	\$ 516	\$ 4 725	\$ 0	\$ 15 265
2007	\$ 1 438	\$ 1 386	\$ 515	\$ 9 964	\$ 11 950	\$ 25 252
2008	\$ 1 450	\$ 5 342	\$ 738	\$ 19 991	\$ 18 590	\$ 46 112
2009	\$ 1 269	\$ 1 180	\$ 475	\$ 14 431	\$ 14 629	\$ 31 984
2010	\$ 1 122	\$ 1 000	\$ 12 857	\$ 9 883	\$ 0	\$ 24 863
2011	\$ 1 153	\$ 6 400	\$ 5 572	\$ 36 407	\$ 0	\$ 49 532
2012	\$ 0,001	\$ 0	\$ 221	\$ 13 454	\$ 1 687	\$ 15 362
2013	\$ 0,001	\$ 0	\$ 275	\$ 17 108	\$ 260	\$ 17 643

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 4.5: Výsledky hospodaření společnosti Hewlett Packard Co.

v milionech	ČT	PZ	EBT	ČZ	CA	CVK
2004	\$ 79 905	\$ 4 227	\$ 4 196	\$ 3 497	\$ 76 138	\$ 37 564
2005	\$ 86 696	\$ 3 473	\$ 3 543	\$ 2 398	\$ 77 317	\$ 37 176
2006	\$ 91 658	\$ 6 560	\$ 7 191	\$ 6 198	\$ 81 981	\$ 38 144
2007	\$ 104 286	\$ 8 719	\$ 9 177	\$ 7 264	\$ 88 699	\$ 38 526
2008	\$ 118 364	\$ 10 473	\$ 10 473	\$ 8 329	\$ 113 331	\$ 38 942
2009	\$ 114 552	\$ 10 136	\$ 9 415	\$ 7 660	\$ 114 799	\$ 40 517
2010	\$ 126 033	\$ 11 479	\$ 10 974	\$ 8 761	\$ 124 503	\$ 40 781
2011	\$ 127 245	\$ 9 677	\$ 8 982	\$ 7 074	\$ 129 517	\$ 39 004
2012	\$ 120 357	-\$ 11 057	-\$ 11 933	-\$ 12 650	\$ 108 768	\$ 22 833
2013	\$ 112 298	\$ 7 131	\$ 6 510	\$ 5 113	\$ 105 676	\$ 27 656

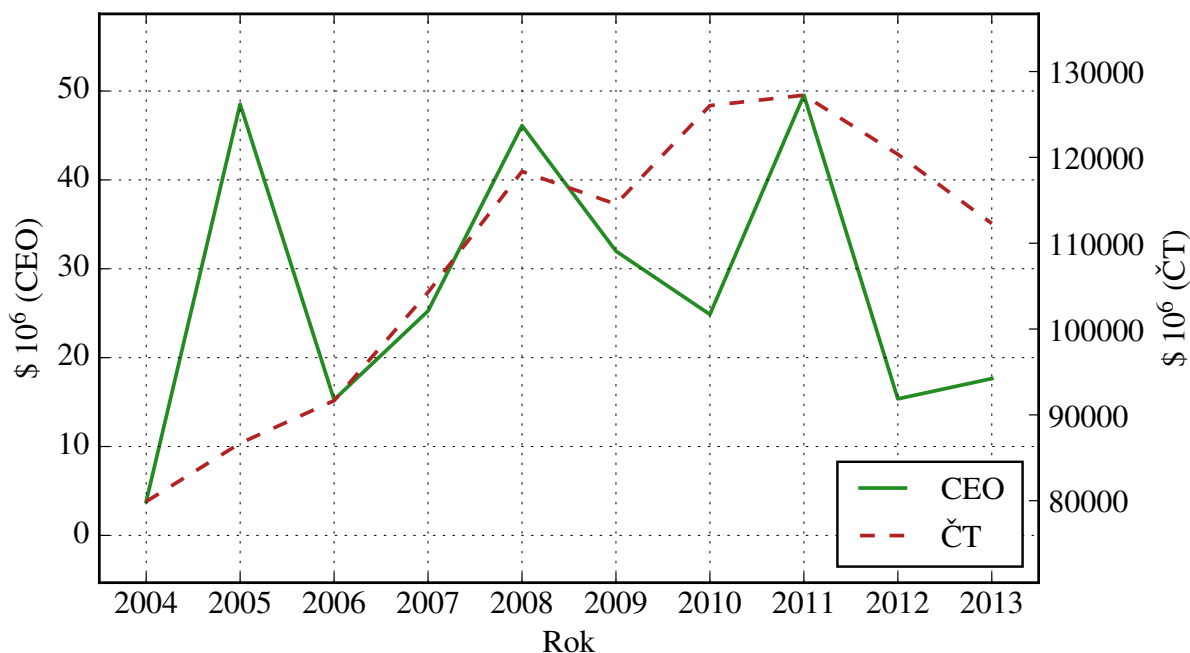
Zdroj: vlastní zpracování

Kompenzační program, který je nazýván *Pay-for-Results Plan*, je z velké části limitován výkonem CEO. Struktura kompenzací CEO je taková, že 70 - 90 % celkových odměn závisí na finančních výsledcích společnosti (bonus, zisky z opcí a podíl ze zisku) a 10 - 30 % tvoří základní mzda a ostatní kompenzace. Proměnlivou složku kompenzací tvoří z 20 - 25 % splnění stanovených ročních pobídkových cílů a ze 75 - 80 % splnění dlouhodobých finančních plánů. Základní mzda byla stanovena v určitém rozsahu, což je vidět např. i v tabulce 4.4. Změna nastala s nástupem Margaret Whitman, ta měla základní mzdu pouze 1 dolar. Nejvíce peněz za rok 2005 se skrývalo v položce ostatní kompenzace, do které spadají bezpečnostní systémy a služby, využití letadla pro pracovní i soukromé účely, užívání osobního automobilu, finanční konzultace, dividendy, další nedefinované výdaje, daňové rozdíly, životní pojištění, důchodové pojištění, příspěvky na úroky z hypoték, relokační bonus, náklady na relokaci a právní poplatky. Mark Hurd v době nástupu do společnosti HP nežil ve státě, kde sídlí společnost HP, proto mu byly propláceny veškeré cestovní náklady, aby mohl trávit čas se svou rodinou, což navýšilo položku ostatní kompenzace. V položce ostatní kompenzace pro rok 2005 je také započteno odstupné vyplacené Carleton Fiorině. Od roku 2007 byla zavedena položka podíl na zisku, která je součástí dlouhodobé smlouvy. V letech 2010 a 2011 je tento sloupec prázdný kvůli neúspěchu Léa Apothekera.

4.2.2 Porovnání kompenzací CEO s ukazateli výkonnosti

Z dostupných dat lze vyčíst, že čisté tržby rostly do roku 2011 a potom začaly klesat. Propad nastal také mezi lety 2008 a 2009, což lze pozorovat v grafu 4.6. Pokles v roce 2010 byl dů-

Graf 4.6: Porovnání kompenzace CEO s čistými tržbami společnosti Hewlett Packard Co.

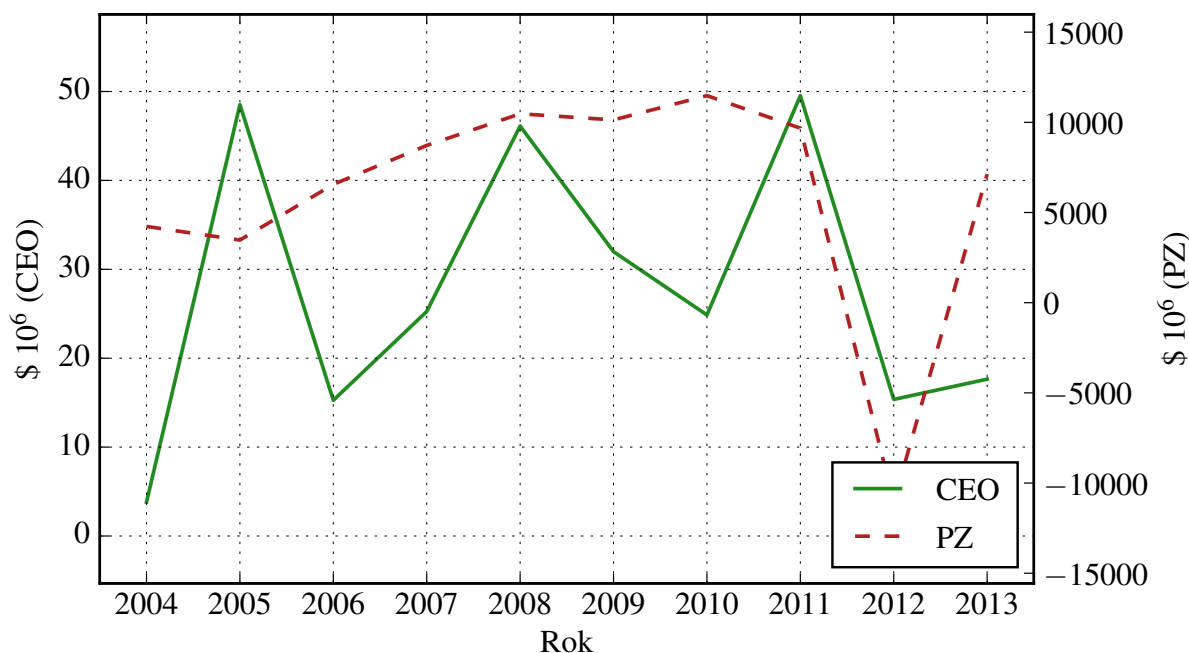


Zdroj: vlastní zpracování

sledkem špatných rozhodnutí Léa Apothekera. Čisté tržby nadále klesaly i mimo sledované období a v roce 2015 se od společnosti oddělila společnost pod názvem Hewlett Packard Enterprise Company, která podniká v IT a finančních službách, společnost Hewlett Packard Co. si ponechala divizi produkující osobní počítače a tiskárny. Kompenzace CEO oproti tomu byly velmi nekonzistentní. V důsledku častých změn CEO jsou značné rozdíly v kompenzacích mezi jednotlivými roky. Porovnáme-li kompenzace každého CEO, včetně zastupujících CEO, s čistými tržbami, rozdíl ve vývoji není již tak markantní. Nejvyšší kompenzace dostal Mark Hurd v roce 2008, kdy společnost vykazovala nejvyšší tržby za posledních pět let. Po roce 2005 kompenzace CEO klesaly, což neodpovídá čistým tržbám. Ovšem nutno dodat, že pouze čisté tržby nebyly ovlivněny poklesem tržní kapitalizace v roce 2011, resp. 2012. Dalšího vrcholu dosáhly kompenzace CEO v roce 2011. Toho roku dostaly odměny za vykonávání funkce CEO tři lidé, z toho nejvyšší částku dostal Léo Apotheker, bylo to ocenění jeho práce a zároveň i odstupné. Od roku 2011 klesaly jak čisté tržby, tak i kompenzace CEO.

V roce 2005 pomohla společnosti změna CEO a společnost prošla restrukturalizací, která se týkala snížení nákladů (zejména propuštění téměř 15 300 zaměstnanců) a orientací na zá-

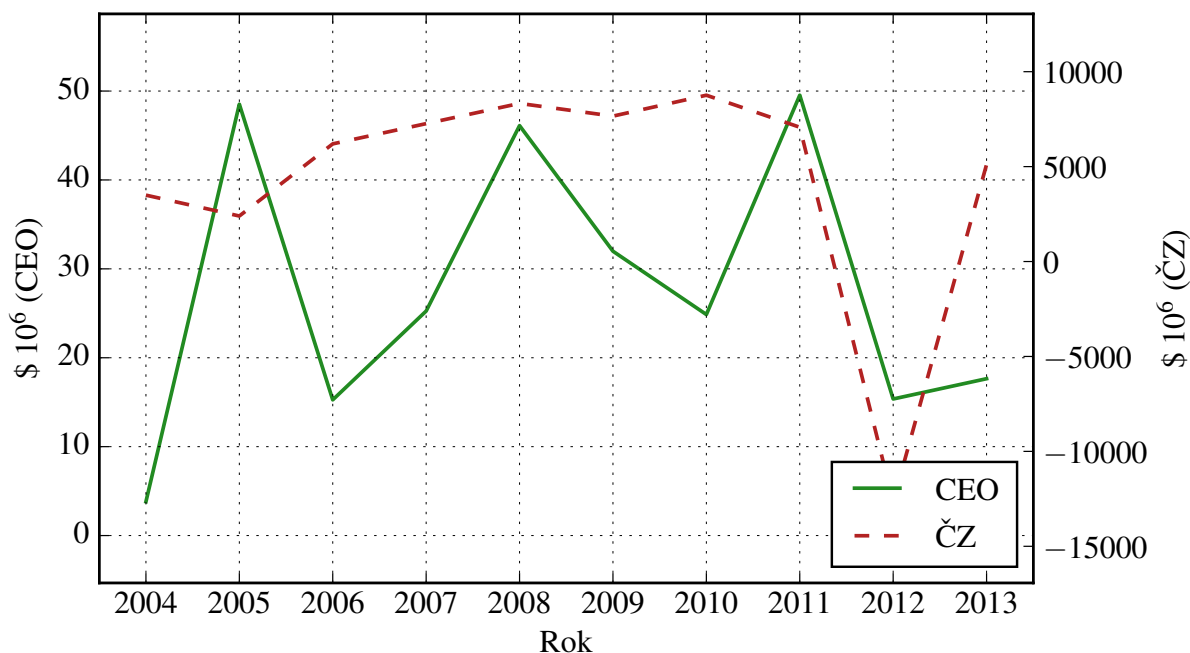
Graf 4.7: Porovnání kompenzace CEO s provozním ziskem společnosti Hewlett Packard Co.



Zdroj: vlastní zpracování

kazníky. Z grafu 4.7 je možno vypořozovat, že provozní zisk lineárně rostl každým rokem, opět s výjimkou malého poklesu v roce 2008. Horní hranice dosáhl provozní zisk v roce 2010, poté následoval velmi výrazný propad, konkrétně o 20,734 miliard dolarů. Provozní ztráta byla zapřičiněna hlavně podinvestováním výzkumu, vývoje a provozu firemních IT systémů, čímž se společnost stala méně konkurenceschopnou. Provozní náklady v roce 2012 činily 131,4 miliard dolarů, oproti předešlému roku to byl nárůst o 13,8 miliard dolarů. Náklady vzrostly kvůli opravným položkám nehmotného majetku a goodwillu. Opravné položky vznikly protože Léo Apotheker rozhodl, že společnost HP skončí s vývojem vlastního operačního programu webOS a místo toho chtěl přejít na britský software od společnosti Autonomy. Během roku 2012 společnost prošla restrukturalizací. Margaret Whitman zavedla změny v organizační struktuře a ve vedení společnosti, zkonsolidovala segment osobních počítačů a tiskáren a centralizovala marketingové oddělení. Ten samý rok prošlo změnami oddělení prodeje, kdy se zredukovaly náklady, zefektivnily se prodejní aktivity a společnost se opět zaměřila na vývoj nových produktů, služeb a řešení. V rámci restrukturalizace byl změnami zasažen i dodavatelský řetězec, snížil se počet skladovacích jednotek, zlepšila se strategie v oblasti nemovitostí a byl zaveden jednotný ceník. Společnost ve stejné strate-

Graf 4.8: Porovnání kompenzace CEO s čistým ziskem společnosti Hewlett Packard Co.

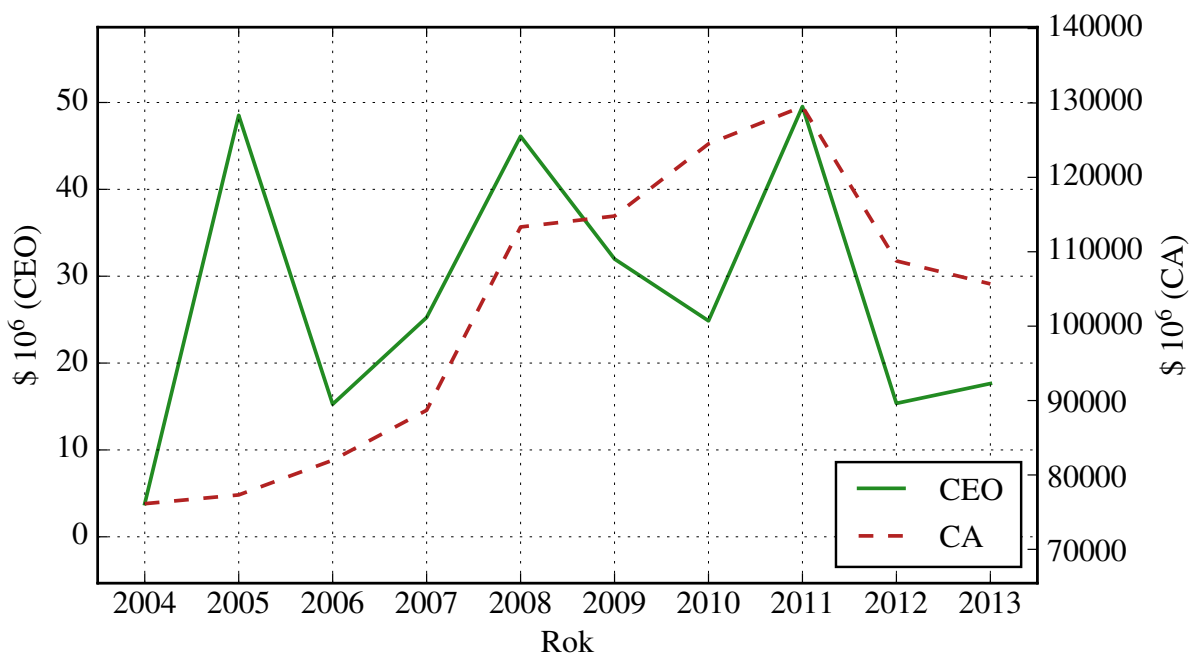


Zdroj: vlastní zpracování

gii pokračovala i v roce 2013. Porovnáme-li provozní zisk s jednotlivými kompenzacemi CEO, zjistíme, že vývoj kompenzací je relativně konzistentní s vývojovou křivkou provozního zisku. Největší extrém v tomto srovnání jsou kompenzace v roce 2008. Toho roku nedošlo k výměně CEO, Mark Hurd tedy získal nepřiměřeně vysoké kompenzace.

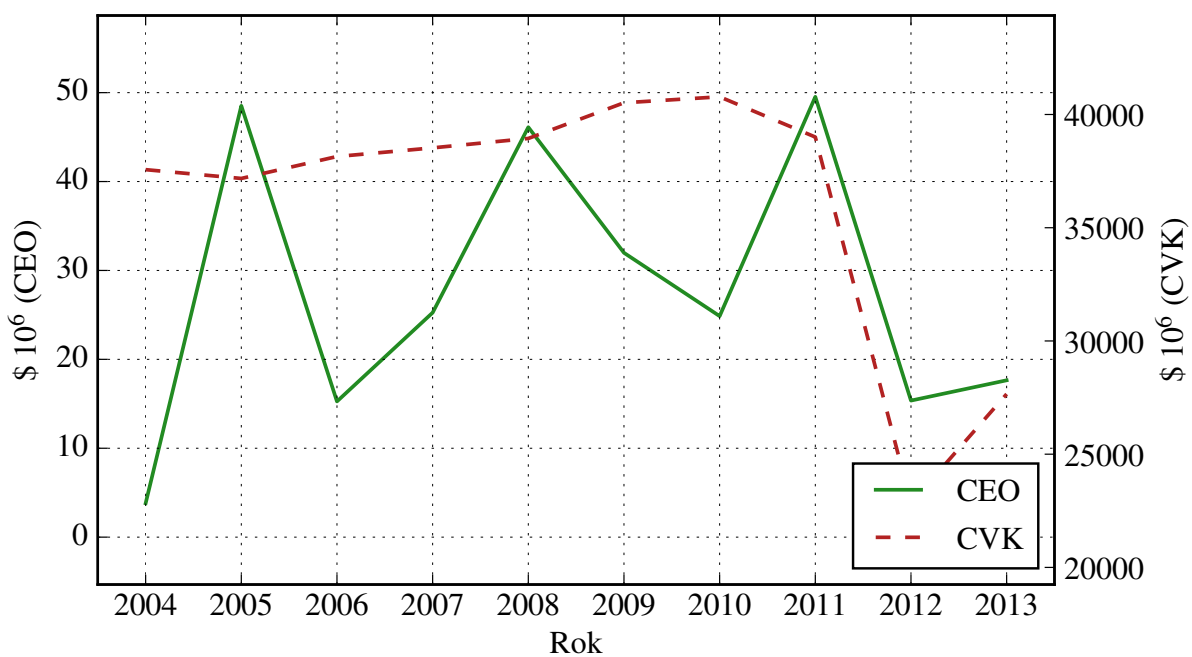
EBT a čistý zisk se vzájemně téměř kopírují, proto je v grafu 4.8 uvedena pouze křivka čistého zisku. V roce 2005 byl rozdíl mezi EBT a čistým ziskem výraznější než letech předchozích. Příčinou bylo snížení dlouhodobého dluhu a zvýšení odpisů mezi lety 2004 a 2005. Do roku 2011 kolísala rozdíl mezi hodnotami EBT a čistým ziskem v rozmezí 1 - 2 miliard dolarů. V roce 2010 byla efektivní sazba daně 20,2 %, v roce 2011 činila 21,2 % a v roce 2012 měla zápornou hodnotu -6,00 %. Efektivní sazba daně je průměr daňových sazeb všech zemí, kde má společnost HP zastoupení. Nejnižší daňové zatížení bylo v Singapuru, Nizozemsku, Číně, Irsku a v Porto Ricu, naopak nejvyšší sazba daně byla v USA, kde činila 35 %. Snížená hodnota daňové sazby v roce 2012 byla zapříčiněna zvýšením opravných položek k odloženým pohledávkám a snížením hodnoty goodwillu, tento propad je nejvíce viditelný v tabulce 4.5. Kompenzace CEO nepřekročily hranici 1 % čistého zisku, samozřejmě s vynecháním roku 2012, kdy byla hodnota záporná. Nejvyšších kompenzací v porovnání

Graf 4.9: Porovnání kompenzace CEO s celkovými aktivy společnosti Hewlett Packard Co.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 4.10: Porovnání kompenzace CEO s celkovým vlastním kapitálem společnosti Hewlett Packard Co.



Zdroj: vlastní zpracování

s čistým ziskem dosáhla Carleton Fiorina v roce 2005. Tato hodnota nic nevyovídá o jejích manažerských schopnostech, protože se jednalo o odstupné. V roce 2005 dostal Mark Hurd kompenzaci v celkové hodnotě 23,24 milionu dolarů, což bylo 0,96 % čistého zisku. Kompenzace CEO nerostly lineárně a velmi záleželo, kdo konkrétně byl ve funkci CEO.

Pohled na graf 4.9 ukazuje, že v průběhu šesti let se hodnota celkových aktiv zvýšila o více než 50 miliard dolarů. Hodnota celkových aktiv vzrostla zejména kvůli goodwillu, obchodní značce, patentům a softwaru. Během roku 2012 se snížila hodnota nehmotných aktiv zhruba o 20 miliard dolarů, konkrétně se jednalo o snížení hodnoty goodwillu o cca 13 miliard dolarů a snížil se také objem nakoupeného nehmotného majetku o 6,5 milionu dolarů. Byly vytvořeny opravné položky kvůli znehodnocení nakoupeného nehmotného majetku a goodwillu. Stejně jako aktiva dosáhly i kompenzace CEO svého maxima v roce 2011. A zatímco aktiva se snížila ze zjevných důvodů, snížení kompenzací způsobila restrukturalizace společnosti.

Celkový vlastní kapitál pozvolně v čase rostl bez velkých změn. V roce 2010 se situace obrátila a celkový vlastní kapitál se mírně snížil. Všechny změny lze pozorovat v grafu 4.10. V roce 2012 byl celkový vlastní kapitál na hodnotě 22 miliard dolarů, což byla změna oproti roku předešlému o 16,17 miliard dolarů. Důvodem bylo snížení nerozděleného zisku o téměř 14 miliard dolarů a zvýšení akumulované ztráty nereportovaných investic o skoro 2 miliardy dolarů. V roce 2013 byly jak kompenzace CEO, tak i celkový vlastní kapitál na vzestupu.

5 Výsledky a diskuse

U vybraných společností byla sledována citlivost kompenzací CEO na změnu čistého zisku o 1 %. Výpočet byl proveden podle následujícího vzorce

$$\Delta C_k = \frac{\frac{C_k - C_{k-1}}{C_{k-1}}}{\frac{Z_k - Z_{k-1}}{Z_k}},$$

kde ΔC_k značí citlivost kompenzací CEO na změnu čistého zisku o 1 % v roce k , C_k značí kompenzace CEO v roce k a Z_k značí čistý zisk v daném roce k .

Průměrná hodnota u společnosti Dell činila 0,96, tedy jednocentní změna čistého zisku vyvolala změnu kompenzací o 0,96 %. Lze říci, že kompenzace CEO společnosti Dell byly velmi závislé na změně čistého zisku. Na druhé straně je společnost HP, pro kterou byla hodnota citlivosti $-120,30$. I po vyloučení extrémů (ztráta v roce 2012 a kompenzace zastupujících a odstupujících CEO), byly hodnoty stále minusové. Z toho vyplývá, že společnost HP odměňovala své CEO bez ohledu na ziskovost společnosti, a proto výpočet citlivosti pro společnost HP neměl žádný význam.

Průměrný podíl kompenzací CEO společnosti Dell a čistého zisku byl 0,19 %, u společnosti HP tato hodnota činila 0,49 %. Z toho vychází, že CEO společnosti HP bylo vypláceno 2,5krát více peněz než CEO společnosti Dell. Je nutné brát v úvahu i velikosti společností. Průměrná hodnota celkových aktiv společnosti Dell byla necelých 31 miliard dolarů a průměrná hodnota celkových aktiv společnosti HP byla 102 miliard dolarů. Podobně jako kompenzace CEO jsou i celková aktiva třikrát vyšší u společnosti HP. Tento výsledek se shoduje s tvrzením Gabaixe a Landiera [19], že čím větší společnost je, tím vyšší jsou kompenzace CEO. Zároveň lze souhlasit s Murphym [17], který napsal, že CEO nejmutí na volném trhu výkonných manažerů mají vyšší kompenzace.

Michael Dell, i když zrovna nebyl CEO, kontroloval činnost společnosti z pozice předsedy rady ředitelů. Po celou dobu věděl, s čím se společnost potýká a jaké má problémy. V roce 2007 se vrátil do pozice CEO na žádost rady ředitelů. I přes to, že Michael Dell nebyl ve sledovaném období výhradním akcionářem společnosti Dell, bylo v jeho zájmu, aby společnost maximalizovala svůj zisk. Jednal v zájmu akcionářů, rady ředitelů a především ve svém

vlastním. Takové chování se shoduje s tím, co popisovali Jensen s Mecklingem [1], tedy že vlastník - manažer vede společnost efektivně.

Cyert [9] na základě svých zjištění tvrdí, že kompenzace CEO jsou o 20 - 40 % vyšší, pokud je CEO také předsedou rady ředitelů. I přesto, že byl Michael Dell předsedou rady ředitelů není zřejmé, že by nějak výrazně ovlivňoval její rozhodnutí v oblasti stanovování kompenzačního balíčku. U společnosti HP to tak jednoznačné není a s určitostí lze říci, že ne všichni CEO ovlivňovali výše svých kompenzací. Značný vliv na výši svých kompenzací měl zejména Mark Hurd, který se stal předsedou představenstva v roce 2006 a v následujícím roce získal o 10 milionů dolarů více. Jeho podíl ze zisku se pohyboval v rozmezí 40 - 50 % z celkových kompenzací, takové částky nebyly vypláceny žádnému jinému CEO. Proti tomuto jde Margaret Whitman se svými kompenzacemi. V radě ředitelů byla už předtím než se stala CEO a meziroční rozdíly v kompenzacích byly pouze 2 miliony dolarů. Bohužel nelze říci, co se dělo v dalších letech, protože data jsou pouze do roku 2013 a od roku 2014 mohla Margaret Whitman uplatňovat své opce. Teorie Cyerta [9] v tomto případě nebyla potvrzena, ale byly zkoumány pouze dva zástupci dynamicky se rozvíjícího odvětví.

Bebchuk a Fried [4] ve své práci uvádějí, že společnosti nevykazují některé složky kompenzací, jako příklad uváděli důchodové plány, odložené výplaty nebo smlouvy o konzultanční činnosti. To už v současné době neplatí, protože se v průběhu let změnila legislativa a všechny uvedené příklady jsou již součástí ostatních kompenzací.

6 Závěr

Byly porovnány dvě společnosti ze stejného odvětví s odlišnými strukturami řízení. Na jedné straně byl Michael Dell, zakladatel, předseda představenstva, akcionář a CEO společnosti Dell. Na druhé straně byli čtyři regulérní a dva zastupující CEO společnosti HP a stejně jako se měnilo obsazení pozice CEO, měnily se také prezidenti a předsedové rady ředitelů společnosti HP.

V průběhu desetiletého období, ve kterém byly tyto dva subjekty sledovány, se světové trhy ocitly v krizi. Společnost Dell tuto situaci ustála. Společnost HP naproti tomu provedla několik riskantních rozhodnutí, která dostala společnost do ztráty. Po odeznění krize se změnilo chování zákazníků. Na tuto změnu lépe zareagovala společnost Dell, i když se společnost HP po obměně CEO také vzpamatovala.

Obě společnosti zastávaly filozofii „odměna za výkon“. Je otázkou, zda se společnosti pouze snažily vyhovět vládním regulím a nebo skutečně odměňovaly své CEO na základě jejich výkonu. Každopádně pohled na data společnosti Dell napovídá, že se této filozofie držela. Naopak u společnosti HP lze předpokládat, že tento slovní obrat do svých zpráv zařadila jen, aby vyhověla požadavkům vlády USA.

Společnost Dell z této práce vyšla vítězně kvůli stabilnímu vedení, spolupráci rady ředitelů se CEO a správným rozhodnutím. Společnosti HP asi nejvíce ublížila velikost, neustálé personální změny a nejspíše i špatná kooperace rady ředitelů se CEO.

Seznam použitých zdrojů

1. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, roč. 3, č. 4, s. 305–360. Dostupné z DOI: 10.1002/9780470752135.ch17.
2. SRBEK, Pavel. Problém zastoupení: definice pojmu a přehled studií zkoumajících účinnost nástrojů užívaných k minimalizaci nákladů zastoupení v korporátní praxi USA. *LOGOS POLYTECHNIKOS*. 2016, roč. 7, č. 3, s. 269–284. ISSN 1804-3682.
3. EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and Review. *Academy of management review*. 1989, roč. 14, č. 1, s. 57–74. Dostupné z DOI: 10.2307/258191.
4. BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*. 2003, roč. 17, č. 3, s. 71–92. Dostupné z DOI: 10.3386/w9813.
5. RULES, NYSE. New York Stock Exchange Listing Rules. *NYSE Listed Company Manual*. 2010. Dostupné také z: <http://wallstreet.cch.com/LCM/>.
6. JOHNSON, Marilyn F.; PORTER, Susan L.; SHACKELL-DOWELL, Margaret B. Stakeholder pressure and the structure of executive compensation. 1997. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.41780.
7. MARTIN, Kenneth J.; THOMAS, Randall S. The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation. *University of Cincinnati Law Review*. 1999, roč. 67, č. 4. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.160188.
8. CORE, John E.; HOLTHAUSEN, Robert W.; LARCKER, David F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. 1999, roč. 51, s. 371–406. Dostupné z DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0).
9. CYERT, Richard M.; KANG, Sok-Hyon; KUMAR, Praveen. Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. *Management Science*. 2002, roč. 48, č. 4, s. 453–469. Dostupné z DOI: 10.1287/mnsc.48.4.453.205.

10. BERTRAND, Marianne; MULLAINATHAN, Sendhil. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*. 2001, roč. 116, č. 3, s. 901–932.
11. HARTZELL, Jay C.; STARKS, Laura T. Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*. 2003, roč. 58, č. 6, s. 2351–2374. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.236592.
12. DAVID, Parthiban; KOCHHAR, Rahul; LEVITAS, Edward. The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *Academy of Management Journal*. 1998, roč. 41, č. 2, s. 200–208. Dostupné také z: <http://www.jstor.org/stable/257102>.
13. BOROKHOVICH, Kenneth A.; BRUNARSKI, Kelly R.; PARRINO, Robert. CEO Contracting and Antitakeover Amendments. *The Journal of Finance*. 1997, roč. 52, č. 4, s. 1495–1517. Dostupné z DOI: 10.2307/2329444.
14. MURPHY, Kevin J. Executive compensation: Chapter 38. *Handbook of Labor Economics*. 1999, roč. 3, s. 2485–2563. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.163914.
15. FRYDMAN, Carola; SAKS, Raven E. *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005*. 2008. Dostupné z DOI: 10.3386/w14145. Technická zpráva. National Bureau of Economic Research.
16. FRYDMAN, Carola; JENTER, Dirk. *CEO Compensation*. 2010. Dostupné z DOI: 10.3386/w16585. Technická zpráva. National Bureau of Economic Research.
17. MURPHY, Kevin J. Executive compensation: Where we are, and how we got there. *Handbook of the Economics of Finance*. 2012. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.2041679.
18. KAPLAN, Steven N. *Executive compensation and corporate governance in the US: perceptions, facts and challenges*. 2012. Dostupné z DOI: 10.3386/w18395. Technická zpráva. National Bureau of Economic Research.
19. GABAIX, Xavier; LANDIER, Augustin. Why Has CEO Pay Increased so Much? *The Quarterly Journal of Economics*. 2008, roč. 123, č. 1, s. 49–100. Dostupné z DOI: 10.3386/w12365.

20. KAPLAN, Steven N.; RAUH, Joshua. Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? *The Review of Financial Studies*. 2010, roč. 23, s. 1004–1050. Dostupné z DOI: 10.3386/w13270.
21. FRYDMAN, Carola; SAKS, Raven E. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005. *The Review of Financial Studies*. 2010, roč. 23, č. 5, s. 2099–2138. Dostupné z DOI: 10.3386/w14145.
22. FRYDMAN, Carola. The Evolution of the Market for Corporate Executives across the Twentieth Century. *Journal of Economic History*. 2007, roč. 67, s. 488–492. Dostupné z DOI: 10.1017/s0022050707220182.
23. GEVURTZ, Franklin A. The historical and political origins of the corporate board of directors. *Hofstra L. Rev.* 2004, roč. 33, s. 89. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.546296.
24. BALDENIUS, Tim; MELUMAD, Nahum; MENG, Xiaojing. Board composition and CEO power. *Journal of Financial Economics*. 2013, roč. 112, č. 1, s. 53–68. Dostupné z DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.10.004.
25. HORSTMAYER, Derek. Beyond Independence: CEO Influence and the Internal Operations of the Board. 2011. Dostupné z DOI: 10.2139/ssrn.2500852.
26. BAKER, George P.; JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*. 1988, roč. 43, č. 2, s. 593–616. Dostupné také z: <http://www.jstor.org/stable/2328185>.
27. FRACASSI, Cesare; TATE, Geoffrey A. External Networking and Internal Firm Governance. *The Journal of Finance*. 2012, roč. 67, č. 1, s. 153–194. Dostupné z DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01706.x.
28. GILLAN, Stuart. Has Pay for Performance Gone Awry? Views from a Corporate Governance Forum. *Research Dialogue*. 2001, roč. 68.

Seznam zkratek

B	bonus
CA	celková aktiva
CVK	celkový vlastní kapitál
EBT	zisk před zdaněním
M	mzda
NYSE	newyorská burza cenných papírů (New York Stock Exchange)
OA	option awards, zisk z opcí
OK	ostatní kompenzace
PZ	provozní zisk
PzZ	podíl ze zisku
ČT	čisté tržby
ČZ	čistý zisk

Seznam grafů

Graf 4.1	Porovnání kompenzací CEO s čistými tržbami společnosti Dell Inc.	28
Graf 4.2	Porovnání kompenzací CEO s provozním ziskem společnosti Dell Inc.	28
Graf 4.3	Porovnání kompenzací CEO s čistým ziskem společnosti Dell Inc.	30
Graf 4.4	Porovnání kompenzací CEO s celkovými aktivy společnosti Dell Inc.	30
Graf 4.5	Porovnání kompenzací CEO s celkovým vlastním kapitálem společnosti Dell Inc.	31
Graf 4.6	Porovnání kompenzace CEO s čistými tržbami společnosti Hewlett Packard Co.	35
Graf 4.7	Porovnání kompenzace CEO s provozním ziskem společnosti Hewlett Packard Co.	36
Graf 4.8	Porovnání kompenzace CEO s čistým ziskem společnosti Hewlett Packard Co.	37
Graf 4.9	Porovnání kompenzace CEO s celkovými aktivy společnosti Hewlett Packard Co.	38
Graf 4.10	Porovnání kompenzace CEO s celkovým vlastním kapitálem společnosti Hewlett Packard Co.	38

Seznam tabulek

Tabulka 4.1	Kompenzace CEO společnosti Dell Inc.	25
Tabulka 4.2	Výsledky hospodaření společnosti Dell Inc.	27
Tabulka 4.3	Kompenzace jednotlivých CEO společnosti Hewlett Packard Co. . .	33
Tabulka 4.4	Souhrnné kompenzace CEO společnosti Hewlett Packard Co. . . .	33
Tabulka 4.5	Výsledky hospodaření společnosti Hewlett Packard Co.	34