

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomických teorií (PEF)**



## **Diplomová práce**

**Problém zastoupení: vztah mezi kompenzačním  
plánem a výkonností podniku**

**Bc. Anna Proshunina**

© 2022 ČZU v Praze

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Anna Proshunina

Hospodářská politika a správa  
Podnikání a administrativa

Název práce

**Problém zastoupení: vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku**

Název anglicky

**Agency problem – incentive plan and its relation to firm's performance**

---

### Cíle práce

Problematika vztahu mezi zastupovaným a agentem má významné místo v moderních teoriích firmy a ekonomiky veřejného sektoru. Asymetrie ekonomických informací a důsledky z nich plynoucí jsou označovány jako problém „zastoupení“.

Cílem diplomové práce je definovat problém zastoupení, způsoby jeho řešení, a ověření, zda lze nalézt vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku. K dosažení tohoto cíle je nutné vyřešit následující úkoly: definovat podstatu problému, popsat způsoby řešení, aplikovat teoretickou základnu na vybraný podnik.

### Metodika

Informační základnou práce jsou odborné publikace a vědecké články, které slouží k vytvoření teoretické báze, z níž bude vycházet vlastní výzkum. Data pro analytickou část práce budou sebrána převážně z výročních zpráv podniků. Budou aplikovány statistické metody, např. regresní modely panelových dat.

## **Doporučený rozsah práce**

60-80

## **Klíčová slova**

Systémy managementu kvality, výkonnost, morální hazard, institucionální ekonomie, stimulační odměna, principal-agent problem, kompenzační plán

---

## **Doporučené zdroje informací**

Fama, E., F. Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy 88, no. 2 (Apr., 1980): 288-307.

Garen, J., E. Executive Compensation and Principal-Agent Theory, Journal of Political Economy 102, no. 6 (Dec., 1994): 1175-1199.

Henri, J. F. (2006). Organizational culture and performance measurement systems. Accounting, Organizations and Society, 31(1), 77-103.

Nicholson, W., Snyder, C. Intermediate microeconomics and its application. Mason: South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN: 9780324599107.

Šoljaková, L., Fibírová, J. Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku. Praha: ASPI, 2005. ISBN 80-7357-084-X.

---

## **Předběžný termín obhajoby**

2021/22 LS – PEF

## **Vedoucí práce**

Ing. Pavel Srbek, Ph.D.

## **Garantující pracoviště**

Katedra ekonomických teorií

---

Elektronicky schváleno dne 11. 12. 2020

**doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.**

Vedoucí katedry

---

Elektronicky schváleno dne 22. 1. 2021

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 08. 02. 2022

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci „Problém zastoupení: vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku“ vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v textu a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze, dne 30. Března 2022

### **Poděkování**

Ráda bych touto cestou poděkovala vedoucímu diplomové práce Ing. Pavlu Srbkovi, Ph.D. za jeho cenné rady a čas, který mi věnoval. Také bych zde chtěla poděkovat své rodině za podporu během mého studia.

Zároveň srdečně děkuji celému českému národu, který po čas rusko-ukrajinského válečného konfliktu projevil neuvěřitelnou solidaritu vůči mé rodné zemi – Ukrajině.

# **Problém zastoupení: vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku**

## **Abstrakt**

Problematika vztahu mezi zastupovaným a agentem má významné místo v moderních teoriích firmy a ekonomiky veřejného sektoru. Asymetrie ekonomických informací a důsledky z nich plynoucí jsou označovány jako problém „zastoupení“.

Cílem diplomové práce je ověření, zda lze nalézt vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku, a to pomocí definování problému zastoupení, způsobů jeho řešení a ověření, zda lze nalézt vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku. K dosažení tohoto cíle je nutné vyřešit následující úkoly: definovat podstatu problému, popsat způsoby řešení, aplikovat teoretickou základnu na vybraný podnik.

**Klíčová slova:** systémy managementu kvality, výkonnost, morální hazard, institucionální ekonomie, stimulační odměna, „principal-agent“ problém, kompenzační plán

# **Agency problem – incentive plan and its relation to firm's performance**

## **Abstract**

The issue of the relationship between the principal and the agent has an important place in modern theories of firm and public sector economics. The asymmetry of economic information and the consequences of it are referred to as the problem of "representation".

The aim of the diploma thesis is to verify whether a relationship can be found between the compensation plan and the company's performance, by defining the problem of representation and ways to solve it, and to verify whether a relationship can be found between the compensation plan and the company's performance. To achieve this goal, it is necessary to solve the following tasks: define the nature of the problem, describe the solutions, and apply the theoretical basis to the selected company.

**Keywords:** Quality management systems, performance, moral hazard, institutional economics, incentive reward, "principal-agent" problem, compensation plan

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b> .....	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>Cíl práce a metodika</b> .....	<b>8</b>
<b>3</b>	<b>Teoretická východiska</b> .....	<b>13</b>
3.1	Systémy managementu kvality .....	13
3.2	Vymezení vztahu zastoupení .....	14
3.2.1	Způsoby řešení problému odměňování.....	16
3.3	Kompenzační plán .....	17
3.3.1	Frekvence pobídek.....	19
3.3.2	Týmové vs. individuální cíle .....	20
3.4	Generální ředitel a jeho odměna .....	20
3.4.1	Kritické hlasy k odměňování manažerů.....	22
3.4.2	Odměna generálního ředitele .....	23
3.5	Přehled literatury použité pro tvorbu modelu .....	29
3.5.1	Odměna vedoucích pracovníků a výkon firmy.....	29
3.5.2	Řízení společnosti a finanční výkonnost (corporate governance) .....	32
<b>4</b>	<b>Vlastní práce</b> .....	<b>34</b>
4.1	Specifikace modelu.....	41
4.2	Elementární analýza datové základny.....	43
4.3	Odhad parametrů modelu a jeho korekce .....	52
4.3.1	Prvotní odhad parametrů modelu.....	53
4.3.2	Odhad parametrů finálního modelu .....	56
4.4	Ekonomická analýza výsledků.....	59
4.4.1	Interpretace a verifikace výsledných parametrů .....	59
4.4.2	Relativní vyhodnocení výsledků v podobě pružností.....	61
<b>5</b>	<b>Závěr</b> .....	<b>64</b>
<b>6</b>	<b>Citovaná literatura</b> .....	<b>67</b>
	<b>Seznam obrázků</b> .....	<b>71</b>
	<b>Seznam tabulek</b> .....	<b>72</b>
	<b>Seznam grafů</b> .....	<b>73</b>



# 1 Úvod

V této diplomové práci se zabývám odměňováním generálních ředitelů a tím, jak souvisí odměňování CEO s finanční výkonností firem obchodovaných na americké burze v letech 2010–2020. Povinností vedoucích pracovníků je rozvíjet firemní strategii a obchodní model, stejně jako dohlížet na operativní řízení korporace. Podmínky kompenzačních balíčků musí být sestavené s ohledem na manažerskou strukturu tak, aby přilákaly, udržely a motivovaly zkušené manažery znásobit hodnotu firmy pro akcionáře nebo zainteresované strany. Ve skutečnosti není jednoduché nastavit výši odměny tak, aby byly spokojené obě strany. Z jedné strany – práce CEO je náročná, zvláště kvůli velké odpovědnosti za každé rozhodnutí, které může, ale nemusí přinášet jak negativní, tak i pozitivní následky. Z druhé strany – právě kvůli výši odměn, jsou většinou negativně vnímány veřejností. Například, Kaplan (2008) v své práci uvádí, že medián kompenzací manažerů společnosti z indexu S&P 500 je 165násobně vyšší než medián příjmů domácností v USA. Nerovnost příjmů je zajímavý problém pro odborníky stejně jako pro veřejnost.

Toto téma je možné zkoumat kvůli řadě zákonů, zvláště *Securities Exchange Act (1934)*, které vydala vláda USA. *Securities Exchange Act (1934)* zavazuje společnosti zveřejňovat odměny pěti nejvýše placených manažerů. Všechna data lze získat z veřejně dostupné databáze *U.S. Securities and Exchange Commission EDGAR*, kterou spravuje *Securities and Exchange Commission* a vymáhá dodržování všech platných zákonů.

Zajímavé na této studii je zjistit, jak je plat generálního ředitele spojen s výkonem firmy měřeným pomocí ROA (Rentability of Assets), ročním výnosem na jednu akcii společnosti (Earnings per share), ziskem společnosti, počtem let působení manažera ve společnosti a jeho pohlavím. Praktická část této diplomové práce využívá především nejběžnější prvky odměňování vedoucích pracovníků, kterými jsou plat generálního ředitele a bonusy.

## 2 Cíl práce a metodika

Cílem diplomové práce je ověření, zda lze nalézt vztah mezi kompenzačním plánem a výkonností podniku, a to pomocí definování problému zastoupení a způsobů jeho řešení. Pod výkonností podniku se rozumí relevantní finanční ukazatelé.

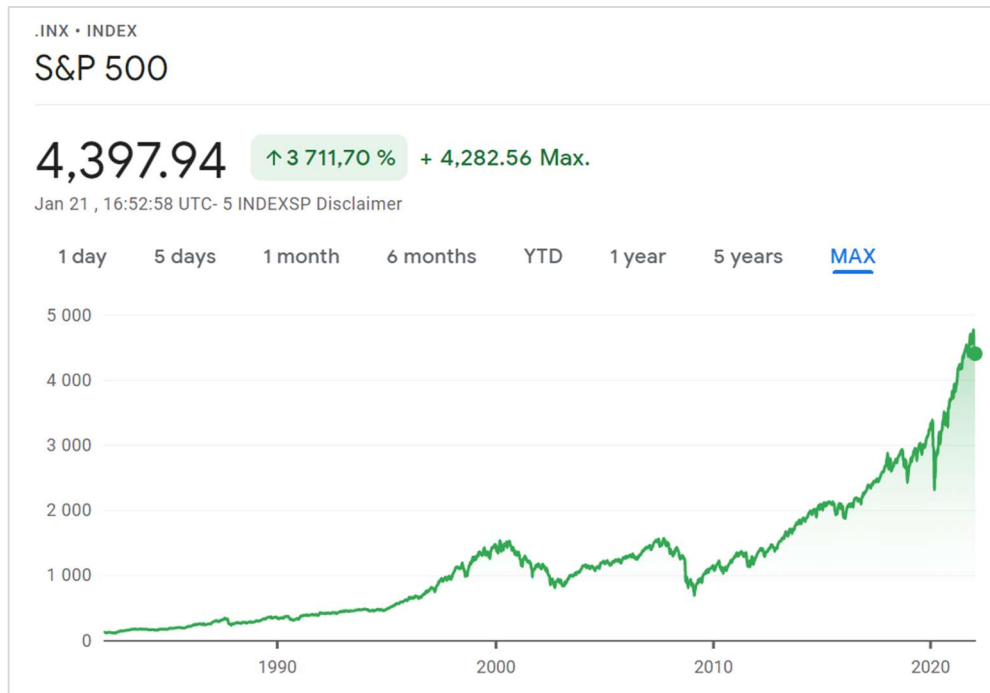
Základní logický předpoklad je formulován následovně: „zvyšující se výkon společnosti povede ke zvyšování kompenzací vedoucího pracovníka“, tento předpoklad funguje i v opačném směru. Pro vyjádření výkonnosti podniku budou použité následující finanční ukazatele – roční zisk na jednu akcii, celková aktiva, návratnost celkového kapitálu, zisk. Také bude použita jedna zpožděná proměnná – součet ročních fixních a variabilních odměn manažera v minulém roce, a další umělé proměnné, které by potenciálně mohly mít vliv na roční odměnu manažera – počet let působení ve firmě a pohlaví.

Pro potřebu ověření základního předpokladu byl zvolen vzorek společností, u kterých bude tato závislost zkoumaná.

Základními kritérii pro výběr společností byly sídlo v USA, obchodovatelnost na kapitálovém trhu, dostupnost dat v časové řadě 2010–2020. Tento časový úsek byl vybrán zcela náhodně, i když z pohledu ekonomického vývoje, zejména americké společnosti, je specifický.

Dekáda začala uprostřed globální finanční krize. Výsledná krize evropského suverénního dluhu se stala výraznější na počátku dekády a nadále ovlivňovala možnost globálního hospodářského oživení. Celý západní svět usiloval o monetární expanzi, jejímž výsledkem byl nepřetržitý hospodářský růst, který se přelil i na kapitálové trhy. Následující graf indexu S&P 500, který ukazuje výkonnost 500 největších akciových společností, obchodujících na amerických burzách s cennými papíry (NYSE a NASDAQ), potvrzuje toto tvrzení.

Graf č. 1: S&P 500



Zdroj: Finance, ©2022

Na základě uvedených kritérií byl zvolen vzorek sedmi společností, které patří mezi světové lídry v oboru výroby, distribuce a poskytování výrobků pro domácnost, zdravotnictví, osobní péči (péče o pleť, make-up i vůně). Konkrétně se jedná o společnosti The Procter & Gamble (P&G), Colgate-Palmolive Company (C&P), The Clorox Company (CLX), Inter Parfumes, Inc. (IPAR), Johnson & Johnson (J&J), Avon Products (Avon), The Estée Lauder Companies Inc. (EL).

Pro každou z uvedených společností byla shromážděna data o výši kompenzací CEO a výkonnostní ukazatele společnosti od roku 2010 do roku 2020. Společnost Avon má extrapolovaná data na základě historického trendu v roce 2020. A to kvůli tomu, že 3. ledna 2020 byla oznámena akvizice společnosti Avon se společností Natura & Co's. V důsledku dokončení transakce se kmenové akcie Avonu přestaly obchodovat na newyorské burze cenných papírů (NYSE) 3. ledna 2020. Avon je nyní integrální dceřinou společností Natura & Co Holding SA, která je kótována na NYSE prostřednictvím ADR pod NTCO a na brazilské burze (B3) pod NTCO3. Všechna data pocházejí z formulářů DEF14a a 10-K a jsou volně přístupná ve veřejné online databázi Edgar, kterou spravuje *U.S. Securities and Exchange Comision*.

Na základě poznatků získaných v teoretické části této práce a s ohledem na dostupnost dat byla provedena specifikace ekonometrického modelu následujícím způsobem.

K modelování vztahu mezi jednotlivými ukazateli byl zvolen lineární model, a to kvůli předpokladu, že kompenzace CEO by měly být lineárně závislé na výkonu společnosti. Vysvětlovanou proměnnou v modelu bude roční odměna manažera. Roční odměnou manažera v této práci se rozumí součet roční mzdy (Salary) a bonusu (Annual Incentive Program).

Odměna v rámci Annual Incentive Program se vypočítává následujícím způsobem:

Na začátku roku se stanoví Target od základní mzdy (např. 120 %). Potom v závislosti na výkonu společnosti představenstvo zhodnotí procento, na které byl splněn Target. Výkon společnosti se může měřit následujícími variantami: růstem zisku na akcii ve vztahu k předem stanovenému cíli, konkrétními výsledky firmy, určené na základě zpětného posouzení výkonnosti, včetně objemu prodeje, tržeb, podílu na trhu, přínosu hodnoty, zisků, cashflow, výkonu ve vztahu ke konkurenci, spolupráce s obchodními partnery atd. Annual Incentive Program může být udělen ve formě hotovosti, akcií, akciových opcí nebo odložené kompenzace.

Tato odměna jako celek bude vysvětlována proměnnými, které lze rozdělit do tří kategorií:

- 1) **Faktory, které souvisí se společností jako takovou:** výnos na jednu akcii, celková aktiva společnosti, návratnost celkového kapitálu (ROA), zisk společnosti.
- 2) **Faktory související s vlastnostmi manažera:** počet let působení manažera ve firmě a jeho pohlaví.
- 3) **Faktor související s růstem mezd v čase:** odměna manažera stejné společnosti v minulém roce.

Proměnné zmíněné výše, byly vybrány na základě vědeckých článků a další literatury, relevantní k tématu. Daná literatura je zmíněná v kapitole „Přehled literatury použité pro tvorbu modelu“.

Tabulka č. 1: Deklarace proměnných

Proměnná	Jednotky	Zkráceně
Součet ročních fixních a variabilních odměn manažera	tis. USD	SUMs
Roční výnos na jednu akci společnosti	USD	EPS
Celková aktiva společnosti	tis. USD	Assets
Návratnost celkového kapitálu	(%)	ROA
Zisk společnosti	tis. USD	Net_inc
Počet let působení manažera ve společnosti	roky	Years_in
Pohlaví manažera (1 = žena, 0 = muž)	dummy	Gend
Součet ročních fixních a variabilních odměn manažera v min. roce	USD	SUMs_1

Zdroj: Vlastní zpracování

### Ekonomický zápis modelu:

$$SUM_{sit} = f(EPS_{it}; Assets_{it}; ROA_{it}; Net\_inc_{it}; Years\_in_{it}; Gend_{it}; SUM_{si(t-1)})$$

### Ekonometrický zápis modelu v lineární podobě:

$$SUM_{sit} = \gamma_1 + \gamma_2 EPS_{it} + \gamma_3 Assets_{it} + \gamma_4 ROA_{it} + \gamma_5 Net\_inc_{it} + \gamma_6 Years\_in_{it} + \gamma_7 Gend_{it} + \gamma_8 SUM_{si(t-1)} + u_t$$

Odhady parametrů modelu byly provedeny v softwaru Gretl. K odhadu parametrů byla použita minimalizační metoda nejmenších čtverců.

Aby mohl být model aplikován, musí být splněny určité předpoklady. Všechny testy těchto předpokladů budou prováděny na hladině spolehlivosti 0,05. Základní předpoklady modelu se týkají reziduí.

Za prvé rezidua musí mít normální rozdělení. Tento předpoklad bude ověřený pomocí testu normality reziduí. Pro interpretaci výsledku u tohoto testu je důležitá zejména p-hodnota. Pokud p-hodnota testu vyjde menší než 0,05, tak se zamítá nulová hypotéza o normalitě reziduí a lze tvrdit, že rezidua nejsou normálně rozdělena. V opačném případě nulovou hypotézu zamítnout nelze.

Dále nesmí být ovlivněna svou předcházející hodnotou, tedy nesmí být v modelu přítomna autokorelace. Autokorelace bude testována pomocí Wooldridgova testu autokorelace. I pro vyhodnocení tohoto testu je nejdůležitější p-hodnota. Pokud bude p-hodnota testu autokorelace vyšší než 0,05, pak nebude zamítnuta nulová hypotéza a lze říct, že v modelu není přítomna autokorelace. Naopak, bude-li p-hodnota nižší než 0,05,

zamítne se nulová hypotéza a rezidua jsou v tom případě ovlivněna svými předcházejícími hodnotami.

A konečně rozptyl reziduí musí být konstantní. V softwaru Gretl se homoskedasticita (opak heteroskedasticity) testuje pomocí Whitova testu heteroskedasticity. Výsledek tohoto testu se opět posuzuje podle p-hodnoty. Pokud vyjde p-hodnota nižší než 0,05, zamítá se nulová hypotéza, že rozptyl reziduí není konstantní, tedy že je přítomna heteroskedasticita. Pokud p-hodnota bude vyšší než 0,05, rozptyl reziduí je konstantní.

A dále by v modelu jako takovém neměla být přítomna multikolinearita mezi vysvětlujícími proměnnými. Pro zkoumání multikolinearity byla použita analýza „Kolinearita“. Výsledek se posuzuje podle hodnot VIF. Hodnoty, které jsou větší než 10, mohou znamenat problém kolinearity.

### 3 Teoretická východiska

K této práci se vztahují čtyři témata. Jsou to systémy managementu kvality, problém zastoupení, kompenzační plán a generální ředitel. Následující část vysvětluje tato témata, která jsou zásadní teoretickou základnou této práce.

#### 3.1 Systémy managementu kvality

*Řízení kvality* je velmi obsáhlé téma, které zahrnuje téměř všechny firemní procesy. Je to snaha o zlepšování, výsledkem kterého budou efektivnější procesy, snížené náklady a zvýšená produktivita.

Dle článku *Management kvality* ([online], 2022), principy řízení kvality v organizacích jsou založeny buď na normách a standardech (mezinárodních, národních či podnikových), nebo na koncepci TQM (Total Quality Management). Přístupy k řízení kvality se rovněž liší u organizací poskytujících služby a u výrobních organizací. Cílem je zabránit negativním jevům (nekvalitě, chybám, rizikům, nákladům), a to pomocí komplexních metod a standardů řízení kvality.

Odpovědností manažera kvality (Quality Manager nebo Quality Assurance Manager) je zejména vytvoření politiky jakosti a dosažení stanovených cílů kvality. Jeho úlohou je zajistit, aby výrobky nebo služby, které organizace poskytuje anebo vyrábí, splňovaly vnitřní a vnější požadavky (požadavky zákazníků a soulad se standardy, normami a právními požadavky).

Manažer kvality koordinuje a vyjednává s ostatními manažery na všech stupních řízení v organizaci.

Certifikace ISO 9001 definují pozici manažera a jeho zodpovědnost. Zpravidla tuto roli nemá pravý manažer společnosti, ale její zaměstnanec, který má určitou stanovenou pravomoc a odpovědnost. Odborné kompetence manažera kvality jsou soustředěny na znalost komplexních přístupů a metod kvality, jako jsou SixSigma, TQM či přístupy Lean.

Uznávané systémy certifikací manažerů kvality (certifikace osob) vycházejí z příslušných certifikačních autorit. Nejznámější a světově nejrozšířenější a mezinárodně platné certifikace manažerů kvality jsou:

- Evropský certifikát Manažera kvality dle EOQ: QM (Quality Manager), QSM (Quality Systems Manager)
- Americký certifikát Manažera kvality dle ASQ: CMQ/OE (Manager of Quality/Organizational Excellence)

### 3.2 Vymezení vztahu zastoupení

Od svých kořenů v ekonomii byl problém zastoupení používán vědci v různých oborech, včetně organizačního chování, marketingu, zdravotnictví, účetnictví a rodinného podnikání. V odborné literatuře se ale poprvé vyskytl v 70. letech 20. století. A to v práci Jensena a Mecklinga „*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*“ (1976). Model popsany ve studii je založen na několika předpokladech, které se týkají jak individua, tak společnosti. Individua sledují vlastní zájmy, snaží se vyhýbat riziku a mají určitá omezení v racionálnosti myšlení. Společnosti, kterých se tento model týká, jsou charakterizované výkonností, jako kritériem efektivity, asymetrií informací a částečným konfliktem zájmů subjektů.

Ross (1973) definuje vztah zastoupení jako vztah „*mezi dvěma (či více) stranami, z nichž jedna strana, označená jako agent, jedná v zájmu, z pověření, nebo jako zástupce druhé strany označované jako principál*“. Tento vztah považuje za univerzální, vznikající při všech smluvních ujednáních. Jako příklad uvádí vztah mezi zaměstnavatelem (principál) a zaměstnancem (agent).

Podstata smlouvy leží v následujícím: principál deleguje agentovi práci (stanoví cíle), předává část vlastních zdrojů pro její vykonání, určuje odměnu (za podmínky dosažení cíle) a sankce v případě nesplnění požadavků smlouvy. Agent ze své strany se zavazuje pracovat ve prospěch principála a cíleně využívat dostupné zdroje.

Jako hlavní problém v rámci teorie zastoupení se dá odlišit *post smluvní oportunistus* (post contractual opportunism). Ten spočívá ve skutečnosti, že po uzavření smlouvy, jednání agenta (plně) neodpovídají zájmům zmocnitele (principálu). Tento problém nastává v důsledku toho, že, zaprvé, subjekty mají odlišné zájmy, a zadruhé, kvůli existenci asymetrie informací.

Informační asymetrie prezentuje stav, kdy jedna ze stran vztahu zastoupení disponuje více informacemi než strana druhá. Jak tvrdí Wilhelm, informační asymetrie je „*jedna*



*z forem tržního selhání, která způsobuje neefektivní alokaci volných prostředků. Její úplné odstranění není zřejmě z definice možné“ (Wilhelm, 2011).*

Nejčastěji jsou zkoumané dva modely asymetrických informací. V prvním modelu principál není schopen pozorovat akce agenta (může pozorovat výsledky, které korelují s jednáním agenta, ale ne s akcemi samotnými). Tato situace bývá označena jako problém skrytých akcí. Z historických důvodů se model skryté akce také nazývá model morálního hazardu.

Ve druhém modelu má agent určité soukromé informace. Jeho akce jsou pozorovatelné, ale výsledky jeho jednání závisí na vlivu prostředí, které zná pouze agent. Pak je taková situace označena jako problém se skrytou informací (Milgrom, 1992). Z historických důvodů se také nazývá model nepříznivého výběru.

Jak ukazuje tabulka č. 2, výše popsané modely pokrývají širokou škálu aplikací. Všimněte si, že stejná strana může být principálem v jednom prostředí a agentem v jiném. Například ředitel společnosti je principálem při jednání se zaměstnanci společnosti, ale je také zástupcem akcionářů společnosti (Nicholson, 2012).

Tabulka č. 2: Aplikace principál-agent modelu

		Soukromé informace agenta	
Principál	Agent	Skryté informace	Skryté akce
Akcionáři	Manažer	Manažerské dovednosti	Úsilí, výkonná rozhodnutí
Manažer	Zaměstnanec	Pracovní dovednost	Úsilí
Majitel domu	Opravář	Schopnost, závažnost poruchy zařízení	Úsilí, zbytečné opravy
Student	Učitel	Znalost předmětu	Příprava
Monopolista	Spotřebitel	Hodnota pro zákazníka	Kvalitní péče, aby nedošlo k rozbití
Pojišťovna	Pojištěnec	Dosavadní stav	Rizikové aktivity
Rodič	Dítě	Morální vlákno	Kriminalita

Zdroj: Nicholson, 2012

### 3.2.1 Způsoby řešení problému odměňování

Dle Chernyshevsky (2014) jsou následující způsoby řešení problému zastoupení:

- Soutěž agentů

Tato metoda je založena na rozvoji konkurence mezi agenty. Konkurence se vytváří cestou vyplacení odměn pro nejlepší pracovníky. Přičemž není odměňován standardní výkon (dle zadání příkazce), ale výkon v nejlepší kvalitě a největším množstvím ve srovnání s jinými agenty. Když se vytváří konkurence mezi agenty, začínají se hlídat navzájem. Rovněž se zvýší produktivita pracovníků, protože pobídkou pro agenty bude touha po odměně za svou práci. Ale i zde existují omezení. Zaprvé, touha získat odměnu donutí agenty k tomu, aby činili nejrizikovější rozhodnutí, a podle toho dojde k „obrácenému výběru“ agentů, v důsledku čehož zůstanou pouze ti, kteří jednali nejrizikověji. Zadruhé, kvůli konkurenci, zaměstnanci společnosti nebudou mít důvěru mezi sebou, v důsledku čehož agenti nebudou dobře koordinovaným týmem, což zkomplikuje plnění úkolů vyžadujících týmovou hru. Využití této metody bude rovněž omezeno mírou postoje k riziku jednotlivců.

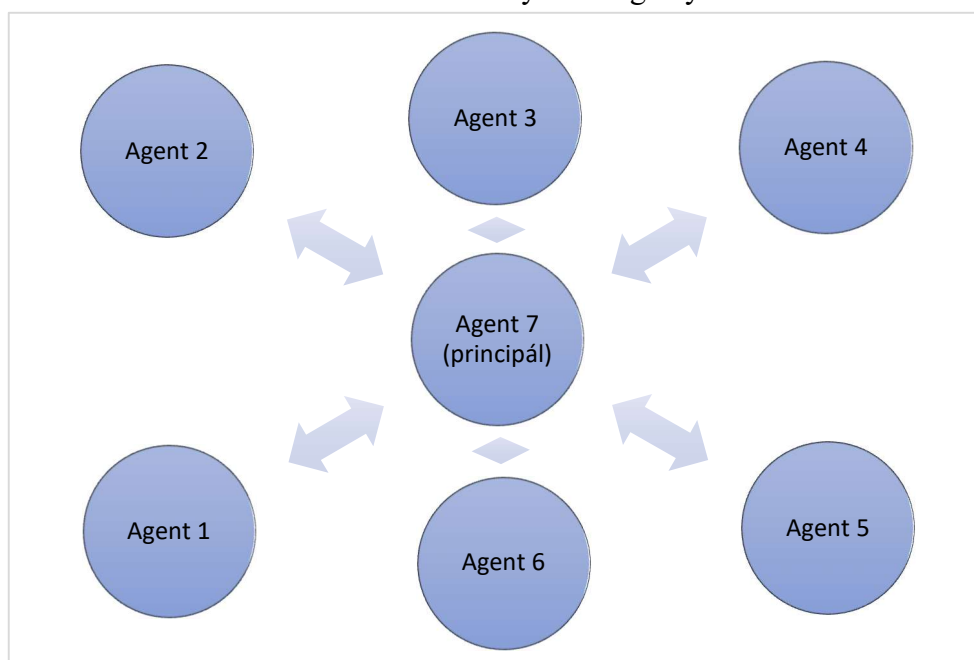
- Hodnocení dle výsledků výkonů podniku jako celku

Dalším způsobem je uzavřít pracovní smlouvu mezi zmocněncem a zmocnitelem a tato smlouva bude popisovat systém odměňování, kde odměna nebude pevně stanovena, ale bude záviset na výsledcích činnosti firmy. Tato metoda zahrnuje různé možnosti účasti agentů na zisku společnosti. Nejúčinnější jsou nejjednodušší varianty, a to – lineární závislost odměňování zaměstnanců na zisku firmy. Existují také možnosti, kdy principál de facto pronajímá majetek agentovi a on sám dostává fixní nájemné a podíl na zisku. Tato možnost je však komplikovanější kvůli různým stupňům ochoty agentů riskovat a omezené schopnosti agenta pronajmout nemovitost nebo se podílet na jejím vlastnictví.

- Firma jako koalice agentů

V tomto případě se „agenti“ mohou podílet na výnosech z činnosti. Funkce kontroly a distribuce úkolů (funkce principálu) jsou střídavě vykonávány členy organizace (agenty). Agent, který zaujímá pozici na křižovatce informačních toků, a proto má přístup k těmto informacím, se stává principálem. Taková struktura se nazývá „kolo“, zároveň je vyřešen problém stimulace přenosu pouze spolehlivých informací a jsou posíleny vztahy mezi agenty (obr. 1).

Obrázek 1: Vztahy mezi agenty



Zdroj: Chernyshevsky, 2014

V praxi to lze pozorovat v samosprávné firmě, a co je nejdůležitější, tato struktura umožňuje snížit náklady na kontrolu a získat výhody ze spolupráce. Spolupráce je efektivnější, protože díky společnému úsilí o řešení jednotlivých úkolů produkují zaměstnanci více produktů, než kdyby jednali individuálně. Williamson (2012) vidí ve vzniku důvěryhodných vztahů mezi agenty hlavní předpoklad pro zánik oportunistu jako strategie pro maximalizaci užitku – „produktivita se zvyšuje v důsledku pocitu odpovědnosti za spravedlivý příspěvek ke společné věci“.

### 3.3 Kompenzační plán

Odměny zaměstnanců tvoří velkou část nákladů společností (Eisenhardt, 1988) a tyto náklady většinou nesouvisí s příjmy. Když se společnosti po určité době vede špatně, musí být zaměstnanci stále placeni. To zjevně ohrožuje likvidní pozici společnosti při poklesu tržeb. Firmy si výslovně vybírají mezi kompenzačními plány, ve kterých podstatná část platu závisí na individuálních prodejních výkonech (Redinbaugh, 1976).

V této části kapitoly bude probráno několik forem odměňování zaměstnanců. Od pravidelných mezd po bonusy, fixní a variabilní mzdy.

Schémata odměňování zaměstnanců se mohou skládat z následujících složek a byly použity k návrhu schématu odměňování (Churchill et al., 1993):

- Fixní plat
- Provizní sazby za jednotku objemu prodeje (klesající, konstantní nebo rostoucí s objemem)
- Bonusy za dosažení určitých cílů nebo provedení určitých činností
- Bonusy za dosažení kvóty (rozlišené podle nesplnění, přesného splnění a překročení, je-li to nutné)
- Soutěžní odměna
- Benefity
- Jednotlivé smlouvy nebo nabídky dle vlastního výběru

Základem mnoha výzkumů a vědeckých článků o kompenzačních plánech prodejních sil je novátorský model Farleyho (1964), ve kterém je navržen optimální systém odměňování obchodníků a popsána jeho argumentace o motivaci obchodníků. Experimenty ukázaly, že subjekty plní úkoly lépe, když jim je řečeno, že dostanou odměny (Atkinson, 1957; Reitman, 1956), bonusy a pobídky zlepšují výkon (Chung, Steenburgh & Sudhir, 2013) a společnosti jsou silně závislé na motivaci svých obchodních manažerů, aby prodávaly produkty společnosti (Albers, 1995).

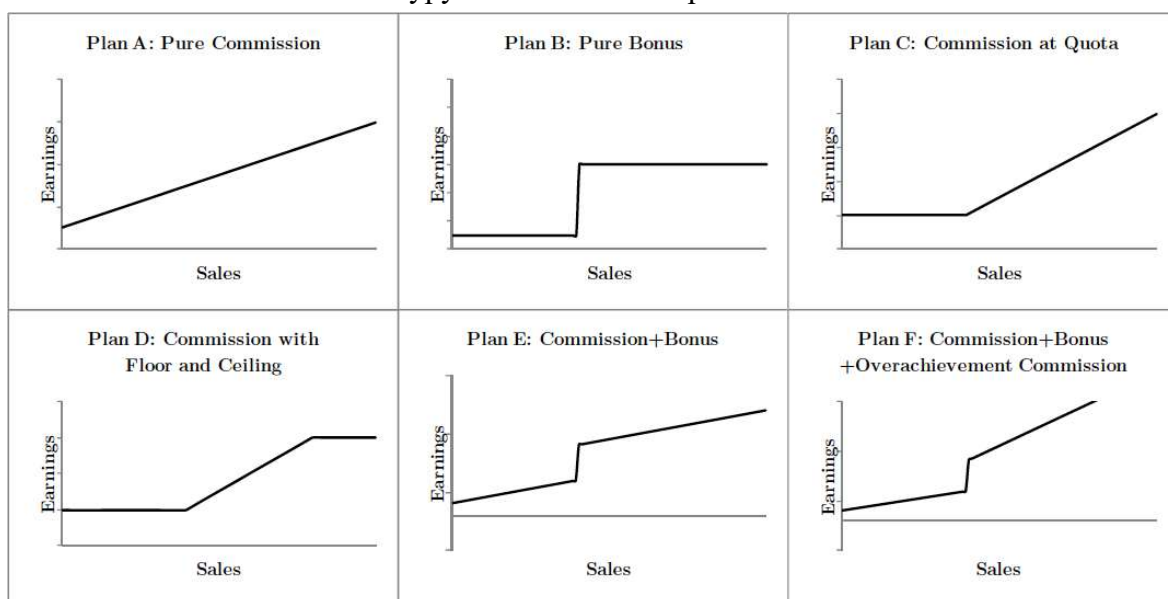
Farleyho model se skládá z několika konstrukcí, které určují optimální kompenzaci včetně provize na základě měření výkonu. Těmito měřítky jsou například hrubý zisk společnosti, čas věnovaný prodeji výrobků a množství prodaných výrobků. Tato měřítka sladí výkonnost společnosti jako celku s odměňováním obchodníků. Jinými slovy, když prodejní síla má výkon, společnost těží a prodejci budou za svůj výkon odměněni.

Přestože je tento model starý více než padesát let, je stále často citován v literatuře a jeho základní úvahy jsou platné i dnes, a proto je pevným základem, na kterém lze stavět. Vzhledem k tomu, že IT systémy pomáhají vyhodnocovat několik výkonnostních měřítek, mohou být do Farleyho modelu přidány nové konstrukce, aby se zvýšila dnešní validita a použitelnost modelu.

Existují různé formy motivačních kompenzačních schémat, jak navrhuje Chung et al. (2013) – jsou znázorněna na obrázku. Tato schémata se liší, ale všechna jsou založena na velikosti prodeje a tržbách. Zatímco v plánu A je vyplácena čistá provize na základě

tržeb, plán B vyplácí bonus pouze při dosažení určité kvóty tržeb. Plán C se skládá z provize za prodej při dosažení kvóty, což je podobné plánu B, jenže plán B má strop, při kterém se neplatí žádná další provize za dodatečné prodeje. Plán E a F kombinuje provizi a bonus, ale F zahrnuje ještě provizi za „překročení“, když je dosaženo určité kvóty. Tato provize za překročení výkonu zajišťuje, že obchodník je stále motivován, i když je již dosaženo kvóty.

Obrázek 2: Typy motivačních kompenzačních schémat



Zdroj: Chung, Steenburgh & Sudhir, 2013

### 3.3.1 Frekvence pobídek

Výzkumníci tvrdili, že časté testování a měření výkonu zaměstnanců na základě jejich cílů vede k lepším výsledkům výkonu (Bangert-Drowns et al., 1991; Chung, Steenburgh & Sudhir, 2013). To vede k otázce, jaká časová rozpětí by měla být zvolena pro měření výkonu. Poslední povolání výzkumní pracovníci prokázali, že čtvrtletní měření výkonu slouží jako mechanismus, který udržuje prodejní sílu motivovanou k dobrému výkonu v krátkém období tak, aby byl v dosahu celkové kvóty výkonu.

Výzkum účinků podmínek motivačního programu na výkon ukázal, že přechodné termíny mají větší vliv na výkon než krátkodobé (Condly et al., 2003). Kombinace těchto dvou zjištění vede k závěru, že čtvrtletní termíny se ukázaly jako optimální termín pro měření výkonu a vytváření motivačních programů. To také znamená, že motivační programy mohou probíhat souběžně s fiskálními čtvrtletími společnosti.

### 3.3.2 Týmové vs. individuální cíle

Vzhledem k tomu, že zaměstnanci pracují většinou v týmech, je třeba věnovat pozornost způsobu, jakým jsou cíle stanoveny jako týmové a/nebo individuální. Výzkum ukázal, že efekt týmových cílů má mnohem větší vliv na celkovou výkonnost, než individuální cíle (Condly et al., 2003). Na rozdíl od tohoto výzkumu jiní tvrdí, že týmové cíle vedou k fenoménu „*social loafing*“, který je v psychologii znám jako silná tendence některých jedinců investovat podstatně méně úsilí do týmů, než když pracují a budou hodnoceni jako jednotlivci. Mitchell a kol. navrhuje tzv. pravidlo 75/25, ve kterém tvrdí, že rovnováha mezi týmovými a individuálními cíli a odměnami by měla být rozdělena na 75 % jednotlivců a 25 % týmů (Mitchell et al., 2013).

### 3.4 Generální ředitel a jeho odměna

Chief Executive Officer (CEO) je vedoucí pracovník na nejvyšší úrovni, který má odpovědnost za každodenní vedení firmy a který činí hlavní podniková rozhodnutí. Navíc je to osoba, která má funkci nejkritičtějšího komunikačního bodu mezi představenstvem a provozem podniku. Generální ředitel je nejen vždy výkonný, ale příležitostně také předseda představenstva. Když všichni investoři, věřitelé, zákazníci a další akcionáři touží po tom, koho by chtěli mít jako generálního ředitele, pravděpodobně si přejí, aby on nebo ona byli výkonnými pracovníky, kteří předpovídají nadcházející události a náležitě vedou firmu. Lidé tedy chtějí, aby generální ředitel měl zkušenosti, vliv, mohl udržovat firmu připravenou na změnu, a z případné změny získal i výhodu. Musí být dostatečně autoritativní, aby splnil očekávání, a musí být odpovědný za to, co se děje (Monks & Minow, 2011, s. 354).

Mezi hlavní povinnosti manažera patří rozvoj firemní strategie a obchodního modelu a dohlížení na provozní řízení společnosti, od které požaduje finanční kompenzaci za své úsilí. Struktura odměny musí být přiměřená tak, aby vzbudila, udržela a inspirovala oprávněné vedoucí pracovníky ke zvýšení hodnoty akcionářů a zainteresovaných stran. Strukturu odměňování volí výbor pro odměňování a ředitele představenstva. Projednávání kompenzačního plánu probíhá ve spolupráci s personálním a finančním oddělením a externími kompenzačními poradci. Suverénní ředitele představenstva hlasují pro přijetí kompenzačních balíčků. Struktury odměňování založené na vlastním kapitálu mohou existovat pouze s povolením akcionářů společnosti. Ve výroční zprávě jsou vysvětleny

další informace o plánu odměňování, který zahrnuje hodnotu skutečných celkových odměn vedoucích pracovníků za poslední roky. Úkolem kompenzačního programu je zajistit, aby rozhodnutí generálního ředitele nebo jiného jednatele bylo v dlouhodobém zájmu akcionářů. Přijatelná výše kompenzace je to nejmenší, co je potřeba k fascinaci a udržení kvalifikovaného manažera. Nicméně trh práce pro vedoucí pracovníky nevykazuje vynikající efektivnost, protože existuje možnost rozdílu mezi nabídkou a poptávkou. Kromě toho mohou nastat potíže s odhadem úrovně šikovnosti uchazečů. Pak má představenstvo problém rozpoznat správné manažerské a tržní odměňování, které musí tyto uchazeče fascinovat (Larcker & Tayan 2015, s. 211–213).

Murphy (2012) ve své práci „Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There“ seskupil a popsal všechny druhy odměn vedoucích pracovníků:

- Vedoucí pracovníci dostávají kompenzaci v závratné řadě forem, včetně základních platů, ročních bonusů, dlouhodobých pobídek, omezených akcií, výkonnostních akcií (tj. akcií s omezeným příjmem s podmíněností na základě výkonu), opcí na akcie, penzijních a zdravotních výhod.
- Mnoho z těchto forem kompenzace závisí na výkonnosti měřené během jednoho nebo více let a není zřejmé, jak (nebo kdy) je měřit. Například akciové opce (které dávají výkonnému orgánu právo, nikoli však povinnost, koupit podíl akcií za předem stanovenou cenu) mají obvykle splatnost až deset let. Měly by se akciové opce „počítat“ jako kompenzace při udělení, nebo pouze při uplatnění?
- Vedoucí pracovníci navíc běžně dostávají jednorázové částky v různých okamžicích, jako jsou bonusy při nástupu do jejich firem, odstupné při odchodu ze společnosti. Navíc některé platby „vydělané“ během zaměstnání jsou vypláceny až dlouho poté, co vedoucí pracovník odejde, např. do důchodu. Opět není zřejmé, jak nebo kdy měřit tyto aspekty kompenzace.
- A konečně, různé součásti odměňovacího balíčku představují pro vedoucí pracovníky různou míru rizika. Výplaty z opcí na akcie jsou například ze své podstaty riskantnější než výnosy z omezených akcií, které jsou zase riskantnější než základní platy. Vedoucí pracovníci, kteří se vyhýbají riziku a nediverzifikování, budou přirozeně přikládat nižší

hodnotu rizikovějším formám odměňování, přesto většina studií odměňování vedoucích pracovníků jednoduše (a slepě) tyto různé formy odměňování spojuje.

### 3.4.1 Kritické hlasy k odměňování manažerů

Odměňování vedoucích pracovníků se v posledním desetiletí objevilo jako sporná otázka. Američtí politici například kritizovali šéfy, kteří vydělávají za 10 minut více peněz, než vydělají běžní zaměstnanci za rok. V poslední době jsou předpisy o odměňování výkonných pracovníků přísnější než v minulých desetiletích. Někdo však může kritizovat, že tato opatření jsou zaměřena na skutečná selhání řízení společnosti. Lze si navíc položit otázku, zda se očekává, že nejnovější kontroly budou úspěšné (Bainbridge, 2012, s. 109).

Polemika o odměňování vedoucích pracovníků začíná ve 30. letech 20. století v obchodní ekonomice USA. Komise pro cenné papíry a burzy (SEC) posílila kontrolu nad odměňováním vedoucích pracovníků v době od hospodářské recese 30. let 20. století až do dnes. Recese 30. let 20. století vyvolala kritiku, která byla primárně zaměřena na kompenzace vyplácené vedoucím pracovníkům průmyslových nebo finančních propagátorů. Milionové odškodné bylo považováno za hranici toho, jakou maximální hodnotu může mít kdokoliv za období jednoho roku. Růst odměn pro vedoucí pracovníky zůstává nezměněn až do 80. let, kdy se myšlenkové linie obrátí naruby rychlým ekonomickým růstem a vysokou mírou inflace. V tomto období vysoké daně z mezních výdělků pomáhaly snížit celkovou výši odměn vedoucích pracovníků. Nejvyšší vedoucí pracovník by platil více než 70 % daní ze svých příjmů. Struktura odměňování se mění z pevných platů a ročních bonusů na variabilní mzdu vázanou na dlouhodobý cíl a akciové opce. V 80. letech byl vypočítán nárůst nad 10 milionů dolarů. V 90. letech 20. století však endemický předpoklad opcí na akcie tento problém zintenzivnil a výplata manažerů v tomto období přesáhla miliardu (Larcker & Tayan, 2015, s. 212–213).

Nicméně během finanční krize v roce 2008 a následné recese se standard odměňování vedoucích pracovníků snížil. Přesto, po skončení poklesu začíná opět vzestupné napětí a vyplácí se standardy, které ještě nedávno byly vrcholy (Larcker a Tayan, 2015, s. 212–213).

Kontrola zesílila po celosvětové finanční krizi v letech 2007–2008 a otřesech v mnoha finančních institucích, o nichž se mnozí domnívají, že byly z velké části



způsobeny nadměrným rizikovým chováním vedoucích pracovníků a inspirovány nezdravými platovými praktikami. Regulační reakce byla rychlá, v mnoha zemích byly zavedeny přísnější předpisy řízení společností. Jedním z nich je *Say-on-Pay* (SoP), který dává akcionářům možnost vyjádřit se při určování postupů odměňování vedoucích pracovníků. Rozhodnutí o hlasování pro nebo proti plánům odměňování vedoucích pracovníků lze určit pomocí tří měřítek: úrovně platu, výkonu, relativního a absolutního souladu v čase (Hewitt a Bowie, 2012).

Pro mnoho nespokojených akcionářů, je SoP vítaným vývojem, protože jim poskytuje mocný mechanismus, jak vyjádřit svou nespokojenost nad rámec pouhého prodeje svých akcií (Henderson a Fraser, 2014). Akcionářští aktivisté tvrdili, že SoP nejen zmocňuje akcionáře, ale také činí vedoucí pracovníky odpovědnými, protože musí vysvětlovat a obhajovat své platové balíčky (Giné a Guadalupe, 2012). V několika případech, kdy akcionáři hlasovali proti platovým balíčům, čímž dali najevo svou nespokojenost, musely být kompenzační plány přepracovány. Kritici však argumentují, že to ve skutečnosti nekontroluje výši odměn vedoucích pracovníků a že jde o reaktivní politiku.

### **3.4.2 Odměna generálního ředitele**

Odměny vedoucích pracovníků zahrnují bonusy, nepeněžní odměny nebo jiné finanční odměny poskytované vedoucím pracovníkům na nejvyšší úrovni za jejich loajalitu a plnění povinností a odpovědností.

Existuje několik variant odměn, které se skládají z kompenzací, jako je hotovostní výplata, roční bonus, opční granty, balíčky odchodu do důchodu, výkonné výhody a dlouhodobé pobídkové plány. Hotovostní výplata je roční plat, který jednatel pravidelně dostává v průběhu roku. Domlouvá se na začátku roku. Roční bonus je doplatek, který je ve většině případů formou peněžní odměny za překročení ročního výkonu firmy, stanoveného finančního a nefinančního cíle. Jeho výše je uváděna jako procento z fixního platu a může obsahovat zajištěnou nejnižší a nejvyšší částku. Poskytnutí opce je derivát, který je definován jako právo na nákup nebo prodej akcií v budoucnu za pevnou realizační cenu. Akciová opce se často rovná ceně akcie v den udělení. Opční granty mají požadavky na svěření a vyprší po deseti letech. Tyto požadavky jsou zaměřeny na dlouhodobé vlastnictví a jsou navrženy tak, aby podporovaly zájmy jednatele a zájmy akcionářů.

Zbytek balíčku odměn pro vedoucí pracovníky mohou tvořit výhody, smluvní dohody nebo jiné (Raviv & Sisi-Ciamarra, 2013; Larcker et al., 2015, s. 214–215).

Coles, Daniel a Naveen (2006) zkoumají manažerské pobídky a podstupování rizika v amerických firmách v období 1992–2002. Zjišťují, že odměňování managementu je spojeno s vyšší citlivostí na kolísání cen akcií, což podněcuje klíčové lidi firmy k přijímání riskantních investic. Kromě toho, úpravou citlivosti bohatství generálního ředitele na výkon (delta), zjistili vyšší citlivost bohatství generálního ředitele na volatilitu akcií (vega). Implementují rizikovější politická rozhodnutí a investují více na výzkum a vývoj a menší investice do pozemků, budov a zařízení. Navíc se zdá, že po úpravě vega se management soustředí na méně obchodních oblastí a vyšší pákový efekt.

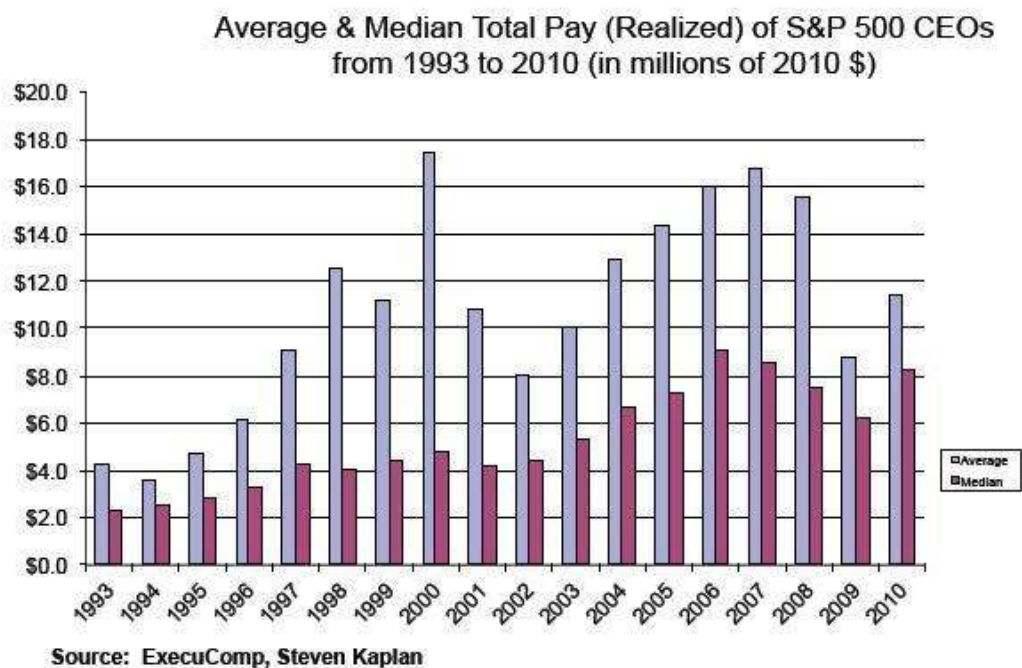
Odměňování vedoucích pracovníků, které je strukturováno a implementováno představenstvem a výborem pro odměňování, je ovlivněno strategií odměňování. Ta je založena na legislativě odměňování, veřejném mínění a názorech zaměstnanců společnosti. Úroveň a struktura kompenzace musí být přizpůsobeny individuálním charakteristikám generálních ředitelů i vlastnostem firmy. Dalšími vlivy určujícími výši a strukturu odměn generálního ředitele jsou peněžní benefity a prostředí. Společnosti, které se nachází v prostředí nadměrné kriminality nebo špatné geografické polohy, platí svým generálním ředitelům vyšší odškodnění. Pravděpodobnost vyplacení vyšší náhrady je však významnější, když je generální ředitel najat mimo společnost nebo když má krátkodobé obavy o kariéru. Jedním z nejtýpějších způsobů hodnocení o odměňování vedoucích pracovníků je porovnání mezi platem a výkonem. Pomáhá firmám odhalit, zda je jejich generální ředitel přeplacen nebo ne. Metodou, jak to zjistit, je podívat se na změnu ročních změn platů vedoucích pracovníků a porovnat je s roční cenou akcií. Jinými slovy, když změna odměny překročí změnu ceny akcií, odměna jednatele bude považována za přeplatek (Deng & Gao, 2013; Becker, 2006).

Jensen a Murphy (1990) zkoumají vztah mezi platem a výkonem a pobídkami vrcholového managementu. Zahrnují mzdu-výkon pozorovací plat, opce, držení akcií a propuštění. Jejich vzorové období je od roku 1974 do roku 1986 a údaje o více než 2 000 vedoucích pracovnících jsou uvedeny v průzkumech odměňování vedoucích pracovníků. Průzkumy zahrnují informace o generálních ředitelích více než 1 000 společností za celkem zhruba 10 400 let výkonných ředitelů. Údaje pocházejí od amerických firem. Papírový výsledek ve vztahu mezi generálním ředitelem, platem a výkonem ukazuje, že

bohatství generálního ředitele se změní na 3,25 dolaru za každou 1 000dolarovou změnu v bohatství akcionářů.

Kaplan (2008) tvrdí, že existují dva platné způsoby měření odměn vedoucích pracovníků. První variantou je skutečně obdržená mzda, což je podle něj užitečné pro zjištění, zda jsou vrcholní manažeři placeni za výkon. Druhou variantou je „odhadovaná“ mzda. Odhadovaná mzda je hodnota, kterou by se očekávalo, že finanční balíčky budou mít v době, kdy budou poskytnuty. Tento výpočet vyžaduje stanovení hodnoty akciových opcí, omezených dotací na akcie a dalších prvků odměn v době, kdy balíček bude vyplacen.

Obrázek 3: Průměrné a mediánové odměny CEO 1993–2010 dle S&P

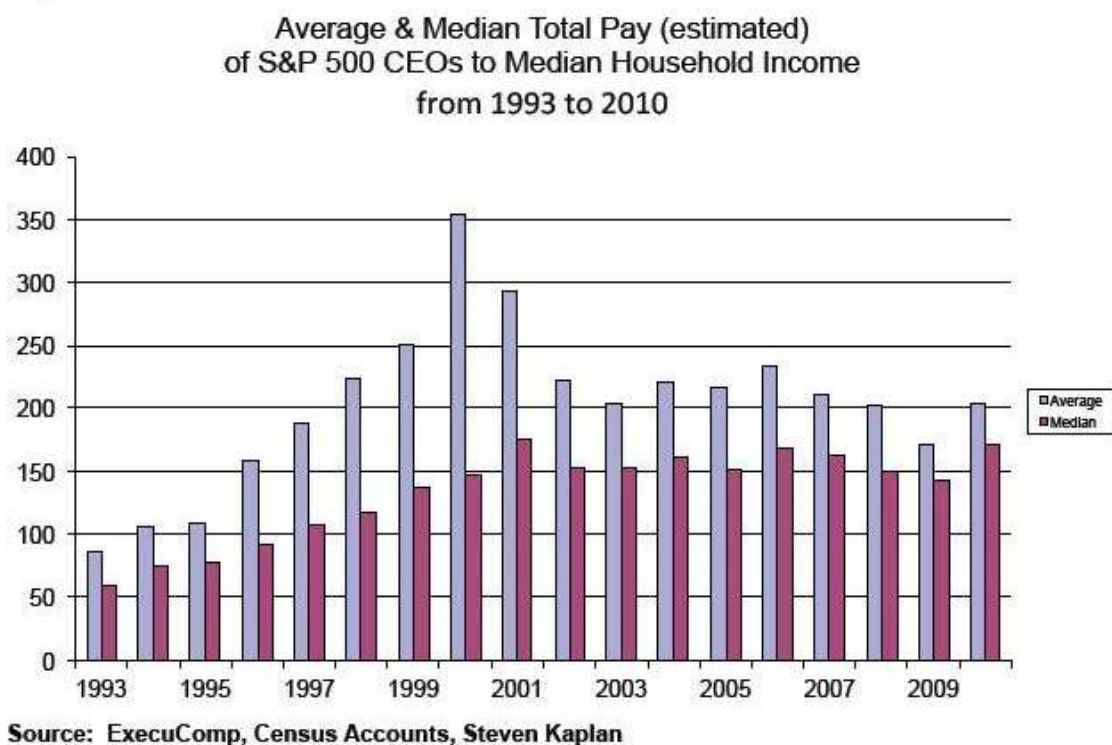


Dle indexu S&P 500 od roku 1993 do roku 2010 je průměrná mzda generálních ředitelů vyšší než mediánová mzda, což říká, že na vrcholu jsou někteří velmi dobře placení vedoucí pracovníci, kteří průměr zvyšují. Průměrná mzda generálních ředitelů také stoupá, když je akciový trh vysoký, jako v roce 2000 a kolem roku 2006 a 2007. Zdá se, že medián realizovaných platů se časem postupně zvyšoval.

Na obrázku níže jsou údaje znázorňující odhadované odměny. Tentokrát však namísto dolarových částek tento graf ukazuje průměrnou a mediánovou mzdu generálního ředitele jako násobek středního příjmu domácnosti. Průměrná mzda v době dot-com

boomu<sup>1</sup> opět roste. Kaplan zdůrazňuje, že odhadované platy generálních ředitelů jsou v průměru nižší než v roce 2000 a že medián se příliš nezvýšil. Je zajímavá skutečnost, že střední plat generálních ředitelů se pohybuje od přibližně 60násobku středního příjmu domácnosti v roce 1993 na přibližně 170násobek středního příjmu domácnosti v roce 2010.

Obrázek 4: Odhadované průměrné a mediánové odměny CEO 1993–2010 dle S&P



Zřejmou otázkou je, zda jsou tyto úrovně platů pro generální ředitele příznačné, nebo zda jsou pouze jedním z projevů rozšiřující se příjmové nerovnosti napříč řadou vysoce placených povolání. Kaplan tvrdí, že je to druhé. Zde je například graf znázorňující průměrnou mzdu horních 0,1 % distribuce příjmů ve srovnání s průměrnou mzdou generálního ředitele velké společnosti. Opět se říká, že platy generálních ředitelů v 90. letech skutečně vzrostly, ale podle tohoto měřítka plat generálního ředitele ve vztahu k horním 0,1 % je v roce 2008 zpět na úrovních běžných v 50. letech 20. století.

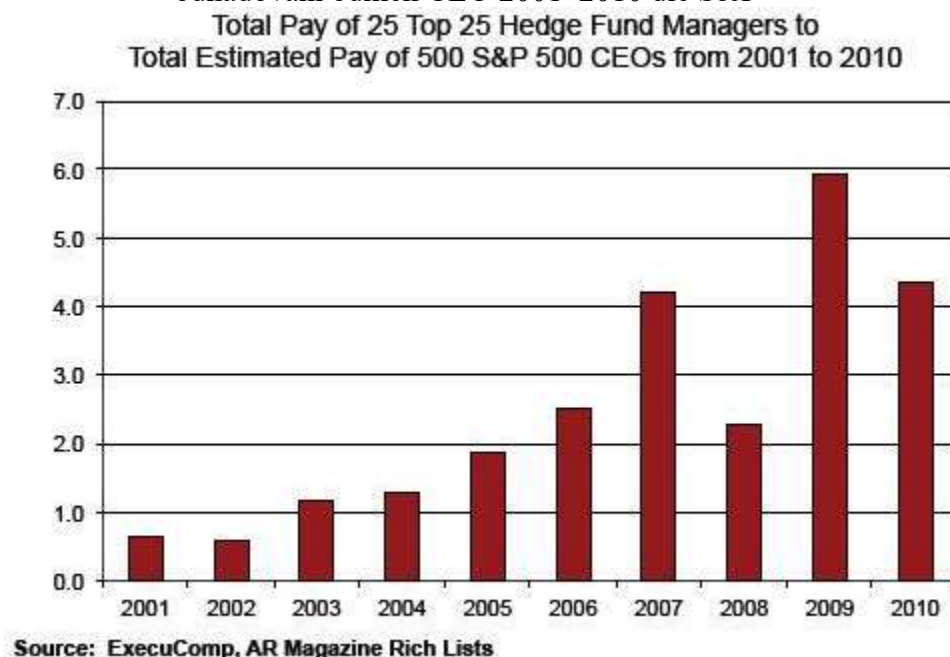
<sup>1</sup> Internetová horečka (internetová bublina) – období, kdy významně vzrostlo používání internetu, a tak došlo i k rozmachu internetových firem, které následně čekal propad.

Obrázek 5: Poměr průměrných odměn CEO k průměrným odměnám 0,1% vrcholového vedení 1936–2010



Kaplan také poukazuje na to, že platy těch, kteří jsou na špici v jiných vysoce placených povoláních, také dramaticky vzrostly, jako jsou právníci, sportovci a manažeři hedgeových fondů. Zde je číslo ukazující platy špičkových manažerů hedgeových fondů v poměru k platům generálních ředitelů v posledním desetiletí. Kaplan píše: „25 nejlepších manažerů hedgeových fondů jako skupina pravidelně vydělává více než všech 500 generálních ředitelů v indexu S&P 500. Jinými slovy, zatímco generální ředitelé veřejných společností jsou vysoce placeni, jiné skupiny s podobným zázemím a talenty si vedly přinejmenším stejně dobře. Pokud někdo používá důkazy o vyšším platu generálních ředitelů jako důkaz manažerské moci, musí také vysvětlit, proč ostatní profesní skupiny zaznamenaly podobný nebo dokonce vyšší růst mezd. Nejpravděpodobnější odpovědí je, že trh s talenty zaznamenal nárůst platů na vrcholových pozicích“.

Obrázek 6: Poměr celkových odměn 25 TOP hedge fondových manažerů k celkovému odhadování odměn CEO 2001–2010 dle S&P



Kaplan také shromažďuje důkazy o tom, že generální ředitelé společností s lepší výkonností na akciovém trhu mají tendenci být placeni více, než ti se špatným výkonem a zároveň ti, kteří pracují pro méně úspěšnou firmu na akciovém trhu, mají kratší kariéru.

Kaplan uvádí několik obzvláště přesvědčivých bodů: nárůst platů generálních ředitelů byl obzvláště extrémní během 90. let a od té doby méně (v závislosti na tom, jak to měří); a nárůst platů generálních ředitelů odráží nárůst nerovnosti v širším okruhu profesí. I když věřím argumentům, že funkční období může být pro moderního generálního ředitele kratší, zvláště pokud společnost nepodává dobrý výkon, je zřejmé, že většina bývalých generálních ředitelů ve svém příštím zaměstnání nesníží příliš hodně percentilů v rozdělení příjmů.

Ve svém článku Kaplan neusiluje o snahu objasnit proč platy na těch vyšších pozicích, včetně generálních ředitelů, tak dramaticky vzrostly. Zatímco poptávka po schopnostech a dovednostech je jistě součástí odpovědi, je pro mě těžké uvěřit, že tyto odměny za dovednosti tak prudce vzrostly v 90. letech – navíc shodou okolností – během boomu akciového trhu. Zdá se mi pravděpodobné, že důležitou roli hraje pro mnohé z těch, kteří jsou na samém vrcholu rozdělování příjmů – generální ředitelé, manažeři hedgeových fondů, právníci, sportovci a ostatní, také institucionální uspořádání.

Spousta dalších odborníků hledala odpovědi na otázku, proč kompenzace CEO společností z indexu S&P 500 vzrostly od roku 1993 do roku 2001 a propadly mezi roky 2001 až 2007 v porovnání s horními 10 % daňových poplatníků. Murphy (2012) zamítá pozitivní vztah mezi zvyšováním odměn růstem manažerské moci, a to kvůli řadě důvodů.

Neexistují důkazy, které by svědčily o tom, že představenstvo anebo jiný orgán s relevantní výší moci oslabila svou činnost v průběhu let, spíše to má opačnou tendenci. Dále největší podíl kompenzací plynul k CEO najímaným externě. Zřejmostí je, že tyto CEO byli najímáni na základě jednání s managementem společnosti, který v tu dobu nemohl být ovlivněn jejich mocí. Jako poslední důvod Murphy (2012) uvádí, že odměny CEO se zvýšily kvůli oživené konkurenci na trhu výkonných manažerů.

Ve dnešní době je kompenzace CEO srovnatelná, nebo dokonce i nižší v porovnání s důchody jiných vysoce placených skupin, než byla v 90. letech 20. 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. Na konci své práce přichází autor k závěru, že kompenzace jsou ovlivněny interakcí ekonomických a politických faktorů. Většina provedených výzkumů se v poslední době soustředí na teoretické přístupy a ignorují důležitý fakt, že společnosti především pouze reagují na legislativní změny, daňovou politiku, účetní pravidla a obecné politické a sociální změny.

## **3.5 Přehled literatury použité pro tvorbu modelu**

### **3.5.1 Odměna vedoucích pracovníků a výkon firmy**

Práce Leonarda Jonathana (1990) zkoumá platy vedoucích pracovníků a výkonnost firmy v letech 1981–1985. Vzorek se skládá z dat 439 velkých amerických firem. Výkonnost firmy je v článku měřena pomocí ROE. Článek zmiňuje turnajovou teorii, která uvádí, že rozdíly v platech nebo náhradách jsou přiměřené, protože absolutní rozdíly jsou rozumnější než rozdíly procentuální. Je důležité vytvořit lepší heterogenitu na vyšší úrovni řízení firmy. Autor objevuje vyšší pozitivní vztah mezi dlouhodobými kompenzačními balíčky a ROE než firmy bez těchto kompenzačních balíčků. Až do konce období vzorku se velké firmy dohodly na zavedení kompenzačních balíčků. Dnes je běžnější, že firmy přijímají pobídkové plány pro manažery než tomu bylo v 80. letech. Celkově jsou

kompenzační plány důležitou metodou pro motivaci manažerů ke zvýšení výkonnosti firmy.

Bebchuk a kol. (2011) ve své práci zkoumají, jak ovlivňuje finanční výkonnost firmy *CEO pay slice* (CPS). Konkrétněji zkoumají hodnotu, výkon a chování veřejných firem a důležitost generálního ředitele a dalších vedoucích pracovníků. Definice proměnné CPS je procento z celkové odměny pěti vedoucích pracovníků, které připadá generálnímu řediteli. Kompenzacemi mohou být platové bonusy, jiné roční platy, celková hodnota akcií udělených v daném roce, hodnota akciových opcí nebo dlouhodobé motivační plány. Používají data amerických firem mezi lety 1993 a 2004. Data zahrnují pozorování firem za rok 2011, firmy za rok 2015 a různé generální ředitele. Používají metodu panelové regrese ke stanovení vlivů CPS na finanční výkonnost firmy. Tobinovo Q je hlavním tržním měřítkem výkonnosti a dalším je návratnost aktiv (ROA), což je měřítko výkonnosti založené na účetnictví. CPS zahrnují celkovou kompenzaci v každém roce. Výsledky výzkumu jsou takové, že CPS je negativně spojena s hodnotou společnosti měřenou Tobinovým Q. Tak prestižní generální ředitelé snižují hodnotu společnosti. Bebhuk a kol. (2011) zjistili, že CPS negativně souvisí se ziskovostí, kterou měří ROA. Celkově dokument naznačuje, že příliš velká kompenzace způsobuje nižší ziskovost a nižší ocenění firmy měřené Tobinovým Q a ROA. Výzkum tedy uvádí, že korporace by si měla dávat pozor na vyplácení příliš vysokých odměn vedoucím pracovníkům.

Dalším výzkumem odměňování vedoucích pracovníků ve Spojeném království je článek Al-Najjara, Dinga a Hussaineyho (2016), kde se zvláště zaměřují na charakteristiky mzdového segmentu generálních ředitelů v letech 2003–2009. Studie je většinou srovnatelná s Bebhukem et al. (2011). Hlavním rozdílem oproti Bebhukovi a spol. (2011) jsou zjištění, která jsou na opačné straně. Zjišťují, že vyšší odměny mají pozitivní vztah s výkonností firmy, a to v případě omezení specifických charakteristik jednotlivých firem, účinků správy a řízení společnosti. Kromě toho zkoumali, že dualita generálních ředitelů a větší počet členů představenstva jsou spojeny negativně s velikostí odměn. Celkově studie vyvolává dojem, že odměňování vedoucích pracovníků závisí spíše na výkonných dovednostech než na autoritě a že velká odměna vedoucích pracovníků se může vyplácet.

Sun, Wei a Huang (2013) zkoumají odměňování generálních ředitelů a výkonnost firem na americkém trhu v oblasti pojištění majetku a odpovědnosti (P&L) v letech



2000–2006. Používají výkonnost firmy, jako nezávislou proměnnou. Závislé proměnné jsou peněžní kompenzace, motivační kompenzace a celková kompenzace. V prvním kroku výzkumu byl vytvořen model pro vyhodnocení efektivity výsledků. Ve druhém kroku byl použit model k porovnání úrovně a konstrukce odměn generálního ředitele a výkonnost na základě vzorku. Článek nachází pozitivní a významnou souvislost mezi efektivitou firmy a plnou odměnou generálního ředitele. Navíc efektivita celkových příjmů souvisí více s peněžní kompenzací generálního ředitele. Efektivita nákladů je častěji spojená s motivační kompenzací. Nezávislé proměnné nejsou spojeny s ROA, což je měření výkonnosti firmy v akademických pracích. Důvodem tomu by mohlo být prostředí P&L průmyslu. Výzkum naznačuje, že společnosti a tvůrci interních směrnic se zaměřují na vytváření optimálních kompenzačních balíčků, které inspirují generální ředitele k tomu, aby zvýšili bohatství akcionáře. Efektivita jako způsob měření byla vybrána z důvodu prostředí pojišťovnictví, kde vyřešení pojistných případů může trvat roky a jejich předpovědi jsou obtížné. V oblasti pojištění metodika je vhodnější než účetní a finanční ukazatele, protože umožňuje odhalit výsledek změn v exogenním prostředí, které nejsou pod kontrolou manažerů.

Ozkan Neslihanův dokument (2011) zkoumá odměňování generálních ředitelů a výkonnosti firem v Britských nefinančních firmách v období 1999–2005. Údaje zahrnují 390 firem, 2 304 roční firemní pozorování, která jsou ve formě panelových dat. Odměna generálního ředitele zahrnuje mzdové, bonusové a kapitálové složky. Celková náhrada je definována jako základní plat, peněžní bonus, akciové opce a dlouhodobé motivační plány. Empirická práce využívá OLS regresní model, kde se výkonnost firmy měří ziskem akcií, a Tobinovo Q se měří možnostmi růstu. Výsledek článku ukazuje pozitivní a významné souvislosti mezi úrovní peněžních odměn generálního ředitele a výkonnosti firmy. Přesněji řečeno, pomocí přirozených logaritmu peněžní kompenzace a celkové částky kompenzace jako závislé proměnné. Autor našel statisticky pozitivní významnou souvislost mezi peněžní kompenzací a ziskovostí akcií. Navíc, kompenzace ředitele celkem a výkon firmy jsou také pozitivně závislé, ale ne významně. Odměna generálního ředitele s možnostmi růstu nemají žádnou významnou souvislost. Dále, funkční období generálního ředitele souvisí s nižší „pay-for-performance“ citlivostí, což může poukazovat na závěr, že „Efekt opevnění generálního ředitele“ (když je ve firmě delší dobu) má vliv na snížení citlivosti na odměnu za výkon. Navíc podíl nevýkonných ředitelů v představenstvu není spojen s finanční odměnou generálního ředitele.

Khan a Vieto (2013) zkoumají souvislost mezi pohlavím generálního ředitele a výkonem firmy. Data se skládají z firem na americkém trhu (S&P 1500) od roku 1992 do roku 2004. Používají dvě sady nezávislých proměnných, kterými jsou finanční proměnné a proměnné řízení.

Proměnné řízení jsou například funkční období generálního ředitele a počet zasedání představenstva ve fiskálním roce. Obě tyto proměnné se při statistickém šetření používají v přirozených logaritmických formách. V práci bylo zjištěno, že společnosti s generálním ředitelem nemají ve srovnání s firmami, které mají generální ředitelku, dostatečný výkon. Khan a Vieto (2013) navíc ukazují, že firma, která je vedena generální ředitelkou, má tendenci být ziskovější (měřeno návratností aktiv). Navíc se zdá, že úroveň rizika společnosti je menší, když je generální ředitelkou žena. Studie však zkoumá podstupování rizika mezi pohlavími, ale data nejsou statisticky významná. Celkově Khan a Vieto (2013) nenalezli souvislost mezi odměnou generálního ředitele a ziskovostí firmy, kde byl jako závislá proměnná použit přirozený logaritmus celkové odměny generálního ředitele.

Fiordelisi a Ricci (2004) zkoumají podnikovou kulturu a fluktuaci generálních ředitelů mezi veřejně obchodovanými společnostmi v USA. Snaží se odhalit vliv firemní kultury na obrat generálních ředitelů a finanční výsledky firmy v období od 1992 až 2011. Jejich studie však odhaluje silnou negativní asociaci mezi výkonností a obratem generálních ředitelů. Kromě toho, odlišné firemní kultury mají odlišný vliv na pravděpodobnost změny jednatelů.

### **3.5.2 Řízení společnosti a finanční výkonnost (corporate governance)**

Huson, Parrino a Starks (2001) zjistili, že generální ředitel bude propouštěn kvůli důkazům sníženého výkonu, který se rozšířil. Zjistil, že výskyt povinné fluktuace generálních ředitelů se v období 1983 až 1994 zdvojnásobil, když to srovnávají s pravděpodobnostmi mezi lety 1971 až 1982.

Navíc Huson a kol. (2001) zjistili, že ve druhém výzkumném období, když byl nový generální ředitel jmenován po povinné změně generálního ředitele, nový výkonný ředitel byl pravděpodobněji přijat zvenčí firmy.

Gompers, Ishii a Metrick (2003) zkoumají asociaci indexu vládnutí s hodnotou firmy. Vyšší hodnota G-indexu vede k dobrému podnikovému řízení. Používají Tobinovo Q jako měřítko finanční výkonnosti. Nalézají pozitivní spojení mezi corporate governance

a hodnotou firmy. Přesněji řečeno, porovnávají firmy se slabými a silnými akcionářskými právy a zjišťují, že podstatná akcionářská práva vedou k pokročilemu ocenění firmy, růstu tržeb a nižším kapitálovým výdajům. V souladu s tím slabá akcionářská práva vedou k nižším ziskům, nižšímu růstu tržeb, vyšším kapitálovým nákladům a vyššímu množství podnikových akvizic. Rozdíl mezi slabým a silným akcionářským právem na výkon firmy je 8,5 % ročně. Vzestup indexu navíc souvisí s nižší hodnotou Tobinova Q. Tato částka se zvyšuje až do konce období vzorku a s tím souvisí nižší hodnota Tobinova Q.

## 4 Vlastní práce

Vlastní práce se pokouší odpovědět na otázku, zda jsou odměny vedoucích pracovníků ovlivněny výkonností firmy. Dokument omezuje odměny vedoucích pracovníků na generálního ředitele, který budí dojem vrcholového manažera firmy, a vliv, jaký má finanční výkonnost firmy na jeho odměnu. Výběr společností nebyl náhodný, ale řídil se určitými kritérii, které jsou popsány v kapitole „Cíl práce a metodika“. Na jejich základě byl zvolen vzorek sedmi společností, které patří mezi světové lídry v oboru výroby, distribuce a poskytování výrobků pro domácnost, zdravotnictví, osobní péči (péče o pleť, make-up i vůně). Konkrétně se jedná o společnosti The Procter & Gamble (P&G), Colgate-Palmolive Company (C&P), The Clorox Company (CLX), Inter Parfumes, Inc. (IPAR), Johnson & Johnson (J&J), Avon Products (Avon), The Estée Lauder Companies Inc. (EL).

### **The Procter & Gamble Company**

The Procter & Gamble Company, P&G, Procter & Gamble je americká nadnárodní společnost, jeden z lídrů na globálním trhu spotřebního zboží. Akcie společnosti jsou zahrnuty do výpočtu indexu Dow Jones Industrial Average. Společnost je na 34. místě v žebříčku Fortune 500 (2016). Má pobočky v 70 zemích, její produkty se prodávají ve 180 zemích.

Společnost byla založena v roce 1837 výrobcem svíček William Procterem a výrobcem mýdla James Gamblem. Již v roce 1859 dosáhly tržby společnosti 1 milion dolarů.

### **Významné události společnosti:**

V roce 2008 Procter & Gamble prodal svou kávovou dceřinou společnost Folgers za 3,3 miliardy dolarů jiné společnosti z Ohia, The J. M. Smucker Company. V roce 2012 byla výroba chipsů Pringles prodána společnosti Kellogg's za 2,7 miliardy dolarů.

V dubnu 2011 udělil evropský úřad pro hospodářskou soutěž společnosti pokutu ve výši 211,1 milionu eur za cenovou smlouvu se společností Unilever o cenách pracích prášků. Cenově-monopolní tajná dohoda zahrnující Belgie, Francii, Německo, Řecko, Itálii, Portugalsko, Španělsko a Nizozemsko podle regulačního úřadu trvala od roku 2002 do

roku 2005. Společnost Henkel byla rovněž zapojena do spiknutí, ale byla osvobozena od pokuty za pomoc při vyšetřování.

V srpnu 2014 P&G oznámila svůj záměr prodat nebo vyřadit až 60 % svých značek. V únoru 2016 byl dokončen proces prodeje Duracell společnosti Berkshire Hathaway. V říjnu 2016 P&G prodala 43 kosmetických značek společnosti Coty za 11,4 miliardy dolarů.

### **Struktura společnosti:**

Od roku 2017 patří 61 % akcií společnosti institucionálním investorům, jejich největším držitelům: The Vanguard Group, BlackRock, State Street Corporation.

V představenstvu společnosti je 13 lidí. Rada se skládá ze čtyř výborů:

- výbor pro audit se zabývá hodnocením rizik, kontrolou účetního výkaznictví, plní funkce interního auditu;
- výbor pro Governance a Corporate Responsibility se zabývá obecnými principy corporate governance a vypracovává doporučení pro společenskou odpovědnost podniků;
- výbor pro odměňování a rozvoj odpovídá za politiku odměňování a odpovídá také za rozvoj a hodnocení vrcholových manažerů P&G;
- komise pro inovace a technologie rozvíjí přístup společnosti k technickým a komerčním inovacím.

Od roku 2016 zastává funkce předsedy představenstva, generálního ředitele (CEO) a prezidenta společnosti David Taylor, který je ve společnosti od roku 1980 (Procter & Gamble, 2021).

### **Colgate-Palmolive Company**

Colgate-Palmolive Company (NYSE: CL) je globální společnost, která vyrábí produkty, jako jsou mýdla, výrobky pro ústní hygienu, zubní pasty a kartáčky, krmivo pro domácí zvířata a chemikálie pro domácnost.

Společnost William Colgate & Company byla založena v roce 1806 britským přistěhovalcem William Colgatem na Dutch Street na Manhattanu v New Yorku. Od té doby několikrát změnila svůj název. Od roku 1953 nese název Colgate-Palmolive Company.

Colgate-Palmolive Corporation je v současné době transkontinentální společností v hodnotě 13 miliard USD a prodává ústní péči, péči o tělo, domácí chemikálie a krmivo pro domácí mazlíčky. Colgate-Palmolive má dceřiné společnosti a pobočky ve více než 200 zemích po celém světě a vlastní práva na špičkové značky, jako jsou Colgate, Palmolive, Mennen, Lady Speed Stick, Softsoap, Protex, Sorriso, Kolynos, Ajax, Axion, Soupline, Suavitel a Fab. a také krmivo pro domácí zvířata: Hill's.

### **Konkurence s P&G**

Colgate-Palmolive již dlouho konkuruje společnosti Procter & Gamble (P&G). Společnost P&G představila svůj prací prostředek Tide krátce po druhé světové válce a tisíce spotřebitelů se obrátili od mýdel Colgate k novému produktu. Společnost Colgate ztratila své místo číslo jedna na trhu zubních past, když P&G přidala do své zubní pasty fluor (Colgate od té doby znovu získal prodejní pozici #1).

Společnost se v roce 2018 umístila na 184. místě v žebříčku Fortune 500 největších amerických korporací podle tržeb. V roce 2021 se společnost umístila na 15. místě v seznamu nejdůvěryhodnějších značek společnosti Morning Consult.

Dnes má Colgate četné dceřiné organizace pokrývající 200 zemí, ale je veřejně kótována ve třech, ve Spojených státech, Indii a Pákistánu (Colgate-Palmolive, 2020).

### **The Clorox Company**

The Clorox Company (dříve Clorox Chemical Company) je americká společnost, globální výrobce spotřebních a profesionálních produktů. Produkty Clorox se prodávají především prostřednictvím maloobchodních prodejen, kanálů elektronického obchodu, distributorů a poskytovatelů zdravotní péče.

Společnost Electro-Alkaline Company byla založena 3. května 1913 jako první komerční výrobce tekutého bělidla ve Spojených státech. Název jeho původního produktu, Clorox, se skládá z názvů jeho dvou hlavních složek: chlóru a hydroxidu sodného.

28. května 1928 společnost vstoupila na burzu v San Franciscu a změnila svůj název na Clorox Chemical Company.

Bělidlo bylo cenným produktem první pomoci pro americkou armádu během druhé světové války a vláda přinutila mnoho výrobců bělidel snížit koncentraci chlornanu

sodného ve svých produktech. Společnost Clorox se však rozhodla prodat méně jednotek bělidla, čímž si vybudovala pověst kvality.

V roce 2002 vstoupil Clorox do společného byznysu s Procter & Gamble s cílem vytvořit pytle na potraviny a odpadky, obaly na potraviny a nádoby pod názvy Glad, GladWare a souvisejícími ochrannými známkami. V rámci této dohody prodal Clorox 10 % podíl v produktech Glad společnosti P&G, který se v roce 2005 zvýšil na 20 %.

V roce 2019 se Clorox umístil na 7. místě v Barronově seznamu „100 nejvíce udržitelných amerických společností“.

### **Inter Parfums, Inc.**

Inter Parfums, Inc., dříve známá jako Jean Philippe Fragrances, je výrobcem a distributorem vůní a kosmetiky se sídlem v New Yorku. Značka společnosti a licencované řady designérských vůní, včetně Burberry, Lanvin a S.T. Společnost vyrábí také tzv. alternativní nebo „knockoff“ vůně (imitace drahých designových vůní) v parfémové podobě, dále v pleťových krémech, tělových sprejích a deodorantech. Ty se prodávají za nízké ceny prostřednictvím masových obchodníků, supermarketů a drogerií. V podstatě všechny produkty Inter Parfums jsou vyráběny ve Spojených státech nebo ve Francii. V roce 2005 společnost přidala novou řadu specializovaných maloobchodních obchodů a souhlasila s výrobou podpisových vůní pro obchody Gap a Banana Republic.

Tři roky po založení společnost vstoupila na burzu (Inter Parfums, Inc., ©2019).

### **Johnson & Johnson**

Johnson & Johnson (J&J) je americká nadnárodní společnost založená v roce 1886, která vyvíjí lékařské přístroje, léčiva a spotřební zboží. Její kmenové akcie jsou součástí indexu Dow Jones Industrial Average a společnost je zařazena na č. 36 na žebříčku Fortune 500 z roku 2021 největších amerických korporací podle celkových příjmů. Johnson & Johnson je jednou z nejhodnotnějších společností na světě a je jednou z pouhých dvou společností se sídlem v USA, která má hlavní úvěrový rating AAA, vyšší, než má vláda Spojených států.

Johnson & Johnson má sídlo v New Brunswick, New Jersey. Korporace zahrnuje přibližně 250 dceřiných společností s působností v 60 zemích a produkty prodávané ve více než 175 zemích. Společnost Johnson & Johnson měla v kalendářním roce 2020 celosvětové tržby ve výši 82,6 miliardy dolarů. Značky Johnson & Johnson zahrnují řadu

známých léků a potřeb první pomoci. Mezi její známé spotřebitelské výrobky patří řada bandáží Band-Aid Brand, léky Tylenol, výrobky Johnson's Baby, výrobky pro pleť a krásu Neutrogena, čisticí prostředky na obličej Clean & Clear a kontaktní čočky Acuvue. Farmaceutickou pobočkou Johnson & Johnson je Janssen Pharmaceuticals.

Společnost v listopadu 2021 oznámila, že se rozdělí na dvě veřejně obchodované společnosti: jednu zaměřenou na spotřební zboží a druhou na léčiva.

Společnost byla založena v roce 1886 třemi bratry, Robert Wood Johnsonem, James Wood Johnsonem a Edward Mead Johnsonem. Zpočátku se bratři zabývali výrobou obvazů a náplastí. Od roku 1893 se firma zabývá také výrobou dětského pudru. Účinné metody sterilizace obvazů párou a horkým vzduchem společnosti Johnson & Johnson přispěly k rychlému růstu popularity produktu a v roce 1916 byla koupena textilní společnost Chicopee Manufacturing Corporation, aby poskytla suroviny.

### **Současné vedení**

Alex Gorsky (narozen 24. května 1960) je od roku 2012 předsedou představenstva a generálním ředitelem. V Janssen Pharmaceutica působil od roku 1988, v roce 2001 dosáhl pozice prezidenta této složky Johnson & Johnson. V roce 2004 přešel do Novartis Pharmaceuticals Corporation, ale v roce 2008 se vrátil do Johnson & Johnson a převzal pozici vedoucího společnosti.

V roce 2011 J&J urovnala soudní spory zahájené americkou komisí pro cenné papíry a burzy v rámci zákona o zahraničních korupčních praktikách a zaplatila přibližně 70 milionů USD jako pokuty. Zaměstnanci J&J poskytovali provize a úplatky lékařům v Řecku, Polsku a Rumunsku, aby získali obchodní smlouvy. J&J plně spolupracovala při vyšetřování, jakmile problémy vyšly najevo.

V srpnu 2019 soud v Oklahomě uznal Johnson & Johnson vinným ze způsobení opiátové epidemie ve Spojených státech a společnosti udělil pokutu 572 milionů dolarů. Akcie Johnson & Johnson po vynesení rozsudku vzrostly o 5 %, protože žaloba generálního prokurátora činila 17 miliard USD. Mezi lety 1999 a 2017 zemřelo ve Spojených státech téměř 400 000 lidí na předávkování léky proti bolesti na bázi opiátů. Johnson & Johnson a další farmaceutické společnosti aktivně propagovaly opiáty (Johnson & Johnson, 2021).

### **Avon Products, Inc.**



Avon Products je kosmetická společnost, která se snaží následovat model přímého prodeje. Avon Products, Inc. vyrábí kosmetické produkty, včetně péče o pleť, vůní a barevné kosmetiky. Kromě toho se pod značkou Avon distribuují domácí zboží a módní doplňky: šperky, hodinky, boty, nádobí, suvenýry, dětské zboží a potraviny (toto odvětví tvoří zhruba čtvrtinu tržeb). Hlavním prodejním regionem je Jižní Amerika, stejně jako Evropa, Střední východ a Afrika, Severní Amerika a asijsko-pacifický region. Celkem společnost provozuje obchodní operace v 57 zemích, kromě toho jsou produkty distribuovány v dalších 18 zemích.

Nejstarší kosmetickou společností ve Spojených státech založil v roce 1886 v New Yorku David McConnell pod názvem The California Perfume Company. Obchodní partner a předchozí zaměstnavatel McConnella Snyder (angl. C. L. Snyder), který tehdy žil v Kalifornii, to navrhl kvůli hojnosti květin v tamním regionu. Nápad jít do parfémového byznysu dostal David McConnell, když prodával knihy. Aby zaujal potenciální kupce, začal jim nabízet parfémy. Brzy si uvědomil, že malé lahvičky zajímají jeho klienty ještě víc než moderní romány. Prvními produkty společnosti byly parfémy – pět jednoduchých vůní: fialka, hyacint, heliotrop, konvalinka a bílá růže.

V květnu 2012 se parfémová společnost Coty pokusila koupit Avon za 10 miliard USD (24,75 USD za akcii), ale představenstvo tuto nabídku odmítlo a o několik týdnů později jmenovalo novou výkonnou ředitelku Sherilyn McCoy. Ta dříve pracovala 30 let pro Johnson & Johnson a vypracovala se z inženýrky na viceprezidentku; v roce 2011 se umístila na 10. místě v žebříčku nejvlivnějších žen podle časopisu Fortune.

V říjnu 2013 společnost Avon oznámila uzavření své téměř 50 let staré kanceláře Avon ve Francii se 120 zaměstnanci a 11 000 zástupci.

V květnu 2019 bylo oznámeno, že americká společnost bude prodána brazilské společnosti Natura Cosméticos, která také vlastní The Body Shop. Hlavním důvodem obchodu byla chybná rozhodnutí vedení Avonu rozšířit formát prodeje a přejít na „in-store“. V důsledku vzniklých ztrát byla společnost nucena propustit více než 2 000 zaměstnanců, aby optimalizovala náklady. Částka transakce byla více než 2 miliardy amerických dolarů (Avon, 2021).

## **Estée Lauder Companies Inc.**

Estée Lauder Companies Inc. je americká společnost specializující se na výrobu a prodej prestižních produktů péče o pleť, barevné kosmetiky a parfémů a produktů pro péči o vlasy. Společnost vlastní široké portfolio značek, jejichž produkty jsou distribuovány prostřednictvím maloobchodních a e-commerce kanálů. Sídlo společnosti se nachází v New Yorku.

Budoucí zakladatelka značky Estée Lauder, Josephine Esther Mentzer, se narodila východoevropským rodičům v roce 1906 v New Yorku. Jako teenager pomáhala svému strýci, chemikovi Johnu Shotzovi – jeho společnost New Way Laboratories vyráběla a prodávala krémy, pleťové vody, tvářenky, parfémy. Esther fascinovaně sledovala, jak její strýc vytváří své produkty. Také ji naučil, jak si čistit a masírovat obličej. Po absolvování střední školy se Esther plně zaměřila na podnikání svého strýce.

Společnost začala v roce 1946, kdy Estée Lauder a její manžel Joseph Lauder začali vyrábět kosmetiku v New Yorku. Nejprve měli pouze čtyři produkty: čistící olej, pleťové mléko, super bohatý univerzální krém a krémový balíček. O dva roky později, v roce 1948, založili svůj první účet obchodního domu u Saks Fifth Avenue na Manhattanu.

V roce 1964 představili řadu vůní a produktů pro péči o muže, pojmenovanou po exotickém tureckém koření původně používaném jako afrodisiakum. V roce 1967 byla sama Estée Lauder jmenována obchodními a finančními redaktory jednou z deseti vynikajících žen v podnikání ve Spojených státech. Následovalo ocenění Spirit of Achievement Award od Albert Einstein College of Medicine na Yeshiva University v roce 1968. V tomto roce společnost znovu expandovala a otevřela Clinique, pod vedením dermatologa (Dr. Norman Orentreich), který se zabývá alergií.

V roce 1981 byly produkty společnosti k dispozici v Sovětském svazu.

V reakci na pandemii covidu-19 oznámily společnosti Estée Lauder 20. srpna 2020 snížení své pracovní síly o 1 500 až 2 000 zaměstnanců po celém světě, tedy asi o 3 procenta z celkového počtu zaměstnanců. Většina snížení se týká podpůrných pracovníků a zaměstnanců prodejen. Společnost také oznámila, že zavře přibližně 10 až 15 procent svých obchodů, kosmetické pulty v obchodech a zaměří se více na digitální operace (The Estée Lauder Companies, 2021).

Zvolené společnosti byly zkoumány v průběhu jedenácti let. Časová řada začíná rokem 2010 a končí rokem 2020. Novější data nebyla v době jejich sběru a následné analýzy dostupná.

#### 4.1 Specifikace modelu

Na základě poznatků získaných v teoretické části této práce a s ohledem na dostupnost dat byla provedena specifikace ekonometrického modelu následujícím způsobem. Vysvětlovanou proměnnou v modelu bude roční odměna manažera (součet ročních fixních a variabilních odměn). Fixní odměnou se rozumí roční základní mzda, variabilní odměna – roční bonus, vyplacený na základě výkonů. Tato odměna jako celek bude vysvětlována proměnnými, které lze rozdělit do tří kategorií:

- 1) **Faktory, které souvisí se společností jako takovou:** zisk na jednu akcii, celková aktiva společnosti, návratnost celkového kapitálu ( $ROA = EBIT / \text{Suma aktiv}$ ), zisk společnosti.
- 2) **Faktory související s vlastnostmi manažera:** počet let působení manažera ve firmě a pohlaví manažera.
- 3) **Faktor související s růstem mezd v čase:** odměna manažera stejné společnosti v minulém roce.

Tabulka č. 3: Deklarace proměnných

Proměnná	Jednotky	Zkráceně
Součet ročních fixních a variabilních odměn manažera	tis. USD	SUMs
Roční zisk na jednu akcii společnosti	USD	EPS
Celková aktiva společnosti	tis. USD	Assets
Návratnost celkového kapitálu	(%)	ROA
Zisk společnosti	tis. USD	Net_inc
Počet let působení manažera ve společnosti	roky	Years_in
Pohlaví manažera (1 = žena, 0 = muž)	dummy	Gend
Součet ročních fixních a variabilních odměn manažera v min. roce	USD	SUMs_1

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Ekonomický zápis modelu:**

$$\text{SUMS}_{it} = f(\text{EPS}_{it}; \text{Assets}_{it}; \text{ROA}_{it}; \text{Net\_inc}_{it}; \text{Years\_in}_{it}; \text{Gend}_{it}; \text{SUMS}_{i(t-1)})$$

### **Ekonometrický zápis modelu v lineární podobě:**

$$\text{SUMS}_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 \text{EPS}_{it} + \gamma_3 \text{Assets}_{it} + \gamma_4 \text{ROA}_{it} + \gamma_5 \text{Net\_inc}_{it} + \gamma_6 \text{Years\_in}_{it} + \gamma_7 \text{Gend}_{it} + \gamma_8 \text{SUMS}_{i(t-1)} + u_t$$

### **Hypotézy o směru odhadovaných parametrů:**

Na základě literatury, použité jako teoretická základna, byly zformulovány následující hypotézy:

- U společnosti s vyššími zisky na jednu akcii lze předpokládat i vyšší odměny manažerů. Důvodem by mohla být ochota vlastníků – akcionářů společnosti odměnit manažery za efektivní spravování jejich majetku. Plán odměn je vnímán jako jeden z nástrojů sladění zájmů zástupce a zastupovaného – manažer-vlastník.

Toto potvrdil i Ozkan (2011). Návratnost celkového kapitálu (ROA), tedy výkonnost (ziskovost) podniků – jak podniky hospodaří se svými aktivy.  $\text{ROA} = \text{EBIT}/\text{Aktiva}$ . Tady by se dala předpokládat kombinace vlivů vyššího zisku a aktiv společnosti, tj. u zisku – přímo úměrnou závislost, u aktiv – nejistota směru, a tak jsou pravděpodobné obě varianty směru závislosti.

Bebchuk a kol. (2011) našel negativní vztah mezi kompenzací a ziskovostí, která se v této práci měří pomocí ROA.

Článek Al-Najjara, Dinga a Hussaineyho (2016) je srovnatelný s Bebhukem et al. (2011). Hlavní rozdíl oproti Bebhukovi a spol. (2011) jsou zjištění, která jsou na opačné straně. Zjišťují, že vyšší odměny mají pozitivní vztah s výkonností firmy.

- Zisk společnosti bývá mimo jiné často měřítkem výkonnosti manažera, a proto lze očekávat, že hlavně variabilní složka odměn manažerů bude přímo úměrně závislá na zisku společnosti.
- S vyšším počtem let působení manažera ve společnosti se dá předpokládat, že odměna manažera bude vyšší, protože se stává zkušenější.

To potvrzuje i výzkum Fiordelisiho a Ricciho (2004), jenž se zaměřuje na podnikovou kulturu a fluktuaci generálních ředitelů mezi veřejně obchodovanými společnostmi v USA. Jejich studie však odhaluje silnou negativní asociaci mezi výkonností a obratem generálních ředitelů.

Výzkum Ozkan Neslihana taktéž prokazuje pozitivní vztah s tím rozdílem, že „Efekt opevnění generálního ředitele“ (situace, když je ve firmě delší dobu) má vliv na snížení citlivosti na odměnu za výkon.

- V případě manažera ženy se předpokládá nižší odměna manažera, protože je to jedna ze skutečností, se kterými dnešní vyspělá společnost bojuje.

Khan a Vieto (2013) ale ukazují, že firma, která je vedená generální ředitelkou, má tendenci být ziskovější (měřeno návratností aktiv). Navíc se zdá, že úroveň rizika společnosti je menší, když je generální ředitelkou žena.

- Dlouhodobě dochází k růstu mezd napříč všemi obory, proto v případě tzv. setrvačnosti bude použita zpožděná vysvětlovaná proměnná a kladný parametr by tuto hypotézu potvrdil.

## 4.2 Elementární analýza datové základny

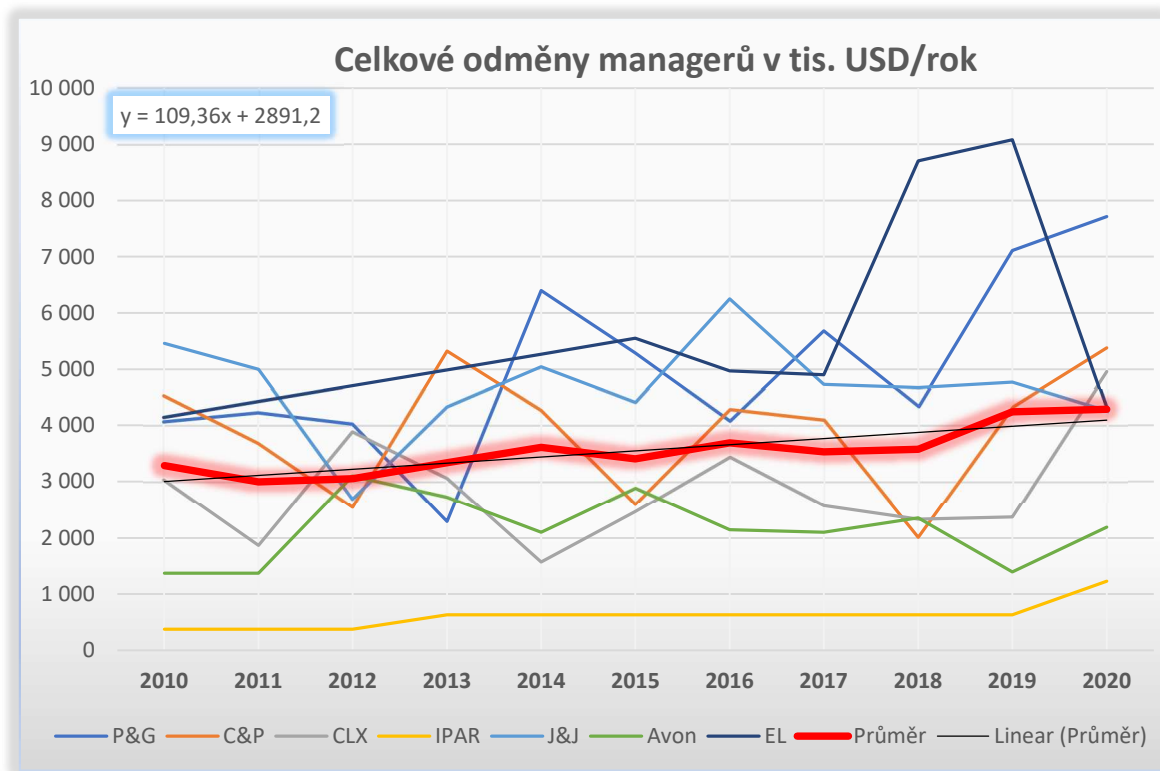
Pro účely odhadu parametrů ekonometrického modelu byla pořízena data sedmi významných společností za období 2010 až 2020 (celkem 11 let), čímž lze datovou základnu klasifikovat jako panelovou. A s tím souvisí i způsob prezentace dat v této práci. Prezentace elementárních charakteristik časových řad pro každou společnost by byla obsáhlá a zbytečně by tuto práci zahlcovala informačním šumem, protože by se jednalo o popis celkem 77 časových řad. Z tohoto důvodu byla provedena pouze elementární analýza průměrů sedmi časových řad pro jednotlivé společnosti. V následujících grafech jsou tedy společně znázorněny časové řady za jednotlivé společnosti a hlavně také průměrné hodnoty, které jsou zvýrazněné tučně červenou spojnicí doplněnou o zářivost.

### **Odměny manažerů:**

Jak již bylo zmíněno, jedná se o součet fixní a variabilní složky odměny v USD, je to vysvětlovaná proměnná ekonometrického modelu. V následujícím grafu je vidět, že v průměru odměny manažerů skutečně rostou, stejně jako mzdy po celém světě. Z grafu je

možné si všimnout, že ve sledovaném období došlo k navýšení průměrných odměn ze zhruba 3 mil USD/rok na 4 mil USD/rok, což představuje nárůst o cca třetinu za pouhých jedenáct let. Podle parametru sklonu lineární trendové funkce lze říci, že průměrný meziroční přírůstek ve sledovaném období byl 109,36 tis. USD.

Graf č. 2: Celkové odměny manažerů v tis. USD/rok



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 4: Celkové odměny manažerů v tis. USD/rok

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	5 022	3 917	2 873	616	4 694	2 161	5 548
<b>Max</b>	7 715	5 385	4 959	1 230	6 253	3 110	9 084
<b>Min</b>	2 297	2 015	1 575	380	2 695	1 375	4 148
<b>Sm. odch./prům.</b>	30,2	26,9	32,0	36,1	17,7	26,6	29,3

Zdroj: Vlastní zpracování

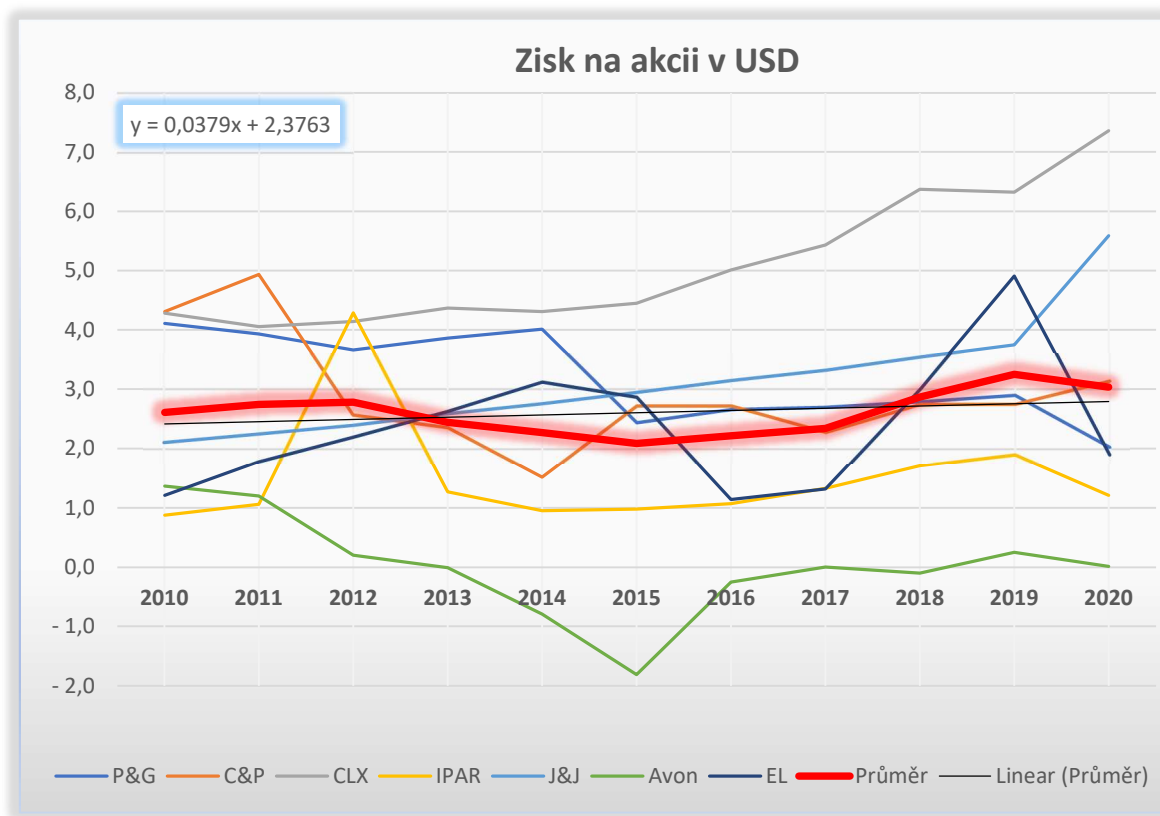
Dále je možné si nejen z grafu, ale i z doprovodné tabulky, všimnout, že z hlediska odměn se nejlépe mají manažeři ve společnosti EL, kde jejich průměrná mzda ve sledovaném období činila 5 548 tis. USD/rok a nejhůř na tom byly manažeři společnosti IPAR s odměnou 616 tis. USD/rok. Tyto společnosti rovněž obsadily extrémní hodnoty.

Na základě vypočtené směrodatné odchylky, která byla relativně vztažena k průměrné odměně je vidět, že nejstabilnější odměny byly u společnosti J&J a nejhůře z hlediska stability odměny dopadla společnost IPAR.

### Zisk na akcii:

U zisku na akcii je možné si všimnout, že ve sledovaném období v průměru docházelo k růstu meziročně o 0,0379 procentního bodu, což je docela očekávaná situace, protože při diverzifikaci akciového portfolia a dostatečně dlouhém období se jedná o vcelku normální jev. Důvodem je nejspíše globální růst cenové hladiny.

Graf č. 3: Zisk na akcii v USD



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 5: Zisk na akcii v USD

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	3,2	2,9	5,1	1,5	3,1	0,01	2,4
<b>Max</b>	4,1	4,9	7,4	4,3	5,6	1,4	4,9
<b>Min</b>	2,0	1,5	4,1	0,9	2,1	-1,8	1,1
<b>Sm. odch./prům.</b>	22,0	31,0	21,0	61,4	29,6	12 881,8	44,6

Zdroj: Vlastní zpracování

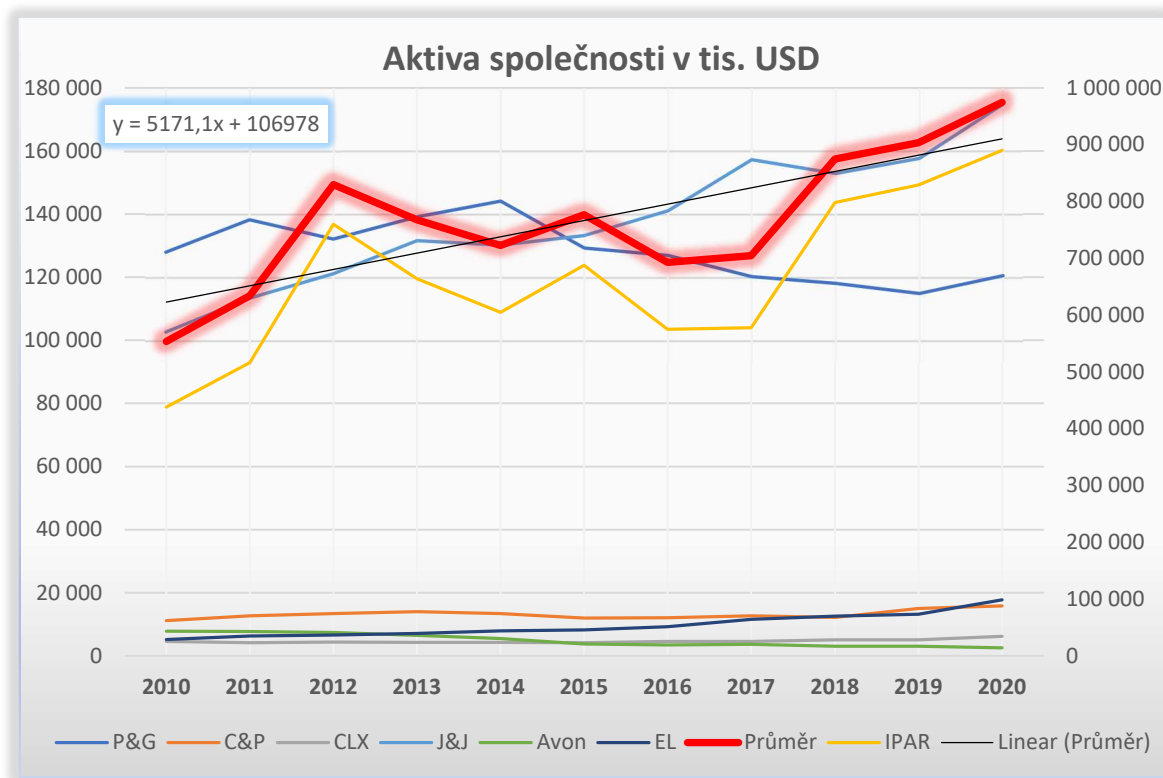
Dále je rovněž možné si nejen z grafu, ale i z doprovodné tabulky, všimnout, že z hlediska zisku na akcii je na tom nejlépe společnost CLX, kde jejich průměrný zisk ve sledovaném období činil 5,1 USD/akcie a nejhůř na tom byla společnost Avon se ziskem 0,01 USD/akcie. Tyto společnosti rovněž obsadily extrémní hodnoty a společnost Avon se občas dařilo dosahovat i záporného zisku na akcii. Na základě vypočtené směrodatné odchylky, která byla relativně vztažena k průměrné odměně je vidět, že nejstabilnější vývoj zisku na akci měla společnost CLX a nejhůře dopadla společnost Avon (u této společnosti je tento podíl extrémní z důvodu velice malé hodnoty průměru).

#### **Aktiva společnosti:**

Společnosti jsou různě velké a také jejich aktiva se pohybují v poněkud dost rozdílných řádech, proto bylo dost problematické zachytit vše do jednoho grafu. Například aktiva společnosti IPAR jsou tak vysoká, že si situace vyžádala pro tuto společnost vedlejší osu na grafu, kterou lze spatřit na pravé straně. I přes tato úsilí zůstaly čtyři společnosti velice nízko na grafu, protože mají relativně malá aktiva. Průměrný meziroční přírůstek aktiv je podle sklonu lineární trendové funkce sice 5 171,1 tis. USD, ale tento výsledek je třeba chápat s rezervou, protože se na tom nejvíce podílí společnost IPAR, což dokazuje i relativně podobný průběh spojnice průměru se spojnicí aktiv společnosti IPAR.



Graf č. 4: Aktiva společnosti v tis. USD



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 6: Aktiva společnosti v tis. USD

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	128 495	13 137	4 662	667 225	137 955	4 956	9 598
<b>Max</b>	144 266	15 920	6 213	890 145	174 894	7 874	17 781
<b>Min</b>	115 095	11 163	4 163	438 105	102 908	2 564	5 177
<b>Sm. odch./prům.</b>	7,0	10,2	12,4	20,1	14,8	39,9	37,6

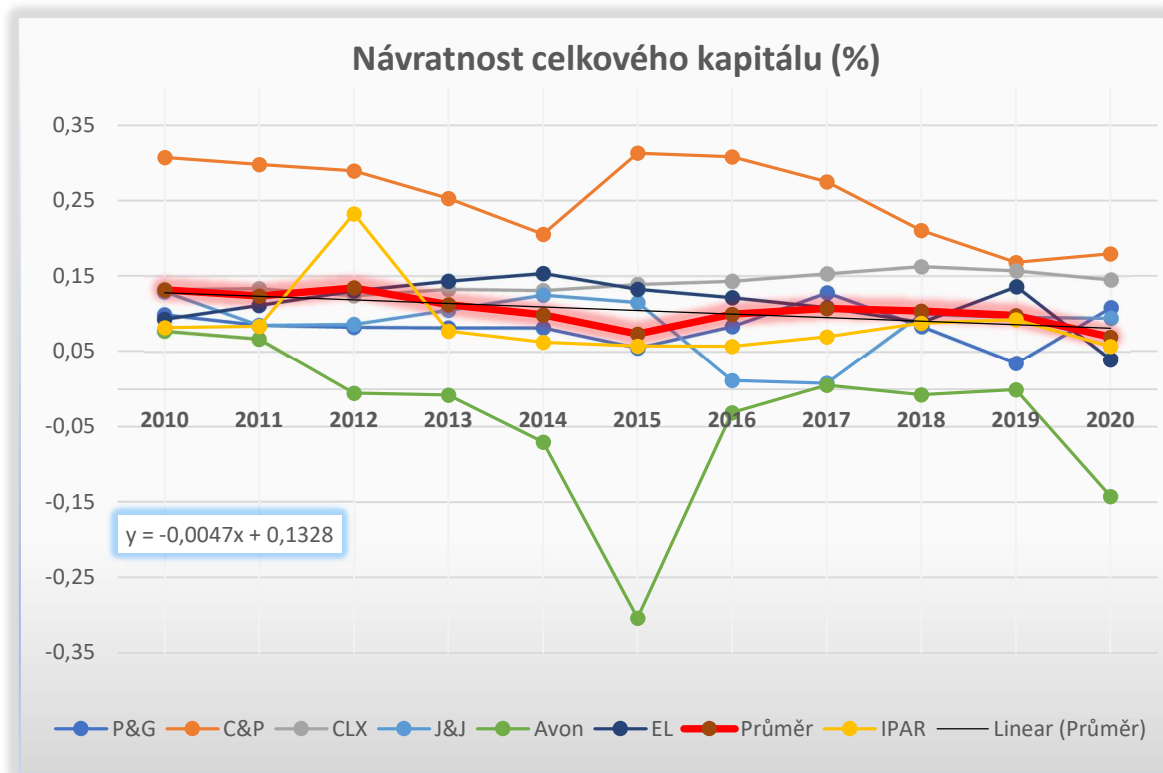
Zdroj: Vlastní zpracování

Ve výsledku v daném období společnost IPAR měla nejvyšší průměr 667 225 tis. USD i nejvyšší maximální hodnotu co se aktiv týče. Nejmenší průměrná aktiva byla zaznamenána u společnosti CLX s hodnotou 4 662 tis. USD a úplně minimální hodnota aktiv byla zaznamenána u společnosti Avon na úrovni 2 564 tis. USD. Z hlediska stability aktiv na tom byla nejlépe společnost P&G a nejhůře dopadla společnost Avon, kde podíl směrodatné odchylky na průměrné aktivum dosahoval hodnoty 39,9.

### Návratnost celkového kapitálu (ROA):

Situace v následujícím grafu je poněkud překvapivá, protože podle sklonu lineární trendové funkce to vypadá, že za sledované období měly zvolené společnosti v průměru záporný meziroční přírůstek ukazatele ROA, a to na úrovni -0,47 procentního bodu. Jediná společnost, které se tomuto trendu podařilo vyhnout je společnost CLX.

Graf č. 5: Návratnost celkového kapitálu (%)



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 7: Návratnost celkového kapitálu (%)

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	0,08	0,26	0,14	0,09	0,09	-0,04	0,11
<b>Max</b>	0,13	0,31	0,16	0,23	0,13	0,08	0,15
<b>Min</b>	0,03	0,17	0,12	0,06	0,01	-0,30	0,04
<b>Sm. odch./prům.</b>	28,0	20,5	8,2	55,2	44,6	266,3*	26,7

Zdroj: Vlastní zpracování

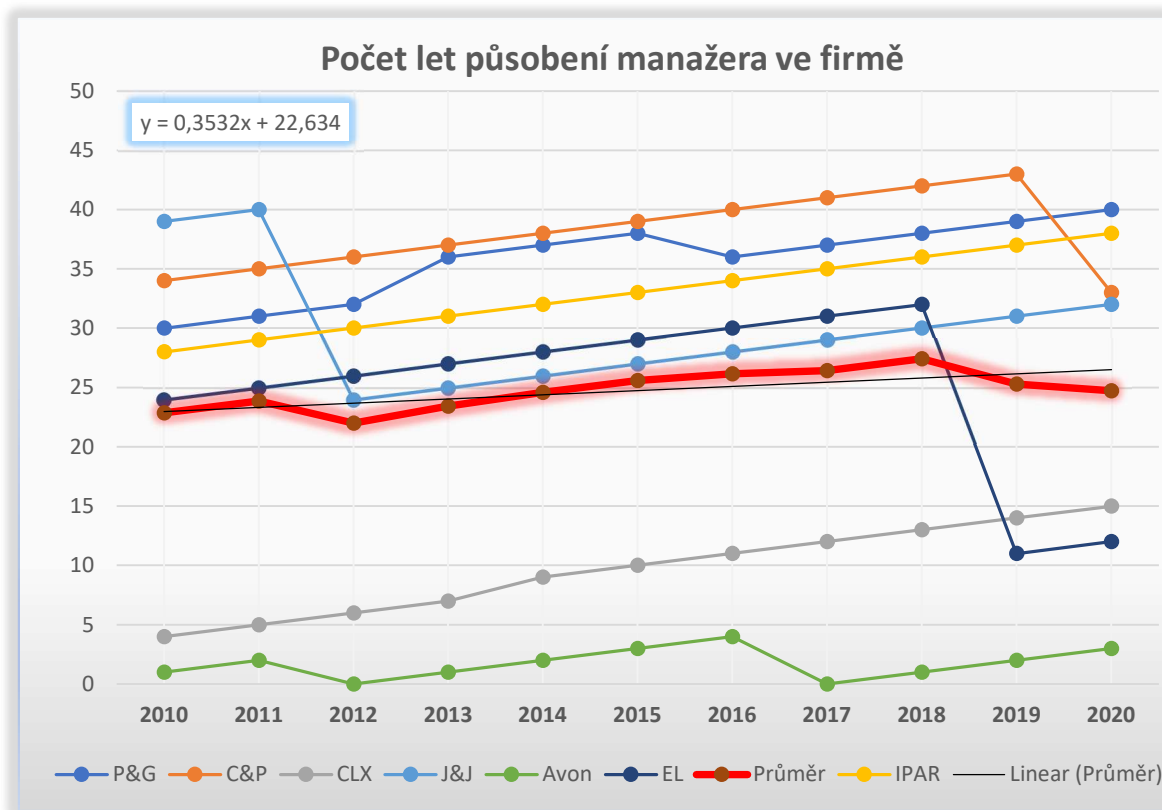
\*Pro smysluplné vyhodnocení stability vlastního kapitálu u společnosti Avon bylo potřeba podíl směrodatné odchylky na průměru vyjádřit v absolutní hodnotě.

Nejvyšší průměrné návratnosti celkového kapitálu za sledované období dosáhla společnost C&P s hodnotou 0,26 a nejnižší společnost Avon, u které byla průměrná návratnost celkového kapitálu dokonce záporná na úrovni -0,04. Obě společnosti rovněž obsadili příčky extrémních hodnot, společnost C&P s hodnotou 0,31 a společnost Avon s hodnotou -0,3. U společnosti Avon lze rovněž spatřit nejvyšší podíl směrodatné odchylky na průměrné hodnotě, což svědčí o nejméně stabilní situaci z hlediska návratnosti celkového kapitálu. Nejstabilnější průběh návratnosti vlastního kapitálu byl zaznamenán u společnosti CLX.

#### **Počet let působení manažera ve firmě:**

U většiny společností jsou manažeři nejspíš z řad dlouhodobých zaměstnanců, protože kromě společností CLX, Avon a po roce 2019 i společnosti EL, působí ve firmě 24 a více let. Co se trendu týče, tak lze říci, že s každým dalším rokem se průměrný počet let působení manažera ve firmě zvyšuje o 0,35 let. Docela zajímavá situace je u společnosti Avon, kde to vypadá, že tam za sledované období nepůsobil žádný manažer, který by ve společnosti působil déle než 5 let. Naproti tomu u společnosti IPAR nedošlo za celou dobu ke změně manažera.

Graf č. 6: Počet let působení manažera ve firmě



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 8: Počet let působení manažera ve firmě

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	35,82	38,00	9,64	33,00	30,09	1,73	25,00
<b>Max</b>	40,00	43,00	15,00	38,00	40,00	4,00	32,00
<b>Min</b>	30,00	33,00	4,00	28,00	24,00	0,00	11,00
<b>Sm. odch./prům.</b>	8,9	8,3	37,1	9,6	16,7	70,2	27,1

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska popisných charakteristik délky působení manažera ve společnosti jsou nejzajímavější společnosti C&P a Avon, protože si mezi sebou rozdělily extrémní hodnoty. V průměru nejdéle působící manažery ve firmě měla společnost C&P, u níž byla zároveň zaznamenána nejvyšší hodnota 43 let působení manažera ve firmě. U společnosti Avon byli manažeři působící ve firmě v průměru 1,73 let s minimální hodnotou 0, což znamená, že přijali manažera, který ve společnosti dříve nepůsobil. Dále společnost C&P z hlediska počtu let působení ve firmě byla nejstabilnější a společnost Avon naopak nejméně stabilní.

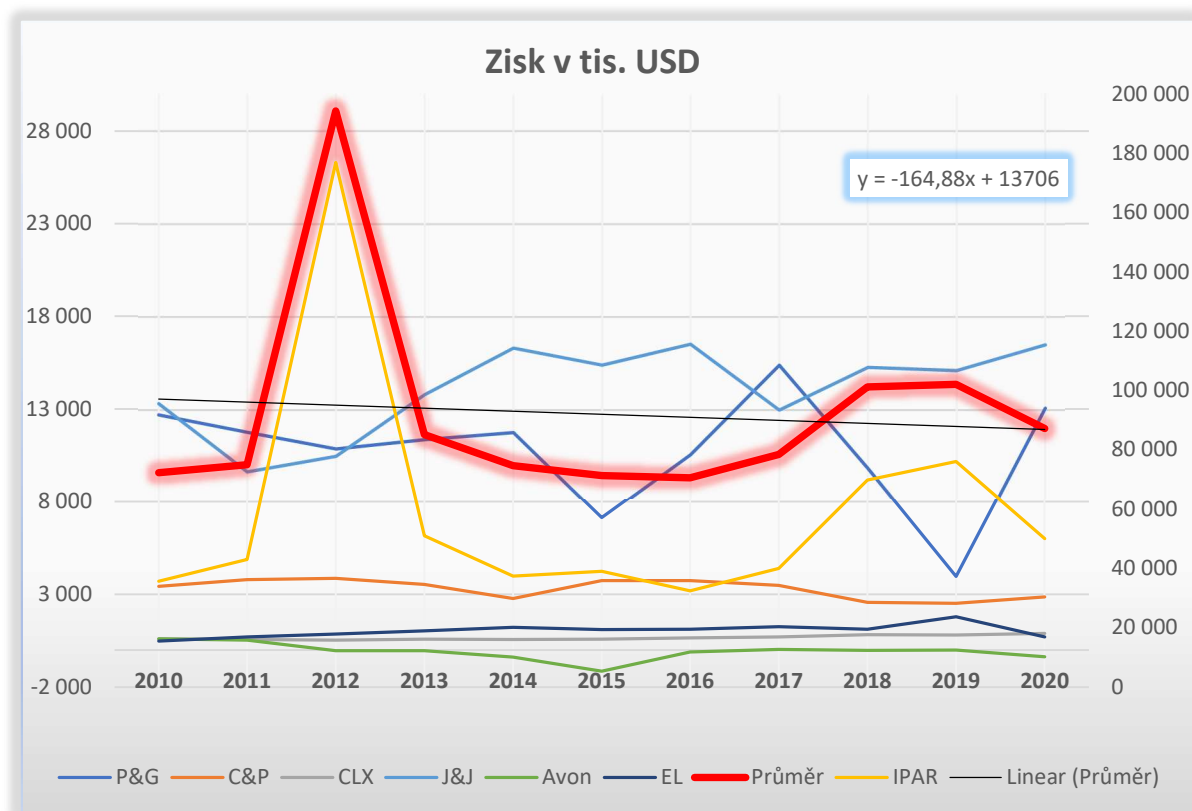
#### Pohlaví manažera:

Co se pohlaví manažera týče, lze jednoduše shrnout, že ženy se v pozici manažera objevovaly pouze u společnosti Avon. Na tom však není nic překvapivého, protože společnost Avon se zaměřuje na kosmetiku a podobné věci. Manažer mužského pohlaví se ve společnosti Avon vyskytoval pouze v letech 2018 a 2019. Překvapující je spíše to, že ženy v pozici manažera se v jiných společnostech vůbec nevyskytovaly.

### Zisk společnosti:

I v tomto případě bylo potřeba pro společnost IPAR vyčlenit speciální osu, protože její zisk se drasticky liší od ostatních společností. Tato situace ovšem není překvapivá vzhledem k výši celkových aktiv.

Graf č. 7: Zisk v tis. USD



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 9: Zisk v tis. USD

Společnost	P&G	C&P	CLX	IPAR	J&J	Avon	EL
<b>Průměr</b>	10 792	3 300	663	59 176	14 140	-88	1 032
<b>Max</b>	15 411	3 874	901	176 890	16 540	609	1 794
<b>Min</b>	3 966	2 527	541	32 438	9 672	-1 146	482
<b>Sm. odch./prům.</b>	27	15	18	67	16	503*	32

Zdroj: Vlastní zpracování

*\*Pro smysluplné vyhodnocení zisku u společnosti Avon bylo potřeba podíl směrodatné odchylky na průměru vyjádřit v absolutní hodnotě.*

To, že společnost IPAR měla v průměru nejvyšší zisk, již není překvapením a ani není překvapením, že obsadila příčku extrémní hodnoty zisku. Překvapující je spíše to, že společnost Avon měla v průměru za 11 let záporný zisk na úrovni -88 tis. USD, s čímž rovněž souvisí nejhorsí výsledek v roce 2015 na úrovni -1 146 tis. USD. Ve výsledku podíl směrodatné odchylky na průměru hovoří rovněž o ne příliš stabilní situaci této společnosti. Naopak nejstabilnějšího zisku dosahovala společnost C&P.

### 4.3 Odhad parametrů modelu a jeho korekce

Pro odhad parametrů lineárního regresního modelu byla použita běžná metoda nejmenších čtverců bez jakýchkoliv úprav, což v případě panelových dat znamená, že se jedná o tzv. hromadný model. Použití verze modelu fixních nebo náhodných efektů bude dále testováno.

### 4.3.1 Prvotní odhad parametrů modelu

Obrázek 7: Model 8

Model 8: Hromadné OLS, za použití 70 pozorování					
Zahrnuto 7 průřezových jednotek					
Délka časové řady = 10					
Závisle proměnná: SUMs					
	koeficient	směr. chyba	t-podíl	p-hodnota	
const	995,288	746,675	1,333	0,1874	
EPS	241,842	120,571	2,006	0,0492	**
Assets	-0,00417337	0,00155076	-2,691	0,0091	***
ROA	-6371,42	2382,22	-2,675	0,0096	***
Years_in_the_fi	64,7009	17,3561	3,728	0,0004	***
Gender	-38,4605	805,224	-0,04776	0,9621	
Net_income	0,00540362	0,0110297	0,4899	0,6259	
SUMs_1	0,434341	0,108408	4,007	0,0002	***
Střední hodnota závisle proměnné		3573,437			
Sm. odchylka závisle proměnné		1985,454			
Součet čtverců reziduí		91285024			
Sm. chyba regrese		1213,400			
Koeficient determinace		0,664393			
Adjustovaný koeficient determinace		0,626502			
F(7, 62)		17,53429			
P-hodnota(F)		1,38e-12			
Logaritmus věrohodnosti		-592,1608			
Akaikovo kritérium		1200,322			
Schwarzovo kritérium		1218,310			
Hannan-Quinnovo kritérium		1207,467			
rho (koeficient autokorelace)		-0,021267			
Durbin-Watsonova statistika		1,910191			

Zdroj: Vlastní zpracování

#### Základní diagnostika odhadu:

Na základě Whitova testu heteroskedasticity nebyla zamítnuta nulová hypotéza o homoskedasticitě. P-hodnota = 0,263 a je větší než hladina významnosti 0,05.

Test normality reziduí prokázal, že chyby jsou normálně rozdělené. P-hodnota = 0,083, je větší než hladina významnosti 0,05.

P-hodnota je větší než hladina významnosti 0,05, tudíž se potvrzuje homoskedasticita.

Nulová hypotéza testu nelinearity (druhé mocniny) tvrdí, že vztah je lineární. P-hodnota = 0,128 je vyšší, než hladina významnosti 0,05, tak byla potvrzena adekvátnost použití lineární formy modelu.

Poznámka: Test nelinearity pro logaritmy nebylo možné provést z důvodu přítomnosti proměnné Gender, která obsahuje hodnoty nula, což nelze logaritmovat.

Obrázek 8: Faktory zvyšující rozptyl (VIF)

```
Faktory zvyšující rozptyl (VIF)
Minimální možná hodnota = 1.0
Hodnoty > 10.0 mohou indikovat problém kolinearity
```

EPS	2,125
Assets	6,317
ROA	2,543
Years_in_the_fi	2,584
Gender	3,120
Net_income	3,798
SUMs_1	2,083

Zdroj: Vlastní zpracování

Všechny hodnoty VIF jsou menší než hodnota 10, proto lze říci, že problém multikolinearity nenastal.



## Panelová diagnostika odhadu:

Obrázek 9: Odhad pevných efektů

```
Odhad pevných efektů
umožňuje různé individuální efekty (konstantní členy) pro různé průřezové
jednotky
standardní chyby směrnice v závorkách, p-hodnoty v hranatých závorkách

      const:      2008,2      (1351,9)      [0,14304]
      EPS:        328,14      (180,55)      [0,07450]
      Assets:     -0,00031206  (0,0034776)  [0,92882]
      ROA:        -5040,5      (3199,6)      [0,12081]
      Years_in_the_fi: 32,381      (38,637)      [0,40555]
      Gender:      251,04      (931,21)      [0,78847]
      Net_income: -0,0017755      (0,011142)   [0,87397]
      SUMs_1:      0,13092      (0,14692)     [0,37667]

střední hodnoty skupiny 7 byly odečteny od dat

Rozptyl reziduí: 7,49758e+007/(70 - 14) = 1,33885e+006
Sdružená signifikance rozdílných středních hodnot po skupinách:
F(6, 56) = 2,03024 s p-hodnotou 0,0766475
(Nízká p-hodnota vypovídá proti nulové hypotéze, že hromadný OLS model
je adekvátní, a ve prospěch alternativy pevných efektů.)

Střední hodnoty hromadných OLS reziduí pro průřezové jednotky:

jednotka 1:      -42,294
jednotka 2:      -301,64
jednotka 3:      -287,26
jednotka 4:      -41,827
jednotka 5:      -65,357
jednotka 6:      -43,016
jednotka 7:       781,39

Breusch-Paganova testovací statistika:
LM = 0,0662159 s p-hodnotou = prob(chí-kvadrát(1) > 0,0662159) = 0,796928
(Nízká p-hodnota vypovídá proti nulové hypotéze, že hromadný OLS model
je adekvátní, a ve prospěch alternativy náhodných efektů.)
```

Zdroj: Vlastní zpracování

Pomocí dvou p-hodnot, které jsou označené oranžovým rámečkem a které jsou větší než hladina významnosti 0,05, se podařilo zamítnout verze odhadů modelu s fixními a náhodnými efekty. Použití hromadného modelu je tudíž adekvátní.

Na závěr diagnostiky modelu je třeba shrnout, že model nevykazoval žádné nedostatky, a proto je nyní možné vyhodnotit statistiku modelu z hlediska statistické významnosti. P-hodnota F-testu je menší než hladina významnosti 0,05, model je tedy statisticky významný jako celek. Ovšem co se týče jednotlivých parametrů, tak ve třech případech byly p-hodnoty parametrů větší než hladina významnosti 0,05, což signalizuje

jejich statistickou nevýznamnost. Jedná se o konstantu, proměnnou Gender a Net\_income. Pomine-li se konstanta, tak znaménka proměnné Gender a Net\_income jsou v souladu s výše stanovenými předpoklady a pokud by byly statisticky významné, tak by se potvrdilo, že manažeři ženského pohlaví mají menší odměny a společnosti s vyššími zisky odměňují manažery štedřeji. Ovšem vzhledem ke statistické nevýznamnosti těchto parametrů je potřeba tyto proměnné postupně z modelu vylučovat (sekvenční eliminace), protože statisticky nevýznamný parametr se signifikantně neliší od nuly – je tedy statisticky nulový, a tudíž nemá statisticky průkazný vliv.

#### 4.3.2 Odhad parametrů finálního modelu

Při provedení sekvenční eliminace se ve výsledku uskutečnily dva kroky. V prvním se vyloučila proměnná Gender a v druhém i proměnná Net\_income. Ve výsledku zůstaly pouze proměnné se statisticky významnými parametry, ale vzhledem k úpravám modelu, bylo potřeba znovu provést diagnostiku pro případ, že by po změnách došlo k porušení některých z předpokladů lineárního regresního modelu (LRM).

Obrázek 10: Model 10

Model 10: Hromadné OLS, za použití 70 pozorování					
Zahrnuto 7 průřezových jednotek					
Délka časové řady = 10					
Závisle proměnná: SUMs					
	koeficient	směr. chyba	t-podíl	p-hodnota	
const	950,628	433,720	2,192	0,0320	**
EPS	248,117	102,805	2,413	0,0187	**
Assets	-0,00360511	0,000916644	-3,933	0,0002	***
ROA	-6065,02	2176,54	-2,787	0,0070	***
Years_in_the_fi	63,3096	16,0805	3,937	0,0002	***
SUMs_l	0,439323	0,102093	4,303	5,88e-05	***
Střední hodnota závisle proměnné		3573,437			
Sm. odchylka závisle proměnné		1985,454			
Součet čtverců reziduí		91643725			
Sm. chyba regrese		1196,634			
Koeficient determinace		0,663075			
Adjustovaný koeficient determinace		0,636752			
F(5, 64)		25,19060			
P-hodnota (F)		6,06e-14			
Logaritmus věrohodnosti		-592,2980			
Akaikovo kritérium		1196,596			
Schwarzovo kritérium		1210,087			
Hannan-Quinnovo kritérium		1201,955			
rho (koeficient autokorelace)		-0,022840			
Durbin-Watsonova statistika		1,915552			

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Základní diagnostika odhadu:**

Na základě Whitova testu heteroskedasticity nebyla zamítnuta nulová hypotéza o homoskedasticitě. P-hodnota = 0,058 a je větší než hladina významnosti 0,05, tudíž se potvrzuje homoskedasticita.

Test normality reziduí prokázal, že chyby jsou normálně rozdělené. P-hodnota = 0,097, je větší než hladina významnosti 0,05.

Nulová hypotéza testu nonlinearity (druhé mocniny) tvrdí, že vztah je lineární. P-hodnota = 0,176, je vyšší než hladina významnosti 0,05, tak byla potvrzena adekvátnost použití lineární formy modelu.

Nulová hypotéza vztahu nonlinearity (logaritmy) tvrdí, že vztah je lineární. P-hodnota = 0,633 a je vyšší než hladina významnosti 0,05, tak byla potvrzena adekvátnost použití lineární formy modelu.

P-hodnota je větší než hladina významnosti 0,05, tudíž se potvrzuje adekvátnost použití lineární formy modelu.

Obrázek 11: Faktory zvyšující rozptyl (VIF)

```
Faktory zvyšující rozptyl (VIF)
Minimální možná hodnota = 1.0
Hodnoty > 10.0 mohou indikovat problém kolinearity

      EPS      1,589
      ROA      2,183
Years_in_the_fi 2,281
      Assets   2,269
      SUMs_1   1,899
```

Zdroj: Vlastní zpracování

Všechny hodnoty VIF jsou menší než hodnota 10, proto lze říct, že problém multikolinearity nenastal.

Obrázek 12: Wooldridgův test

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data -  
  Nulová hypotéza: No first-order autocorrelation (rho = 0)  
  Testovací statistika:  $t(6) = -0,395246$   
  s p-hodnotou =  $P(|t| > 0,395246) = 0,706331$ 
```

## Panelová diagnostika odhadu:

Obrázek 13: Odhad pevných efektů

```
Odhad pevných efektů
umožňuje různé individuální efekty (konstantní členy) pro různé průřezové jednotky
standardní chyby směrnice v závorkách, p-hodnoty v hranatých závorkách

      const:      2066,7      (1315,9)      [0,12172]
      EPS:        323,2      (173,15)     [0,06702]
      ROA:       -5323,3     (2967,5)     [0,07804]
Years_in_the_fi:  33,179      (37,674)     [0,38212]
      Assets:    -0,00052371  (0,0031334)  [0,86784]
      SUMs_1:    0,13055     (0,14434)    [0,36946]

střední hodnoty skupiny 7 byly odečteny od dat

Rozptyl reziduí: 7,51003e+007/(70 - 12) = 1,29483e+006
Sdružená signifikance rozdílných středních hodnot po skupinách:
F(6, 58) = 2,12942 s p-hodnotou 0,0634564
(Nízká p-hodnota vypovídá proti nulové hypotéze, že hromadný OLS model
je adekvátní, a ve prospěch alternativy pevných efektů.)

Střední hodnoty hromadných OLS reziduí pro průřezové jednotky:

jednotka 1:      -31,138
jednotka 2:      -306,2
jednotka 3:      -316,83
jednotka 4:      -49,652
jednotka 5:      -52,845
jednotka 6:      -24,85
jednotka 7:      781,51

Breusch-Paganova testovací statistika:
LM = 0,0507542 s p-hodnotou = prob(chí-kvadrát(1) > 0,0507542) = 0,821756
(Nízká p-hodnota vypovídá proti nulové hypotéze, že hromadný OLS model
je adekvátní, a ve prospěch alternativy náhodných efektů.)
```

Zdroj: Vlastní zpracování

Pomocí dvou p-hodnot, které jsou označené oranžovým rámečkem a jsou větší než hladina významnosti 0,05, se podařilo zamítnout verze odhadů modelu s fixními a náhodnými efekty. Použití hromadného modelu je tudíž adekvátní.

## 4.4 Ekonomická analýza výsledků

### 4.4.1 Interpretace a verifikace výsledných parametrů

- Když se zvýší zisk na akcii o 1 USD, tak se zvýší celková odměna manažera o 248,117 tis. USD/rok ceteris paribus. Parametr se dá považovat za ověřený, protože se shoduje s dříve stanovenými předpoklady o tom, že část těchto zisků připadne manažerům. Stejněho

závěru dospěli a i Coles, Daniel a Naveen (2006). Zjišťují, že odměňování managementu je spojeno s vyšší citlivostí na kolísání cen akcií, což podněcuje klíčové lidi firmy k přijímání riskantních investic. Implementují rizikovější politická rozhodnutí a investují více na výzkum a vývoj a menší investice do pozemků, budov a zařízení. Navíc se zdá, že se management se soustředí na méně obchodních oblastí a vyšší pákový efekt.

- Pokud se zvýší celková aktiva společnosti o 1 tis. USD, sníží se celková odměna manažera o 0,0036 tis. USD/rok ceteris paribus. Parametr se dá považovat za ověřený. Prvotní hypotéza předpokládala možný vývoj oběma směry. Tento předpoklad byl potvrzen i různých studiích. V těchto studiích bylo často dosaženo opačných závěrů. Tato diplomová práce potvrzuje existenci vztahu s negativním směrem závislosti.
- Jestli se zvýší návratnost celkového kapitálu o 1 procentní bod, dojde ke snížení celkové odměny manažera o 6 065,02 tis USD/rok ceteris paribus. Parametr se dá považovat za ověřený, protože se shoduje s dříve stanovenými předpoklady o tom, že tady funguje kombinace vlivu vyššího zisku (+) a aktiv společnosti (-). Bebchuk a kol. (2011) také našel negativní vztah mezi kompenzací a ziskovostí, která se v jeho práci měří pomocí ROA.
- Když se zvýší doba působení manažera ve firmě o jeden rok, zvýší se jeho celková odměna o 63,3 tis. USD/rok ceteris paribus. Parametr se dá považovat za ověřený, protože se shoduje s dříve stanovenými předpoklady o tom, že delší zkušenost manažera ve firmě je ohodnocena lépe. Dokonce, existují a i speciální bonusy, které se vyplácí po určitém počtu let působení ve firmě.
- Pokud se zvýší celková odměna manažera v minulém roce o 1 tis. USD/rok, zvýší se jeho odměna o 0,439 tis. USD/rok. Parametr se dá považovat za ověřený, protože se shoduje s dříve stanovenými předpoklady o tom, že existuje jistá setrvačnost v růstu odměn manažerů.

#### 4.4.2 Relativní vyhodnocení výsledků v podobě pružností

Z výsledků předchozí kapitoly sice bylo možné kvantitativně popsat odhadované působení vysvětlujících proměnných, nicméně na základě parametrů lineární funkce není možné relativní porovnání síly těchto vlivů. Z tohoto důvodu byl proveden přepočítání výsledných parametrů do podoby pružností.

Tabulka č. 10: Průměrné pružnosti

Proměnná	EPS	Assets	ROA	Years_in_the_fi	SUMs_1
dy/dxi	248,117	-0,00361	-6 065,02	63,3096	0,439323
Pružnosti	-0,00651	0,017204	0,070761	0,325782	0,377152

Zdroj: Vlastní zpracování

#### Interpretace průměrných pružností:

- Když se zvýší zisk na akcii o 1 %, tak se zvýší celková odměna manažera o 0,00651 % ceteris paribus. Reakce je nepružná.
- Pokud se zvýší celková aktiva společnosti o 1 %, tak se sníží celková odměna manažera o 0,0172 % ceteris paribus. Reakce je nepružná.
- Jestli se zvýší návratnost celkového kapitálu o 1 %, zvýší se celkové odměny manažera o 0,0708 % ceteris paribus. Reakce je nepružná a **výsledek je podezřelý.**
- Když se zvýší doba působení manažera ve firmě o 1 %, zvýší se celková odměna manažera o 0,326 %/rok ceteris paribus. Reakce je nepružná.
- Pokud se zvýší celková odměna manažera v minulém roce o 1 %, zvýší se odměna manažera o 0,377 %. Reakce je nepružná.

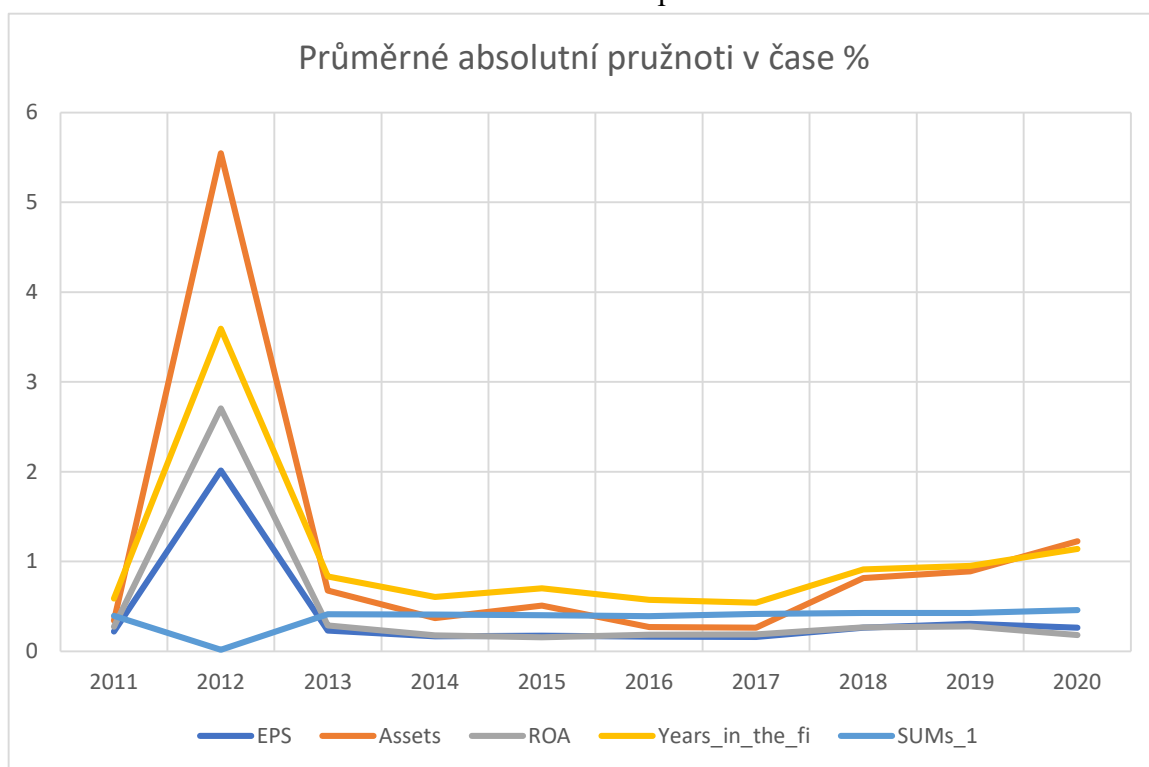
Na základě vypočtených pružností lze říci, že nejslabší vliv na celkové odměny manažera má proměnná – zisk na akcii. Nejsilnější vliv byl zjištěn u proměnné celkové odměny manažera v minulém roce, což není nijak překvapující situace, protože je docela logické, že žádný člověk (a tedy ani manažer) by nechtěl dlouhodobě pracovat za nižší odměnu než předchozím roce. To už je lepší utéct ke konkurenci. S tím souvisí i druhý nejsilnější vliv, který byl vypočten pro proměnnou – počet let manažera ve firmě. Lze ho odůvodnit podobným způsobem.

Podezřelý výsledek pružnosti u proměnné návratnosti celkového kapitálu je proto, že směr koeficientu pružnosti neodpovídá směru odhadnutého parametru. Z tohoto důvodu

byla provedena podrobnější grafická analýza zjištěné skutečnosti formou vyobrazení průměrných pružností jednotlivých proměnných v čase, viz následující graf.

Následující graf obsahuje průměrné pružnosti pro jednotlivé roky vyjádřené v absolutních hodnotách tak, aby se síly vlivů daly mezi sebou porovnávat.

Graf č. 8: Průměrné absolutní pružnosti v čase %



Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu absolutních průměrných pružností jednotlivých proměnných napříč společnostmi není možné si nevšimnout, že v roce 2012 se děje něco opravdu zvláštního. Proto ze všeho nejdříve byla provedena důkladná kontrola všech výpočtů. Žádná chyba se však nenašla. V dalším kroku hledání příčiny této neobvyklé situace byla provedena důkladná kontrola smysluplnosti vypočtených hodnot a nálezem bylo to, že u společnosti IPAR v roce 2012 vyšla záporná teoretická hodnota pro celkové odměny manažerů. Dále při podrobnějším průzkumu bylo zjištěno, že v tomto roce u společnosti IPAR došlo k výraznému nárůstu vlastního kapitálu a zároveň i k růstu ukazatele ROA. Parametry obou těchto proměnných jsou záporné, a proto ta záporná teoretická hodnota celkových odměn.



Dále to vzhledem k růstu obou těchto ukazatelů (Assets a ROA) znamená, že společnost musela mít i zvýšený zisk. Jinak by se zvýšil jen jeden. A při pohledu na graf proměnné čistého zisku, která byla z modelu vyloučena z důvodu statistické nevýznamnosti parametru, se vše vysvětluje. V roce 2012 byl zaznamenán rekordní jednorázový nárůst. Tímto se vysvětluje i situace podezřelé změny směru průměrného koeficientu pružnosti. Zvláštní na této situaci je, že tento šok nebyl odhalen žádným z provedených testů, například testu normálního rozdělení reziduí nebo testu heteroskedasticity. Pokud by tato situace byla odhalena již na začátku, dala by se řešit například dummy proměnnou pro rok 2012 u společnosti IPAR nebo případně vyhlazením odlehlé hodnoty a výsledky by mohly být o něco lepší. V této situaci však výsledky nejspíše nelze považovat za příliš zkreslené, protože model má statisticky významné parametry a provedené testy nesignalizují nedostatky.

Pominou-li se problémy, které byly odhaleny čirou náhodou až na konci modelování, lze dále z grafu vyčíst informaci o tom, že v posledních třech letech absolutně nejvyšší vliv na odměnu manažera má z hlediska vlastnosti manažera jeho délka působení ve firmě a z hlediska firmy celková aktiva společnosti. To je do jisté míry hezký výsledek, protože něco musí jít od manažera a něco od firmy.

## 5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo poskytnout teoretickou základnu o odměňování generálních ředitelů a o tom, jaký vliv má finanční výkonnost a další prvky na odměny generálních ředitelů amerických společností v letech 2010–2020. Kromě toho studie zkoumala, jak se mění data v čase, zvláště když pozorované období sleduje hned po burzovní krizi v září 2008. Na základě akademického výzkumu, provedeného v této práci, můžeme dospět k závěru, že existuje vztah mezi odměnou generálního ředitele a výkonem firmy.

To je potvrzeno článkem Bebchuka a kol. (2011), kteří zjistili, že je negativní souvislost mezi odměnou CEO a výkonem společnosti. Existují ale další studie, jako například studie Khana a Vieta (2013), která nenašla souvislost mezi odměnami generálních ředitelů a finanční výkonností firmy. Celkově se zdá, že vliv času může ovlivnit odměnu generálního ředitele a výkon. Většina provedených dalších výzkumů se v poslední době soustředí na teoretické přístupy a ignorují důležitý fakt, že společnosti především pouze reagují na legislativní změny, daňovou politiku, účetní pravidla a obecné politické a sociální změny.

Tato diplomová práce byla provedena nejprve prozkoumáním elementární analýzy průměrů sedmi časových řad pro jednotlivé společnosti. Odměny manažerů rostou v průměru stejně, jako průměrné hrubé mzdy v USA dle OECD. Nárůst představoval až 30 % v daném časovém úseku. Nejvyšší nárůst mezd proběhnul ve společnosti EL, nejnižší odměny dostává CEO společnosti IPAR. Společnost J&J vykázala vývoj růstu mezd nejvíce podobný trendu celého odvětví. Vývoj zisku na jednu akcii za 11 let měl v celku pozitivní trend, i když nevýznamný. Analyzovat vývoj aktiv sedmi společností bylo poněkud komplikovanější kvůli tomu, že všechny společnosti jsou různě velké. V průměru trend vykázal meziroční růst ve velikosti 5 mil. USD. Tento výsledek by ale dosahoval úplně jiné hodnoty, kdyby společnost IPAR byla vyloučena ze vzorku kvůli svým nadstandartním hodnotám aktiv pro dané odvětví. Podobný problém nastal i u návratnosti celkového kapitálu, kde kvůli záporné hodnotě zisku u společnosti Avon dosáhl ukazatel ROA -0,04 v průměru za sledované období. Co se týká počtu let působení ve firmě, tak tady manažeři CEO byli ve své většině zaměstnání ve společnosti od úplného začátku své kariéry. Opačným extrémem byla společnost Avon, kde nebyl žádný CEO,

který by působil ve firmě déle než pět let. V situacích, kdy společnost najímala externího člověka, měl skoro vždy předchozí zkušenost na vysokých pozicích ve společnosti P&G. Další nefinanční proměnná, kromě počtu let působení ve firmě, která by potenciálně mohla mít vliv na odměny CEO, je pohlaví. Pouze ve společnosti Avon se objevovaly ženy, a to dokonce tak extrémně, že ani jedna osoba mužského pohlaví nebyla jmenována na pozici CEO.

Po odhadu parametru finálního modelu bylo zjištěno, že mezi odměnou generálního ředitele a ziskem na jednu akcii a počtem let působení manažera ve firmě je pozitivní vztah. Naopak, velikost aktiv spolu s ROA a velikosti celkového kapitálu mají s odměnou manažera negativní vztah. Použití proměnných „pohlaví“ a „zisk“ neukázalo žádnou závislost, a proto byly proměnné vyloučeny hned na začátku.

V datech této práce se vyskytovaly dvě společnosti, hodnoty, kterých se významně lišily od jiných firem vzorku. Konkrétně gigant společnost IPAR a společnost Avon, obsazující poslední pozici. Tyto společnosti nejspíše přispívají k nehomogenitě panelových dat, byť provedené testy nic neodhalily. Jedním z řešení problému nehomogenity dat by potenciálně mohl být výběr takových proměnných, které by byly vyjádřeny v poměrových ukazatelích. Dále je při použití proměnných z účetních podkladů dobré si všimnout vzájemných souvislostí, protože může nastat situace jako u společnosti IPAR, kdy jedna extrémní hodnota způsobí řetězovou reakci a výrazně ovlivní i další ukazatele hospodaření firmy.

Obrázek 14: Testy

- 1) 

Whiteův test heteroskedasticity - Nulová hypotéza: není zde heteroskedasticita Testovací statistika: LM = 38,7851 s p-hodnotou = $P(\text{Chí-kvadrát}(34) > 38,7851) = 0,262666$
--
- 2) 

Test normality reziduí - Nulová hypotéza: chyby jsou normálně rozdělené Testovací statistika: Chí-kvadrát(2) = 4,96871 s p-hodnotou = 0,0833795
--
- 3) 

Test nonlinearity (druhé mocniny) - Nulová hypotéza: vztah je lineární Testovací statistika: LM = 9,92289 s p-hodnotou = $P(\text{Chí-kvadrát}(6) > 9,92289) = 0,127937$
---
- 4) 

Whiteův test heteroskedasticity - Nulová hypotéza: není zde heteroskedasticita Testovací statistika: LM = 30,7605 s p-hodnotou = $P(\text{Chí-kvadrát}(20) > 30,7605) = 0,0584332$
---
- 5) 

Test normality reziduí - Nulová hypotéza: chyby jsou normálně rozdělené Testovací statistika: Chí-kvadrát(2) = 4,6602 s p-hodnotou = 0,097286
--
- 6) 

Test nonlinearity (druhé mocniny) - Nulová hypotéza: vztah je lineární Testovací statistika: LM = 7,66066 s p-hodnotou = $P(\text{Chí-kvadrát}(5) > 7,66066) = 0,175955$
---
- 7) 

Test nonlinearity (logaritmy) - Nulová hypotéza: vztah je lineární Testovací statistika: LM = 3,43404 s p-hodnotou = $P(\text{Chí-kvadrát}(5) > 3,43404) = 0,633391$
---

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6 Citovaná literatura

- Albers, S. (1996). Optimization models for salesforce Compensation. *European Journal of operational research*. **89**(1), 1-17. Dostupné z: [doi.org/10.1016/S0377-2217\(96\)90046-6](https://doi.org/10.1016/S0377-2217(96)90046-6)
- Atkinson, J. W. (1957). Motivational determinants of risk-taking behavior. *Psychological Review*, **64**(6, Pt.1), 359–372. Dostupné z: [doi.org/10.1037/h0043445](https://doi.org/10.1037/h0043445)
- Avon (2021). *Wikipedie: Otevřená encyklopedie* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Avon&oldid=20708967>
- Bangert Drowns, R. L., J. A. Kulik a C. C. Kulik (1991). Effects of Frequent Classroom Testing. *Journal of Educational Research*, **85**(2), 89-99. Dostupné z: [doi/10.1080/00220671.1991.10702818](https://doi.org/10.1080/00220671.1991.10702818)
- Becker, B (2006). *Wealth and executive compensation*. *Journal of Finance* 61:1, 379– 397.
- Colgate-Palmolive (2020). *Wikipedia: The Free Encyclopedia* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Colgate-Palmolive&oldid=18020941>
- Condly, S. J., Clark, R. E., Stolovitch, H. D. (2008). The Effects of Incentives on Workplace Performance: A Meta-analytic Review of Research Studies 1. *Performance Improvements Quarterly* 16, 46`63. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1937-8327.2003.tb00287>.
- Eisenhardt, K. (1988). Agency<sup>2</sup> and Institutional<sup>2</sup> Theory Explanations: The Case of Retail Sales Compensation. *The Academy of Management Journal*. **31**(3). 488`511. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/256457>
- Eisenhardt, M. K. (1989). Agency theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, **14**(1), 59, 69. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/258191>
- Farley, J. U. (1964). An Optimal Plan for Salesmen's Compensation. *Journal of Marketing Research*. **1**(2), 39-43. Dostupné z: [doi:doi.org/10.1177/002224376400100206](https://doi.org/10.1177/002224376400100206)
- Finance (©2022). *Yahoo* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/?guccounter=1>
- Giné, M. (2013). The Real Value of Say-on-Pay. *IESE Insight*, Issue 16 First Quarter.

- Henderson, D. and Fraser, D. (2014). Why Canada Should Adopt Mandatory Say-On-Pay. *Ivey Business Journal*, January/9B14TA05. Dostupné z: <https://iveybusinessjournal.com/publication/why-canada-should-adopt-mandatory-say-on-pay/>
- Hewitt, G. and Bowie, C. (2012). Evaluating Pay for Performance Alignment: ISS' Quantitative and Qualitative Approach. *Institutional Shareholder Services*. Dostupné z: <https://www.issgovernance.com/file/publications/evaluatingpayforperformance.pdf>
- Chung, D. J., T. Steenburgh a K. Sudhir (©2010). Do Bonuses Enhance Sales Productivity? A Dynamic Structural Analysis of BonusBased Compensation Plans. *Harvard Business School* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/11-041\\_078c27e5-110c-4029-8576-108139a05b77.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/11-041_078c27e5-110c-4029-8576-108139a05b77.pdf)
- Churchill, G. A. Jr., Ford, N. M., and Walker, O. C., Jr. (1993). *Sales force Management*, 4th edition, Irwin, Homewood. ISSN: 0885-8624
- Inter Parfums Inc. (©2019). *Encyclopedia.com* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://www.encyclopedia.com/social-sciences-and-law/economics-business-and-labor/businesses-and-occupations/inter-parfums-inc>
- Jensen, M. a W., Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Dostupné z: <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- Johnson & Johnson (2021). *Wikipedie: Otevřená encyklopedie* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: [https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Johnson\\_%26\\_Johnson&oldid=20237442](https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Johnson_%26_Johnson&oldid=20237442)
- Kaplan, Steven N. (2008) *Are US CEOs Overpaid? Academy of Management Perspectives*. č. 2, s. 5–20.
- Larcker, D. & Tayan, B. (2016). *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*. 2th edition. Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey. 464 p. ISBN 978–0–13–403156–9.
- Management kvality (2022.). *OAUH 03* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://publi.cz/books/276/03.html>

- Milgrom, P. R. a J., Roberts (1992). Economics, Organization, and Management. *The Journal of Finance*, **48**(1). Dostupné z: doi/10.2307/2328903
- Mitchell, B. (2013). Individual vs. Team Rewards: The 75/25 rule. *Snowfly* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: <https://snowfly.com/white-paper-individual-vs-team-rewards-the-75-25-rule/>
- Murphy, Kevin J. (2012). Executive Compensation: Where We are, and How We Got There. George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz (eds.), Handbook of the Economics of Finance. Elsevier Science North Holland (Forthcoming), *Marshall School of Business Working Paper No.* FBE 07.12. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2041679> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2041679>
- Nicholson, W. a Ch., Snyder (2012). Microeconomics Theory: Basic Principles and Extensions. Mason: South-Western, Cengage Learning, s. 643-644. Dostupné z: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4471658/mod\\_folder/intro/NI\\_11th%20Edition%20%281%29.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4471658/mod_folder/intro/NI_11th%20Edition%20%281%29.pdf)
- Procter & Gamble (2021). *Wikipedia: The Free Encyclopedia* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: [https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Procter\\_%26\\_Gamble&oldid=19710587](https://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Procter_%26_Gamble&oldid=19710587)
- Raviv, A. & Sislí-Ciamarra, E. (2013). *Executive compensation, risk taking and the state of the economy*. *Journal of Financial Stability* 9:1, 55–68.
- Redinbaugh, L. (1976). *Retailing Management*. New York: McGraw-Hill Book Co. ISBN 9780070513662.
- Reitman, W., R. (1956). Performance as a function of Motive Strength and Expectancy of Goal Attainment. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, **53**(3), pp. 679-687. Dostupné z: <https://doi.org/10.1037/h0043477>
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, **63**(2), 134-139. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/1817064>
- Smith, A. (1776). The Wealth of Nations. *Ibiblio* [online]. [cit. 2022-02-06]. Dostupné z: [https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA\\_WealthNations\\_p.pdf](https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf)
- The Estée Lauder Companies (2021). *Wikipedia: The Free Encyclopedia* [online]. [cit.

2022-02-06]. Dostupné z:

[https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=The\\_Est%C3%A9\\_Lauder\\_Companies&oldid=1069071021](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=The_Est%C3%A9_Lauder_Companies&oldid=1069071021)

Wilhelm, D. (2011). *Redukce informačních asymetrií v rámci Corporate Governance*. Brno. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Fakulta právnická.

Williamson, O. (2012). Transaction Cost Economics: An Introduction. University of California, Berkeley. *SSRN Electric Journal*. Dostupné z: doi/10.2139/ssrn.1691869



## Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztahy mezi agenty .....	17
Obrázek 2: Typy motivačních kompenzačních schémat .....	19
Obrázek 3: Průměrné a mediánové odměny CEO 1993–2010 dle S&P.....	25
Obrázek 4: Odhadované průměrné a mediánové odměny CEO 1993–2010 dle S&P.....	26
Obrázek 5: Poměr průměrných odměn CEO k průměrným odměnám 0,1% vrcholového vedení 1936–2010.....	27
Obrázek 6: Poměr celkových odměn 25 TOP hedge fondových manažerů k celkovému odhadování odměn CEO 2001–2010 dle S&P .....	28
Obrázek 7: Model 8 .....	53
Obrázek 8: Faktory zvyšující rozptyl (VIF) .....	54
Obrázek 9: Odhad pevných efektů.....	55
Obrázek 10: Model 10 .....	56
Obrázek 11: Faktory zvyšující rozptyl (VIF) .....	57
Obrázek 12: Wooldridgův test.....	58
Obrázek 13: Odhad pevných efektů.....	59
Obrázek 14: Testy.....	66

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Deklarace proměnných .....	11
Tabulka č. 2: Aplikace principál-agent modelu.....	15
Tabulka č. 3: Deklarace proměnných .....	41
Tabulka č. 4: Celkové odměny manažerů v tis. USD/rok .....	44
Tabulka č. 5: Zisk na akcii v USD.....	46
Tabulka č. 6: Aktiva společnosti v tis. USD.....	47
Tabulka č. 7: Návratnost celkového kapitálu (%).....	48
Tabulka č. 8: Počet let působení manažera ve firmě .....	50
Tabulka č. 9: Zisk v tis. USD.....	52
Tabulka č. 10: Průměrné pružnosti .....	61

## Seznam grafů

Graf č. 1: S&P 500.....	9
Graf č. 2: Celkové odměny manažerů v tis. USD/rok .....	44
Graf č. 3: Zisk na akcii v USD.....	45
Graf č. 4: Aktiva společnosti v tis. USD.....	47
Graf č. 5: Návratnost celkového kapitálu (%) .....	48
Graf č. 6: Počet let působení manažera ve firmě .....	50
Graf č. 7: Zisk v tis. USD .....	51
Graf č. 8: Průměrné absolutní pružnosti v čase %.....	62