

OPČNÍ AKCIOVÉ PROGRAMY V KONTEXTU S TEORIÍ A PRAXÍ

Pavel Duspiva

Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomiky a managementu

Abstract: *This article is dealing with theory and practises in using of option programs for material incentives of top management in companies. The option programs are used most frequently in join stock companies depending on the trend of company's share quotation. The system of option programs is simple and transparent. Theoretical inquiry into particular factors impacting the share quotation shows, the top management participation in growth of the share quotation isn't implicit. There are some factors having an effect on growth of the share quotation. It's done independently on the management activity. The main problems with using of the option programs in practise are mentioned in this artikle.*

Keywords: *top management, option program, capital market, stock exchange, stock, share quotation*

Zainteresovanost vrcholového managementu

Pro dosahování příznivých ekonomických výsledků podniku je nezbytné uplatňovat vhodné formy hmotné zainteresovanosti pracovníků vrcholového managementu. Proto se využívají různé metody a postupy, které by nejvhodněji zajistily soulad zájmů vlastníků podniku a managerů. Dosáhnout tento soulad není vždy jednoduché a teorie a praxe ukazuje, že v mnohých případech tomu tak není. Například behavioristická teorie firmy definuje různé skupiny pracovníků podniku, v to i vlastníků a vrcholového managementu, jejichž zájmy mohou být v protikladu [5]. Proto je nezbytné najít účinnou metodu zainteresovanosti managementu.

Možností jak zainteresovat management je několik. Běžně se využívá závislost výše odměn nebo prémie na ekonomických výsledcích, měřených hlavními ekonomickými ukazateli. Nejčastěji používaným ukazatelem je zisk, který je přesně zachycen v účetnictví a souhrnně odráží efekty podniku. Zisk je také považován za základní kritérium úspěšnosti podnikání. Využívá se také ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE), neboť přesněji vyjadřuje stupeň zhodnocení kapitálu vlastníků podniku [6].

Další metody zainteresovanosti managementu lze uplatnit v akciových společnostech. Zde do popředí vystupuje základní zájem vlastníků, tj. soustavný růst hodnoty podniku. U společností, které mají registrované akcie na regulovaných kapitálových trzích, je tržní hodnota podniku odvozena od tržní ceny akcie. Podmínkou pro uplatnění tohoto přístupu je obchodování s akciemi společnosti na prestižních burzách cenných papírů, kde na základě nabídky a poptávky vzniká objektivní tržní cena akcie – kurz (fair price) [1]. Právě vývoj kurzu akcie na burze plně odráží důvěru investorů a akcionářů (vlastníků) k podniku, jeho výsledkům a perspektivám. Účetnictví podniku však tržní hodnotu podniku ani tržní cenu akcie nezachycuje a to ani ve výkazu zisků a ztrát (Výsledovka) ani v majetkové bilanci (Rozvaha). Přitom hmotně zainteresovat vrcholový management na růstu tržní hodnoty podniku je z hlediska akcionářů velmi žádoucí.

Proto se hledaly postupy, jak tento problém uspokojivě řešit. Významnou metodou je uplatňování opčních programů na nákup a prodej akcií vlastní společnosti u členů vrcholového managementu. Opční programy umožňují managerům zakoupit stanovené množství akcií za cenu akcie k datu uzavření opčního programu nebo nástupu do funkce a prodat akcie za vyšší cenu než byla nákupní. Opce spočívá v tom, že manager může nebo

nemusí akcie koupit. U klasických opcí má získání opčního práva (práva volby), svou cenu, vyjádřenou velikostí opční prémie [7]. Uplatnění opčních programů vytváří značný interes managerů na růstu kurzu akcií, neboť čím vyšší je kurz, tím větší je profit managera při jejich prodeji. Je to metoda zainteresovanosti jednoduchá, spolehlivá a transparentní. Kurz akcie společnosti je na burze denně kótován a zveřejňován, čímž nemůže dojít k žádným pochybnostem. Jelikož kurz akcie se na burze vytváří působením řady různých ekonomických i mimoekonomických kurzotvorných faktorů, ne vždy plně odráží kvalitu práce a podíl managementu na růstu kurzu akcie. V objektivnosti hmotného ohodnocení výsledků vlastní práce managerů je, jak bude dále ukázáno, hlavní nedostatek uplatňování opčních akciových programů.

V akciových společnostech lze k zainteresovanosti managerů také využít dividendy. Pravidelná výplata a především soustavný růst dividend je, vedle zvyšování hodnoty podniku, dalším zájmem vlastníků – akcionářů. Podmínkou výplat dividend je dosahování zisku a jeho rozdělování při minimálně stálém výplatním poměru. I v případě, kdy manažeři nevlastní akcie společnosti, jeví se tato metoda zainteresovanosti účinná. Ukázalo se však, že tvrdý tlak akcionářů na soustavnou výplatu dividend může vést management k zakrývání ekonomických problémů a dokonce k falšování účetních výkazů. Při odhalení a zveřejnění nelegálních praktik managementu, mnohdy povahy hospodářské kriminality, prudce poklesl kurz akcie a nebo společnost skončila v bankrotu. V obou případech akcionáři inkasovali značné ztráty. Z praxe je možné uvést případy společností Enron, Worldcom, Parlamat.

Praktické uplatňování akciových opčních programů

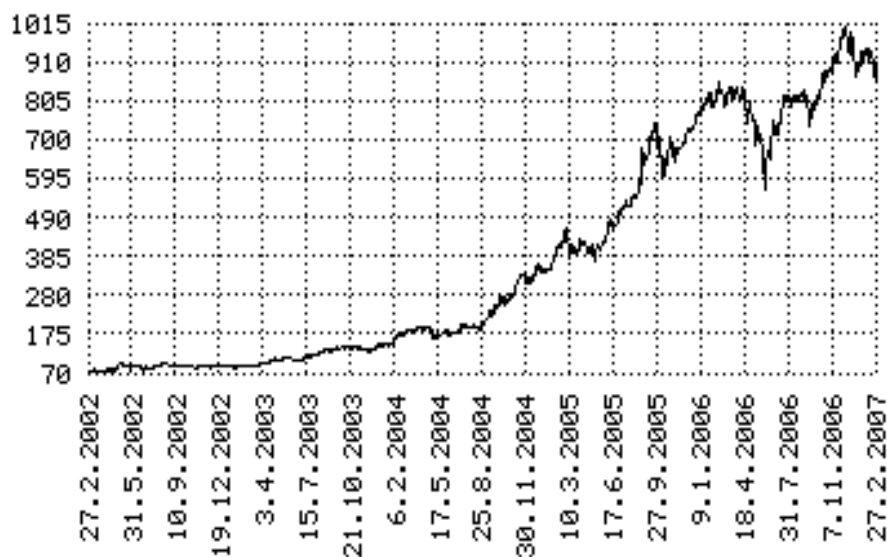
Opční akciové programy se již dlouho uplatňují ve vyspělých tržních ekonomikách, zejména u amerických akciových společností. Nejedná se proto o novou metodu zainteresovanosti managerů.

V České republice byl opční akciový program poprvé využit ve společnosti ČEZ (České energetické závody, a.s., Praha). Společnost ČEZ vyrábí a distribuuje elektrickou energii. Podle tržní kapitalizace je největší akciovou společností, jejíž akcie se obchodují na Burze cenných papírů Praha, a.s. Společnost v posledních letech expandovala, zejména na trhy východoevropských států. Kvalifikovaným majoritním akcionářem ČEZ je český stát.

Členové představenstva a dozorčí rady ČEZ měli při zahájení opčního programu v roce 2003, a v dalších stanovených termínech, možnost zakoupit akcie ČEZ za aktuální tržní cenu, která na pražské burze koncem roku činila 145,70 Kč. Kdy a jaký počet akcií mohli jednotliví členové orgánů koupit není známo, protože opční akciový program ČEZ nebyl zveřejněn. První veřejně známý prodej akcií ČEZ několika členy představenstva společnosti i generálním ředitelem byl učiněn v závěru prosince 2006 za kurz 1 006 Kč. Zveřejnění prodeje bylo v souladu se zákonnou povinností managerů ohlásit prodej akcií vlastní společnosti státnímu doзору. Prodej části vlastněných akcií managementem ČEZ byl pro akciový trh negativní zprávou. V důsledku toho se kurz akcie ČEZ začal propadat. Vývoj kurzu společnosti ČEZ za období let 2002 až 2006 je znázorněn na obrázku 1.

Profit z realizace opčního programu byl pro managery ČEZ značný, i když se jednalo o zhodnocení akcií téměř za čtyři roky a mnohonásobně převýšil jejich roční příjem.

Pro objektivnost hodnocení účinnosti opčního programu je potřebné posoudit, do jaké míry odráží růst tržní ceny akcie ČEZ kvalitu práce managementu společnosti a které další kurzotvorné faktory ovlivnily pohyb kurzu. Jedná se tak o konfrontaci praktického uplatňování opčních akciových programů a teorie chování akciových trhů, nikoli posuzování příjmů managerů.



Obr.1: Vývoj kurzu akcie ČEZ v Kč

Zdroj: www.pse.cz

Hodnocení opčních akciových programů z hlediska teorie akciových trhů

Při hodnocení vývoje kapitálových trhů je nutno vzít v úvahu globalizaci světových finančních trhů a teorii efektivních trhů. Chováním akciových trhů se zabývá fundamentální, technická a psychologická analýza. Tyto hlediska lze využít při hodnocení účinnosti opčních programů. Vývoj kurzu akcie ČEZ bude proto posuzován v kontextu širších souvislostí.

Předně je nutné uvést, že v současné době jsou světové akciové trhy úzce propojeny a růst či pokles trhů se přenáší do jednotlivých teritorií s vysokou korelací. Např. za období 2001 až 2005 měl korelační koeficient indexu pražské burzy PX 50 a indexu vídeňské burzy ATX hodnotu 0,9648046, koeficient korelace s indexem bratislavské burzy SAX byl 0,90419345 [2]. Přitom pohyb kurzů na globálně rostoucích trzích bezprostředně nezávisí na ekonomických výsledcích konkrétních akciových společností.

Sledované období opčního programu v letech 2003 až 2006 bylo obdobím trvalého růstu všech akciových trhů. Vývoj trhů podle oficiálních burzovních indexů amerických burz, japonské burzy, západoevropských burz, východoevropských burz a české burzy je uveden v tabulce 1.

Hodnoty indexů ukazují, že v daném období burzy zaznamenaly růst v rozmezí od 19,2 % na newyorské burze (index DJIA) až po 288,9 % na vídeňské burze (index ATX). Růst akciových trhů odrážel příznivé výsledky světové ekonomiky, která v poslední dekádě trvale ročně rostla o 3 až 5 %.

Tab. 1: Vývoj světových akciových trhů v období let 2003 až 2006 (indexy v bodech)

Trhy (burzy) - indexy	2003	2004	2005	2006	$\frac{2006}{2003}$ (%)
Americké trhy					
New York - DJIA	10 453,9	10 783	10 717,5	12 463,2	119,2
NASDAQ 100	2003,4	2 175,4	2205,3	2415,3	120,6
Japonský trh					
Osaka - NIKKEI 225	10 676,6	11 488,8	16 111,4	17 225,8	161,3
Západoevropské trhy					
Londýn – FTSE 100	4 476,9	4 814,3	5 618,8	6 220,8	139
Frankfurt n. M. – DAX	3 965,2	4 256,1	5 408,3	6 596,9	166,4
Paříž – CAC	3 557,9	3 821,2	4 715,2	5 541,8	155,8
Vídeň – ATX	1 545,2	2 431,4	3 667	4 463,5	288,9
Východoevropské trhy					
Budapešť – BUX	9380	14742,6	20784,7	24844,3	264,9
Bratislava – SAX	177,6	326,6	413,3	415,6	234
Varšava – WIG	1600	1960,6	2699,1		-
Český trh					
Praha - PX	659,1	1032	1 473	1588,9	241,1

Zdroj: internet¹

Tento příznivý světový vývoj se nevyhnul ani českému kapitálovému trhu, který od roku 2003 do roku 2006 akceleroval o 241,1 % a byl jedním z nejrychleji rostoucích trhů. Mimořádný růst českého trhu se opíral o politické a fundamentální ekonomické podmínky. Z politických podmínek lze uvést úspěšnou přípravu a vstup České republiky do Evropské unie, dále standardní regulaci a zprůhlednění kapitálového trhu působením Komise pro cenné papíry. Z ekonomických hledisek na akciový trh příznivě působilo především:

- trvalý růst hrubého domácího produktu v dvojnásobné výši než byl růst americké ekonomiky a vyspělých evropských zemí,
- nízká úroková míra v důsledku nízké inflace pod průměrem zemí Evropské unie.

V tomto pozitivním ekonomickém prostředí se pohybovaly kurzy českých akcií. Nebyl proto důvod, proč by se měl kurz akcie ČEZ vyvíjet odchýlně. Hodnoty kurzů akcií obchodovaných na Burze cenných papírů Praha, a.s. v segmentu SPAD jsou uvedeny v tabulce 2.

¹ Zpracováno z www.nyse.com; www.nasdaq.com; www.tse.or.jp; www.londonstockexchange.com; www.deutsche-boetse.com; www.euronext.com; www.wienaborse.com; www.bse.hu; www.bsse.sk; www.wse.pl; www.pse.cz

Tab. 2: Vývoj kurzů českých akcií v segmentu SPAD v období let 2003 až 2006 (v Kč)

Akcie	2003	2004	2005	2006	$\frac{2006}{2003}$ (%)
ČEZ	145,70	347,80	741,60	960	658,9
CETV			1 409	1 873	-
ECM				1 432	-
ERSTE BANK	24,49	39,30	47,05	58,10	237,2
Komerční banka	2 418	3 272	3 450	3 099	128,2
Philip Morris ČR	15 728	16 776	18 251	10 840	68,9
ORCO		1 286	1809	2755	-
PEGAS NONWOVENS				753	-
TELEFONICA 02	291,30	369,20	524,50	476	163,4
UNIPETROL	66,44	98,20	232,50	234,30	352,6
ZENTIVA		757,60	1 136	1 268	-

Zdroj: www.pse.cz

Z vývoje indexu PX a kurzu akcie ČEZ vyplývá, že akcie za období let 2003 až 2006, kdy byl opční program využit, se zhodnotily o 658,9 %, z toho růst nad trhem (vyjádřený indexem PX 50) činil 417,8 %. Vezme-li se v úvahu, že přínos managementu byl pouze nad hodnotou trhu, potom profit při realizaci opčního programu 860,30 Kč na akcii (počátečný kurz při koupi 145,70 Kč, koncový kurz při prodeji 1006 Kč), by se snížil na 545,50 Kč. Tato cena objektivněji vyjadřuje „přidanou hodnotu“ akcie managementem.

Pro hodnocení vývoje kurzu akcie ČEZ lze také použít fundamentální analýzu ve třech úrovních a to globální (makroekonomickou), odvětvovou a podnikovou. Z hlediska globálních faktorů nejvíce akciové trhy ovlivňuje reálný výstup ekonomiky tj. hrubý domácí produkt. Na jeho růstu se společnost ČEZ svými výsledky podílela, ale ve sledovaném období růst HDP táhl hlavně automobilový průmysl. Z odvětvových faktorů na ČEZ pozitivně působil růst celého odvětví světové energetiky, kde v důsledků minulého omezování výrobních kapacit a rostoucí spotřeby elektřiny se trvale zvyšovaly ceny elektrické energie a tím i ekonomické výsledky odvětví. Podnikové faktory působily na akcii ČEZ příznivě v důsledku výrazného růstu zisku, výplaty dividend, realizace nových projektů a akvizičních aktivit. Zde lze ČEZ hodnotit jako dynamicky se rozvíjející společnost přesahující rámec České republiky s přímým podílem vrcholového managementu na těchto výsledcích.

Vydeme-li z poznatků Kinga (USA, studie v roce 1966), potom kurz akcie je podle fundamentální analýzy ovlivněn globálními faktory z 50 %, odvětvovými faktory z 13 % a podnikovými z 37 % [4]. Pomineme-li globální a odvětvové faktory z výše uvedených důvodů, potom v tomto případě by vliv managementu na růst kurzu akcie za období opčního programu v letech 2003 až 2006 nebyl 860,30 Kč, ale pouze 318,31 Kč. Tato hodnota by měla být vzata pro zainteresovanost managerů, a opční program by tak objektivizovala.

Rovněž Keran (USA, 1971), který se zabýval mechanismem fungování akciového trhu a vlivem ekonomických veličin na změnu akciových kurzů, stanovil, že kurz akcie ovlivňují dva faktory a to reálné zisky společností a úrokové sazby. Přitom růst zisku působí pozitivně, pokles negativně. Úrokové sazby působí opačně, růst sazeb ovlivňuje kurz negativně, pokles pozitivně [3]. Při hodnocení faktoru zisku nutno konstatovat, že ČEZ ve sledovaném období zisk vytvářel a meziročně jej zvyšoval. Na tom má jistě zásluhu management. Žádoucí by bylo podrobněji analyzovat zdroje růstu zisku. Významným zdrojem růstu zisku bylo soustavné zvyšování cen elektřiny, což není vždy jediná a správná cesta. Přitom záměr

managementu ČEZ dosáhnout v roce 2008 stejnou cenu 1 kW elektřiny v České republice jako je v Německu, se zcela vymyká ekonomické realitě. Nabízí se otázka, zda je objektivní za takový postup mimořádně oceňovat vrcholové managery společnosti. Druhý faktor nízké úrokové sazby, které po celé sledované období byly, existovaly nezávisle na výsledcích ČEZ. Naopak, cenový růst elektřiny působil proinflačně a tím nepřímo i na růst úrokových sazeb. Pomíne-li se způsob dosahování zisku, potom ze dvou rozhodujících faktorů růstu kurzu akcie byl pouze tento ovlivněn činností managementu. Z tohoto hlediska by se růst kurzu akcie ČEZ při realizaci opčního programu korigoval z 860,30 Kč o polovinu na 430,15 Kč, což je objektivnější.

Závěr: opční programy ano nebo ne?

Využití opčních akciových programů pro zainteresovanost vrcholového managementu je jednou z metod, jak působit na soulad zájmů managerů a akcionářů. Při objektivizaci podílu managementu na růstu tržní ceny akcie lze opční programy akceptovat. Současná praxe však nekoresponduje s teoretickými poznatky chování akciových trhů. Tři způsoby objektivizace byly uvedeny výše. Nelze-li určit, který postup pro výpočet zhodnocení akcie je nejvhodnější, nabízí se možnost průměrné hodnoty. V případě hodnoceného opčního programu ČEZ by průměrná hodnota růstu akcie pro realizaci opčního programu byla 431,32 Kč. Zvolený způsob výpočtu je nezbytné zakotvit do podmínek opčního programu. V úvahu nutno také vzít cenu opčního práva. Výši opční prémie je vhodné stanovit na počátku programu a při jeho realizaci výsledný finanční efekt o prémii korigovat. Popsaný způsob hmotného ocenění vrcholového managementu by lépe čelil kritice vysokých příjmů manažerů. Objektivizovat nebo limitovat opční akciové programy je žádoucí především u akciových společnostech, kde hlavním akcionářem je stát nebo obec.

V poslední době se vyskytují názory, že realizace opčních programů souvisí s využitím vnitřních informací (insider trading), což je nepřípustné. Faktum je, že pouze vrcholový management má důvěrné informace a nejlépe ví, kdy je vhodné akcie vlastní společnosti prodat. Pokles kurzu akcie ČEZ po využití opčního programu managery společnosti, i když krátkodobý, to potvrzuje. Tento argument je také nutno vzít v úvahu při rozhodování o zavádění opčních akciových programů.

Použitá literatura:

- [1] DUSPIVA, P., TETŘEVOVÁ L. Kapitálové trhy. 3. vydání. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2006. (185 s.) ISBN 80-7194 -896-9
- [2] KUKLA, V. Analýza českého akciového trhu od roku 1995. Diplomová práce. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2006. (87 s.)
- [3] MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing, 1999. (852 s.) ISBN 80- 86006-78-6
- [4] MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002. (459 s.) ISBN 80-86119-55-6
- [5] SOUKUP, J. Mikroekonomická analýza. Slaný: Melandrium, 2001 (217 s.) ISBN 80-86175-13-8
- [6] SYNEK, M. A KOL. Manažerská ekonomika. 4. vydání. Praha: Grada Publishing, 2007. (464 s.) ISBN 978-80-247-1992-4
- [7] SHARPE, W. F., ALEXANDER, G. J. Investice. Praha: Victoria Publishing, 1994. (810 s.) ISBN 80-85605-47-3

Kontaktní adresa:

doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.

Univerzita Pardubice

Ústav ekonomiky a managementu, Fakulta ekonomicko-správní

Studentská 84, 53210 Pardubice

[e-mail:pavel.duspiva@upce.cz](mailto:pavel.duspiva@upce.cz)

tel: 466 036 559