

STŘEDOŠKOLSKÁ ODBORNÁ ČINNOST

Obor č. 13: Ekonomika a řízení

Aplikace hodnoty klíčové osoby při valuaci firmy

Šimon Špilar

Pardubický kraj

Pardubice 2024

STŘEDOŠKOLSKÁ ODBORNÁ ČINNOST

Obor č. 13: Ekonomika a řízení

Aplikace hodnoty klíčové osoby při valuaci firmy

Application of key person value within company valuation

Autoři: Šimon Špilar

Škola: Gymnázium, Pardubice, Dašická 1083, Pardubice 530 03

Kraj: Pardubický kraj

Konzultant: Ing. Otakar Šuffner

Pardubice 2024

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou práci SOČ vypracoval/a samostatně a použil/a jsem pouze prameny a literaturu uvedené v seznamu bibliografických záznamů.

Prohlašuji, že tištěná verze a elektronická verze soutěžní práce SOČ jsou shodné.

Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších předpisů.

V Pardubicích dne 18. 2. 2024

Šimon Špilar

Poděkování

Děkuji panu Otakaru Šuffnerovi, majiteli společnosti FTMO, za podporu a cenné rady při psaní této práce. Velmi si vážím času věnovanému konzultaci mé práce a nalezení prostoru za tohoto velmi vysokého pracovního tempa během vedení firmy s miliardovými obraty a stovkami zaměstnanců. Je to opravdu velkorysá pomoc, které si cením. Děkuji také talentcentru Technecium, projektu SOČ inkubátor a jmenovitě Lence Příplatové a Alexandru Prokopovi za systematickou podporu a školení v metodice vědecké práce.

Anotace

Ve své práci SOČ se zaměřuji na problematiku aplikace hodnoty klíčové osoby při valuaci firmy, zejména v kontextu veřejně obchodovaných společností na akciovém trhu. V práci je pomocí čtyřech výpočetních metodik kvantifikována hodnota klíčové osoby a analyzován její vliv na chod firmy. Každá z těchto metod je založena na jiných metrikách firmy, a tím pádem jsou na sobě nezávislé, což vede v případě podobných výsledků k validaci dané číselné hodnoty. Studie rovněž zkoumá reakce akciového trhu na události, jako je odchod, úmrtí, odchod do důchodu či odvolání klíčové osoby v podobě generálního ředitele. V rámci ohodnocení klíčové osoby jsou brány v potaz další faktory, včetně velikosti firmy, nahraditelnosti klíčové osoby, vlastnického podílu klíčové osoby, stáří společnosti a její vyspělosti.

Prostřednictvím rozboru těchto relevantních faktorů jsou popisovány mechanismy, které ovlivňují ocenění klíčových osobností ve veřejně obchodovaných firmách. Výsledky této práce mohou poskytnout užitečné poznatky pro investory, portfolio manažery, investiční banky a další zainteresované subjekty zabývající valuací firem na finančních trzích.

Klíčová slova

Klíčová osoba; valuace; akciový trh; generální ředitel; vnitřní hodnota

Annotation

In my SOČ thesis, I focus on the application of key person value in firm valuation, especially in the context of publicly traded companies on the stock market. The thesis uses four computational methodologies to quantify the value of the key person and analyze its impact on firm performance. Each of these methods is based on different metrics of the firm and thus are independent of each other, leading to validation of a given numerical value in case of similar results. The study also examines stock market reactions to events such as the departure, death, retirement or removal of a key person in the form of the CEO. Other factors are considered in the valuation of the key person, including the size of the firm, the key person's replaceability, the key person's ownership stake, the age of the firm, and the maturity of the firm.

Through an analysis of these relevant factors, the mechanisms that influence the valuation of key persons in publicly traded firms are described. The results of this paper can provide useful insights for investors, portfolio managers, investment banks and other stakeholders involved in valuing firms in financial markets.

Keywords

Key person; valuation; stock market; CEO; intrinsic value

Obsah

1	Úvod.....	9
2	Akciové trhy	10
3	Fundamentální analýza firmy	11
3.1	Finanční výkazy firmy	12
3.1.1	Výkaz zisků a ztrát	12
3.1.2	Rozvaha	12
3.1.3	Přehled o peněžních tocích.....	13
3.2	Druhy fundamentální analýzy	13
3.2.1	Dividendový diskontní model	14
3.2.2	Analýza diskontovaných peněžních toků	14
4	Cenotvorba akcie.....	16
4.1	Makroekonomické faktory	16
4.2	Mikroekonomické faktory.....	17
4.3	Neočekávané faktory	18
5	Faktor hodnoty klíčové osoby	20
5.1	Další potenciální pozice klíčových osob	22
6	Metody výpočtu hodnoty klíčové osoby	22
6.1	Výpočet na základě ročních kompenzací	23
6.2	Výpočet na základě nákladů na nahrazení klíčové osoby	24
6.3	Výpočet na základě vývoje tržeb pod vedením klíčové osoby a jejího vlivu na ně.....	25
6.4	Výpočet na základě vlivu klíčové osoby na vývoj ceny akcie	27
7	Vývoj hodnoty klíčové osoby v čase.....	28

8	Management rizika spojeného s klíčovou osobou.....	29
9	Reakce akciového trhu na změny týkající se klíčové osoby	30
9.1	Náhlá smrt generálního ředitele ve funkci	31
9.2	Predikovatelná smrt generálního ředitele ve funkci	32
9.3	Odvolání generálního ředitele z funkce	32
9.4	Dobrovolný odchod generálního ředitele z funkce	33
9.5	Odchod generálního ředitele do důchodu.....	33
9.6	Následnictví generálního ředitele podle dědictví	34
10	Porovnání klíčové osoby s vlastnickým podílem a bez.....	35
11	Tržní ohodnocení klíčové osoby do metrik firmy	36
12	Případová studie aplikace metod výpočtu	38
12.1	Meta Platforms a Mark Zuckerberg	38
12.1.1	Aplikace metody násobku roční kompenzace	39
12.1.2	Aplikace metody nákladů na nahrazení	40
12.1.3	Aplikace metody vlivu na vývoj tržeb	42
12.1.4	Aplikace metody vlivu na vývoj ceny akcie firmy	43
12.1.5	Konkluze výpočtu	44
12.2	The Walt Disney Company a Bob Iger	45
12.2.1	Aplikace metody násobku roční kompenzace	46
12.2.2	Aplikace metody nákladů na nahrazení	47
12.2.3	Aplikace metody vlivu na vývoj tržeb	48
12.2.4	Aplikace metody vlivu na vývoj ceny akcie firmy	49
12.2.5	Konkluze výpočtu	51

13	Závěr.....	51
14	Seznam použité literatury	52
15	Seznam obrázků a tabulek.....	55

1 ÚVOD

Akciové trhy jsou klíčovým prvkem světové ekonomiky. Na největší světové burze New York Stock Exchange přesahuje tržní kapitalizace 25 bilionů dolarů¹ a miliony investorů na ní denně provádí transakce². Tato burza je jádrem amerického kapitalismu a zdrojem převážné části ekonomického růstu v posledním století. Retailoví investoři a instituce se zde ucházejí o co nejvýnosnější alokaci jejich kapitálu.

Většina subjektů participujících na akciovém trhu používá různé metody analýzy před samotnou investicí do daného aktiva. Metodika analýzy je výrazně závislá na investičním horizontu. Před krátkodobou investicí, tedy tzv. tradem, je upřednostňována technická analýza, zatímco před dlouhodobou investicí je obvyklá analýza fundamentální. V tomto druhu analýzy je mnoho různých faktorů, na něž se investor zaměřuje. Klíčové jsou finanční výkazy vydávané veřejně obchodovanou firmou dle pravidel Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států (SEC)³ každý kvartál, tedy čtyřikrát ročně. Finanční výkazy vychází v podobě třech dokumentů, které se nazývají income statement (výkaz zisků a ztrát), balance sheet (rozvaha) a cash flow statement (přehled o peněžních tocích). Tyto dokumenty poskytují investorovi analyzujícímu danou firmu kardinální metriky indikující aktuální stav firmy a její budoucí potenciál. Investor má díky nim dokonalý přehled o tržbách, maržích, čistém zisku, dluzích nebo například kapitálových nákladech analyzovaného subjektu. Tyto metriky poté dále investor aplikuje do různých matematických modelů sloužících k výpočtu vnitřní hodnoty akcie firmy, jako je například analýza diskontovaných peněžních toků či dividendový diskontní model.

Faktor, jenž z těchto finančních výkazů ani matematických modelů nelze nijak vyčíst, je hodnota klíčové osoby. Tato opomíjená metrika má ale výrazný dopad na dané podnikání a každý zodpovědný investor by ji měl zahrnout v komplexní analýze podniku. Tato práce je zaměřena právě na často ignorovanou metriku hodnoty klíčové osoby a její aplikaci při valuaci firmy během fundamentální analýzy.

¹ WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. Market Statistics – February 2024. *World federation of exchanges* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://focus.world-exchanges.org/issue/february-2024/market-statistics>

² Trading & Data. Online. *NYSE*. Dostupné z: <https://www.nyse.com/trading-data>. [cit. 2024-04-26].

³ U.S. Securities and Exchange Commission. *Filings & Forms* [online]. 2017 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar>

2 AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy představují burzu, kde se střetávají kupující a prodávající akcí z celého světa. Firmy, jež se rozhodnou stát se veřejně obchodovanými společnostmi a vstoupí na akciový trh, zde nabízejí vlastnický podíl na své firmě v podobě akcie výměnou za propůjčený kapitál od investora pomáhající jim v investicích do dalšího rozvoje a inovace. Dochází zde ke konfrontaci nabídky a poptávky, na základě jejichž poměru je určována cena akcie firmy. Trh je ještě rozdělen na primární, kde probíhá prodej akcií při úpisu či prodej institucionálním investorům k získání kapitálu na financování projektů a sekundární, kde dochází k obchodování s akciemi mezi samotnými retailovými investory. Nabízené akcie jsou ještě rozděleny na tzv. „common stock“, tedy kmenové akcie, s nimiž má majitel akcie vlastnický podíl a právo na hlasování při valné hromadě a „preferred stock“, tedy preferenční akcie, jež se vyznačují preferenčním právem na dividendu a vrácení kapitálu v případě likvidace firmy, avšak jejichž držitelé nemají hlasovací právo při valné hromadě⁴.

Akciové trhy jsou ovlivněny různými faktory, včetně makroekonomických podmínek, politických událostí a výkonnosti samotných společností. Analytici a investoři používají různé metody a nástroje k hodnocení potenciálu investic a predikci budoucího vývoje trhu. Technická analýza se zaměřuje na historická data cenového vývoje, zatímco fundamentální analýza zkoumá základní hodnoty společností, jako jsou zisk, tržby a budoucí vyhlídky.

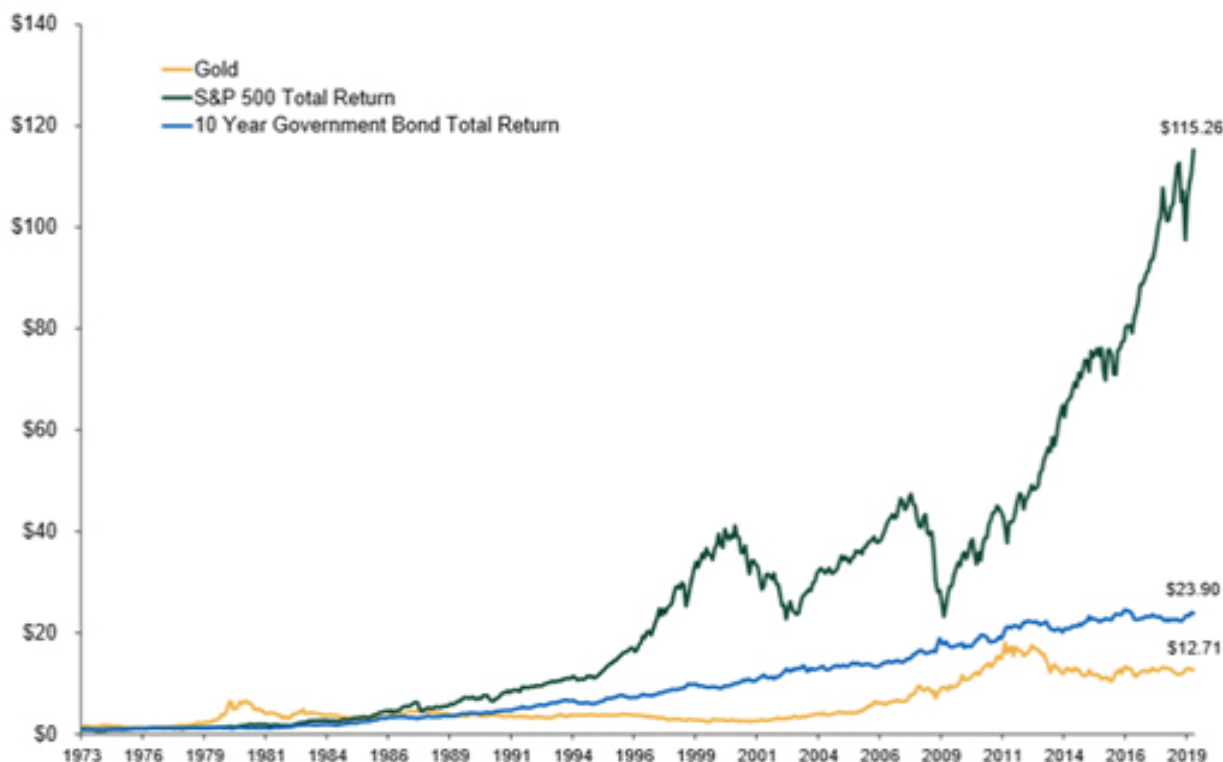
Po celém světě se vyskytuje okolo 60 burz cenných papírů, v nichž jsou dohromady obchodovány firmy s tržní kapitalizací téměř 100 bilionů dolarů⁵. Výrazně tedy katalyzují vývoj ekonomiky právě prouděním kapitálu mezi firmami a investory, což vede k efektivnější distribuci volného kapitálu. Akciové trhy mají již více než staletou tradici a díky dlouhodobé výrazně nadprůměrné výnosnosti se staly oblíbeným místem k uložení finančních prostředků pro investory všeho typu a všeho množství dostupného kapitálu, s nímž operují. I přes četné hospodářské krize v minulosti (1929, 1987, 2000, 2008, 2020) je výnosnost akciového indexu S&P500 zahrnujícího 500 největších amerických firem ve stoletém horizontu průměrně více než 8 % ročně⁶, což láká investory k pokračování ve vkládání kapitálu. Mezi další oblíbené indexové fondy obchodované na burze patří například index 30 bluechipových amerických akcií Dow Jones, sta technických amerických akcií NASDAQ či německý DAX. Akcie jako investiční instrument výkonnosti

⁴ VENCL, Jiří. Druhy akcií: Vyznáte se v akciích? Jaký je rozdíl mezi akcií kmenovou a prioritní? *Finex* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://finex.cz/druhy-akcii-a-jejich-rozdily/>

⁵ SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. Research Quarterly: Equities. *Securities Industry and Financial Markets Association* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sifma.org/resources/research/research-quarterly-equities/>

⁶ MITCHELL, Cory. *Historical Average Stock Market Returns for S&P 500 (5-year to 150-year averages)* [online]. [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://tradethatswing.com/average-historical-stock-market-returns-for-sp-500-5-year-up-to-150-year-averages/>

dlouhodobě překonávají jiné třídy aktiv, jako jsou například dluhopisy či zlato. To je dalším důvodem jejich oblíbenosti. Dle statistiky Gallupova institutu z roku 2023 vlastní 61 % Američanů alespoň nějakou akcii⁷. Tato statistika dále přidává akciím na legitimitě a vede k vyšší motivaci ke vstupu nových firem a investorů na trh. Akciové trhy jsou dále jasným ukazatelem fungování moderní společnosti na základě kapitalistických principů volného trhu. Výnosnost akciového indexu S&P 500 v porovnání s dalšími dvěma oblíbenými aktivy – zlatem a americkými vládními dluhopisy – je ilustrována v grafu níže.



Obr. 1: Výnosnost akciového indexu S&P 500 v porovnání se zlatem a americkými vládními dluhopisy – zdroj: Bernicke wealth management

3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA FIRMY

Fundamentální analýza patří mezi jeden z nejužívanějších druhů analýz firmy obchodované na akciovém trhu. Slouží k výpočtu vnitřní hodnoty firmy a zvážení budoucí potenciální výnosnosti investice. Zaměřuje se na firmu do hloubky a predikuje vývoj ceny akcie v horizontu několika let, nikoli v rámci standardní krátkodobé fluktuace akciového trhu. Uvažuje hodnotu kapitálu a

⁷ What Percentage of Americans Own Stock? *Gallup* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>

peněžních toků firmy, predikuje jejich budoucí míru růstu, a na základě toho i míru růstu firmy jako celku. Ve fundamentální analýze je zohledněna i situace geopolitická a makroekonomická, jež výrazně ovlivňuje vývoj ceny akcie firmy.

Lze využít mnoha různých přístupů k fundamentální analýze, které budou později v této kapitole představeny, ale je nutno zmínit, že každá pečlivá a kvalitní fundamentální analýza se musí skládat z důkladného rozboru kvartálních finančních výkazů firmy. Veřejně obchodované firmy mají dle zákona povinnost každé tři měsíce reportovat své finanční výsledky, aby byly k dispozici finančnímu úřadu a akcionářům. Za pomoci nich se počítá vnitřní hodnota akcie firmy. Vypočtenou hodnotu poté investor porovnává s aktuálním tržním oceněním firmy, na základě čehož dochází k rozhodnutí o dalším postupu. Výstupem fundamentální analýzy je zjištění, zda je firma nadhodnocená, podhodnocená, nebo férově naceněná.

3.1 Finanční výkazy firmy

Finanční výkazy firmy reportované kvartálně jsou rozděleny do třech klíčových dokumentů. Mezi ty patří výkaz zisků a ztrát (income statement), rozvaha (balance sheet) a přehled o peněžních tocích (cash flow statement). Z důvodu zaměření na různé aspekty firmy se finanční výkazy dělí do více dokumentů, což vede to k lepší přehlednosti.

3.1.1 Výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát, chcete-li income statement, je prvním z finančních výkazů, který zde bude rozebrán. Ukazuje výsledek hospodaření dosažený danou účetní jednotkou (firmou) za sledované období, většinou kvartál či rok. Je tedy tokovou veličinou ukazující, kolik výnosů vygenerovala firma za dané období a jaké náklady na tvorbu výnosů vynaložila. Míra, o kolik výnosy převyšují v měřeném období náklady, se nazývá zisk. Je zde detailně rozebrána cesta od celkových tržeb až po čistý zisk skrze odečtení všech nákladů a daní. Po prohlédnutí a porovnání finančních výkazů z více let nebo kvartálů lze dojít k závěru, zda zisky jsou na rostoucím či klesajícím trendu, a tím pádem zdali firma prosperuje, stagnuje, či upadá. Dále lze ve výkazu zisků a ztrát nalézt metriky jako je EBITDA (zisk před započtením úroků, daní a odpisů), úrokové náklady nebo například depreciace statků vlastněných firmou.

3.1.2 Rozvaha

Rozvaha neboli Balance sheet je finanční výkaz, jenž je narozdíl od výkazu zisků a ztrát stavový. Neměří se tady žádný tok peněz za určité období, nýbrž stav aktiv a pasiv v moment měření, většinou na konci kvartálu či roku. Jsou zde reportovány hodnoty celkových aktiv a celkových pasiv firmy, dále aktuálních aktiv a aktuálních pasiv firmy. Mezi aktuální aktiva patří ta, jež mohou ve lhůtě jednoho roku zlikvidněna v hotovost. Mezi aktuální pasiva řadíme zase dluh, jenž může

být do jednoho roku splacen. Z poměru aktiv (assets) a dluhů (liabilities) lze dobře vyčíst finanční zdraví firmy. Dluhy převyšující aktiva jsou varovným signálem, který by měl v potencionálním investorovi vyvolat pochybnosti o rentabilitě investice. Dále je možno v rozvaze dohledat investovaný kapitál, celkový a čistý dluh firmy a počet emitovaných akcií. Vývoj počtu emitovaných akcií je další velmi důležitou metrikou, jež ukazuje na schopnost vedení firmy. Pokud dochází ke zpětnému odkupu akcií ze strany firmy, a tedy i klesá počet akcií v oběhu, firma důvěřuje své budoucnosti a zároveň zvětšuje podíl investorů na firmě. To vychází z faktu, že investor vlastní stále stejný počet akcií, avšak celkový počet akcií v oběhu je menší, a tím pádem je rázem větším procentuálním vlastníkem. Opačným stavem je emise nových akcií ze strany firmy, což může znamenat snahu získání nového kapitálu k inovaci či provozu firmy. Tato situace je pro akcionáře nepříjemná, jelikož emisí nových akcií je jeho podíl zředěn a procentuálně zmenšen. Pro ilustraci lze použít krátký příklad. Firma X má v oběhu 5 akcií a pan Novák vlastní jednu. Je tedy 20% vlastníkem firmy. Když však firma vydá nových 5 akcií, v oběhu je již 10 akcií a pan Novák stále vlastní pouze jednu. Tím pádem je najednou jen 10% vlastníkem firmy a jeho podíl byl zmenšen na polovinu. Naopak kdyby firma X za stavu 5 akcií jednu odkoupila, vlastnil by pan Novák jednu akcii ze čtyřech emitovaných, a tím pádem by byl 25% vlastníkem firmy. Počet akcií na trhu tedy definuje ekvitu drženou akcionáři firmy.

3.1.3 Přehled o peněžních tocích

Poslední, avšak neméně důležitý finanční výkaz, je přehled o peněžních tocích, jinak také nazýván cash flow statement. Tento výkaz sumarizuje toky hotovosti a jejich ekvivalentů do firmy a z ní. Poukazuje tedy na nakládání firmy s penězi a její konečný zůstatek na konci účetního období. Klíčovými metrikami jsou peněžní tok z provozních aktivit, peněžní tok z investic, peněžní tok z finančních aktivit firmy a volný peněžní tok. První zmíněný ukazuje tok peněz generovaný ze samotného podnikání firmy po odečtení nákladů, investiční peněžní tok zahrnuje nákup a prodej aktiv, náklady na akvizice či fúze, případně i půjčky vydané firmou. Mezi finanční aktivity firmy započítané do peněžního toku z finančních aktivit firmy patří vyplácení dividendy, zpětný odkup akcií nebo například splátky dluhu. Volný peněžní tok je poté vypočten odečtením kapitálových nákladů od peněžního toku z provozních aktivit.

3.2 Druhy fundamentální analýzy

K fundamentální analýze lze přistupovat na základě různých perspektiv. Dle velikosti zaměření ji lze dělit na globální, jež zkoumá vývoj trhu jako celku na základě makroekonomické a geopolitické situace, dále na odvětvovou, která svoje zaměření zužuje na pouhý hospodářský sektor, a nakonec na firemní. Poslední zmíněný druh fundamentální analýzy je tím, jenž úzce souvisí s touto prací, a proto bude rozebrán do hlubších podrobností.

Firemní fundamentální analýza slouží k určení vnitřní hodnoty firmy a stanovuje její stav na akciovém trhu. Když tržní ocenění převyšuje vypočtenou vnitřní hodnotu firmy, je považována za nadhodnocenou a nevyplatí se nakupovat akcie dané firmy. V případě opačném, tedy když je vnitřní hodnota vypočtená fundamentální analýzou vyšší než tržní ohodnocení, je akcie firmy podhodnocená a nákup připadá za daných okolností v úvahu. Těto analýzy využívají investoři, kteří ve své investiční strategii aplikují metodu stock pickingu, tedy nákupu akcií jednotlivých firem. Firemní fundamentální analýza samozřejmě není nijak unifikovaná, naopak se zde vyskytuje několik přístupů, jichž investor při tomto druhu analýzy užívá. Níže v podkapitolách jsou rozebrány dva nejčastější modely využívané k výpočtu vnitřní hodnoty akcie firmy.

3.2.1 Dividendový diskontní model

Dividendový diskontní model⁸ je založen na premise, že dnešní cena akcie má hodnotu sumy budoucích dividend diskontovaných zpět do aktuální hodnoty. Analytik zde musí provést subjektivní aproximace a predikce v případě budoucí míry dividendy na akcii a v případě míry diskontování hodnoty dividend do dnešní doby. Vypočítává vnitřní hodnotu firmy neohlížeje se na jakékoli vnější makroekonomické vlivy, což je negativem tohoto modelu. Dalším problémem tohoto modelu je velká citlivost na vstupy, kde jen malá odchylka v jednom vstupu způsobí významný rozdíl ve výsledku výpočtu. Nejčastěji z různých druhů dividendových diskontních modelů se využívá ten jednostupňový, který je vhodný pro vyspělé dividendové společnosti, jelikož počítá s konstantním růstem dividendy. Vzorec pro výpočet jednostupňového dividendového diskontního modelu vypadá následovně:

$$h_v = \sum_{n=1}^N \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

kde: h_v představuje vnitřní hodnotu akcie, N představuje počet let držení akcie, D_0 aktuální dividendu, k ukazuje požadovanou míru výnosnosti investora, g předpokládanou míru růstu dividendy, P_N očekávanou prodejní cenu

3.2.2 Analýza diskontovaných peněžních toků

Analýza diskontovaných peněžních toků⁹ je založena na principu měnící se hodnoty peněz v čase. Základní premisou pro tento druh analýzy je nižší hodnota stejného obnosu peněz v budoucím momentu. Z tohoto důvodu musí investor projektovaný budoucí peněžní tok diskontovat určitou

⁸ Dividend Discount Model (DDM) Formula, Variations, Examples, and Shortcomings. *Investopedia* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>

⁹ Discounted Cash Flow DCF Formula. *Corporate Finance Institute* [online]. [cit. 2024-03-15]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dcf-formula-guide/>

mírou, aby zjistil nynější hodnotu projektovaného budoucího peněžního toku firmy. Ke zjištění míry diskontu se používá metody váženého průměru nákladů kapitálu, jež ukazuje, jakou úrokovou míru platí firma za financování svých činností. K výpočtu vnitřní hodnoty firmy za pomoci této metody je potřeba aproximovat některé proměnné, jež do výpočtu vstupují. Například na základě růstu peněžních toků v minulých letech lze predikovat průměrnou míru růstu v budoucnu. Dále je nutno míru diskontu přizpůsobit stavu, velikosti a typu firmy. U růstových technologických akcií se používá větší míra diskontu ke konzervativnějšímu a střízlivějšímu odhadu dnešní hodnoty budoucích peněžních toků. Naproti tomu bude míra diskontu nižší u stabilních dividendových akcií se zaměřením například na potraviny, nemovitosti či tabák.

Výhodou této metody je její flexibilita a aplikovatelnost na mnoho různých typů firem. Do analýzy diskontovaných peněžních toků lze také projektovat více možností vývoje situace, a tím pádem vypočítat výnosy optimistické a realistické varianty, avšak i započítat případné následky pesimistické možnosti budoucího vývoje. To vše lze učinit pomocí změny predikovaného růstu peněžních toků, případně i změny míry diskontu. Díky tomu ji lze zařadit mezi velmi často využívané a oblíbené metody retailových i institucionálních investorů. Mezi zastánce této metody patří i veleznamý renomovaný investor Warren Buffett¹⁰. Nevýhodou této metody je výrazná možnost mylky či nepřesnosti ve výpočtu vznikající právě odhady a aproximacemi vstupů do výpočtu. Tento nedostatek ale lze při rozhodování o koupi akcie firmy být minimalizován pomocí využití tzv. Margin of safety, tedy jakéhosi bezpečnostního polštáře. Od naší vypočtené vnitřní hodnoty ještě odečteme dalších 15-20 %, čímž se dostaneme ke konzervativnější a bezpečné hodnotě, která by již měla být pro vstup do investice vhodnou. Dalším problémem je nemožnost výpočtu vnitřní hodnoty firmy, jež po delší období vykazuje negativní hodnoty volného peněžního toku. Jelikož je tato metoda počítána s pomocí sumy volných peněžních toků, negativní hodnota této sumy by vedla k nesmyslným záporným výsledkům vnitřní hodnoty akcie. A již z principu věci nemůže nabývat cena akcie záporných hodnot. Chybí zde také inkluze aspektu vedení firmy, externalit působících na pracovníky a morálky samotných pracovníků. Metoda je založena pouze na tvrdých finančních datech.

Níže můžete vidět vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty firmy na základě diskontovaných finančních toků:

$$DPT = \frac{PT_1}{(1+r)^1} + \frac{PT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{PT_n}{(1+r)^n}$$

kde: DPT představuje diskontovaný peněžní tok, PT peněžní tok, r míru diskontu a n časová vzdálenost od realizace peněžního toku (v letech)

¹⁰ Warren Buffett Brilliantly Explains Discounted Cash Flow Analysis + Example! (How to Value a Stock!). Online. 2022. Dostupné z: Dividendology, <https://www.youtube.com/watch?v=GhApasUpb0U>. [cit. 2024-04-26].

Poté, co jsou sečteny budoucí peněžní toky, je třeba přičíst hotovost a její ekvivalenty ve firmě a odečíst celkový dluh. Tím je dostána hodnota ekvity firmy, také někdy nazýváno jako Enterprise value. To pak pouze stačí vydělit počtem vydaných akcií a je vypočtena vnitřní hodnota akcie firmy. To popisuje vzorec níže.

$$h_v = \frac{DPT + H_c - D_c}{A_c}$$

kde: h_v představuje vnitřní hodnotu firmy, DPT diskontovaný peněžní tok, H_c celkovou hotovost, D_c celkový dluh a A_c celkový počet akcií v oběhu

4 CENOTVORBA AKCIE

Každý člověk, jenž investuje svůj kapitál na akciových trzích, by měl chápat základní impulsy, na základě nichž se pohybuje cena akcie společnosti. Několik faktorů, které ovlivňují vývoj ceny akcie, je již náznakem vysvětleno v předchozí kapitole, avšak zde jsou rozebrány detailně. Tyto faktory lze pro přehlednost rozdělit do 3 různých podkategorií, a to do sekce faktorů makroekonomických, dále faktorů mikroekonomických, a nakonec do faktorů neočekávaných událostí. Avšak je vždy nutné si uvědomit, že hlavní myšlenkou, která je základním principem fungování akciových trhů, je střet nabídky a poptávky. Miliony investorů na akciovém trhu se setkávají v nákupu a prodeji akcie. Větší poptávka, a tedy větší zájem o nákup akcie, vede k růstu dané akcie, zatímco nabídka převyšující poptávku způsobuje pokles ceny akcie. Z této premisy vycházejí i všechny faktory ovlivňující cenotvorbu akcie. Všechny tyto faktory jsou vlastně jakýmsi vlivem na velikost nabídky a poptávky.

4.1 Makroekonomické faktory

Ekonomika 21. století je velmi komplexním systémem, jenž má obrovské množství subjektů, vstupů, ale i vlivů, které ji denně ovlivňují. Některé mohou mít pozitivní vliv na vývoj ekonomiky, jiné negativní, další mohou působit ambivalentně. Toto pestré spektrum makroekonomických faktorů, které mají vliv na ekonomiku jako celek, bude zkoumáno na úrovni firmy a cenotvorby její akcie.

Prvním makroekonomickým faktorem ovlivňujícím cenu akcie a její vývoj je fáze hospodářského cyklu a s tím související tržní sentiment. Celkový stav ekonomiky výrazně ovlivňuje chování investora na akciovém trhu, čímž posouvá nabídku a poptávku po dané akci. V době konjunktury se obvykle se zlepšenou náladou a optimismem investorů zvyšuje poptávka po akciích, a tím pádem roste jejich cena, aniž by musela firma dělat výrazné inovace či se posouvat. Pouhý optimismus a pozitivní tržní sentiment může způsobit nárůst ceny akcie. Naproti tomu v době hospodářské krize a recese spojené s pesimismem a negativním tržním sentimentem může klesat cena akcie navzdory

dobrému finančnímu zdraví firmy, rozvoji a inovacím. Pokles je poté způsoben pouze vlivem celkové makroekonomické situace. Tento faktor lze přenést i do měřítka sektoru. Sektor jako celek ve fázi kontrakce a úpadku způsobuje pokles akcií v daném sektoru, přestože třeba zrovna ony mohou prosperovat a ubírat se dobrým směrem. Naopak rostoucí sektor může s sebou na pozitivní trajektorii může vzít i firmy, jež stojí na místě či stagnují. Dokonalým případem je rok 1999 a 2000, kdy všechny internetové firmy rostly závratným tempem, jelikož tento sektor zažíval nevidaný boom. Tento umělý a neodůvodněný růst se však následně ukázal ve chvíli, kdy tato „bublina“ praskla a některé internetové akcie následně ztratily přes 80 % své hodnoty. To přesně dokazuje, že sektorový optimismus může vést k extrémně vysokým tržním valuacím firem, jež svému ohodnocení vůbec neodpovídají. Právě z tohoto důvodu je třeba postupovat s obezřetností v případech těchto trendových pohybů na akciovém trhu.

Dalšími faktory řadícími se do kategorie makroekonomických, které cenu akcie ovlivňují, jsou makroekonomické agregáty, mezi něž se řadí inflace, HDP a nezaměstnanost. Tyto agregáty relativně úzce souvisí s fází hospodářského cyklu a tržním sentimentem. Vysoká inflace, která způsobuje pokles kupní síly domácností a zvýšení úrokových sazeb, snižuje objem investic do akciového trhu a vyvolává negativní tržní sentiment. Častým následkem je pokles či stagnace HDP, což implikuje vstup do recese. Vysoké úrokové sazby zase snižují poptávku po úvěrech a půjčkách, a to brzdí rozvoj ekonomiky. Dále způsobují zpomalení možnosti startu nového podnikání. Malé firmy s omezenými objemy finančních prostředků si často se začátkem podnikání potřebují vzít podnikatelský úvěr, který je však v době vysokých úrokových sazeb jen těžko dostupný. To celé zpomaluje rozvoj nových start-upů a inovací, a tím pádem má negativní vliv na ekonomiku jako celek. Mezi makroekonomické faktory působí také fluktuace měnových kurzů, která může v případě výrazné koncentrace firmy v jedné zemi způsobit markantní pohyb ve výši tržeb. Nezaměstnanost ve vysoké míře má také negativní vlivy na cenotvorbu akcie, jelikož nejsou využity výrobní faktory v plné míře, a tím pádem ani potenciál ekonomiky není využit naplno. Dále nezaměstnanost vede k celkové nespokojenosti ve společnosti, zvýšení míry chudoby a následně i k nepokojům a neklidu v daném místě. To všechno působí negativně na ceny akcií.

4.2 Mikroekonomické faktory

Stejně důležité, ba dokonce důležitější jsou při cenotvorbě akcií mikroekonomické faktory, tedy faktory na úrovni dané firmy. Stav samotné firmy je klíčovým pro vývoj ceny její akcie. Firma má povinnost zveřejňovat své finanční výkazy každý kvartál, na základě nichž si investor může udělat obrázek o aktuálním fungování společnosti.

Se zveřejněním finančních výkazů firmy je spojena také prezentace, kde většinou generální ředitel společně s nejvyšším managementem představí aktuální stav a budoucí vizi firmy a jejího potenciálního rozvoje. Tato významná akce je často klíčová v cenotvorbě akcie, jelikož jejím výstupem bývá pohyb ceny akcie v řádu několika jednotek, někdy dokonce i desítek procent.

Dalším důležitým faktorem na mikroekonomické úrovni je inovativnost firmy. Firma, která je schopna úspěšně uvádět na trh nové a kvalitní produkty, prosperuje a daří se jí. S nedostatečnou inovací a dlouhým obdobím se stejnou produktovou nabídkou většinou dochází ke stagnaci, později i k úpadku. To se projevuje i v ceně akcií. S tím dále souvisí patenty a práva k využití vynálezů a know-how. Například farmaceutické firmy jsou existencionalně závislé na patentech na své léky. Patent jim totiž často zajišťuje monopolní postavení na trhu s daným lékem. To bylo možné vidět u společnosti AbbVie a léku Humira, který se stal s tržbami 114 miliard dolarů nejprodávanějším lékem v historii¹¹. Bohužel ale v roce 2023 vypršel společnosti AbbVie patent, a proto o exkluzivní právo na výrobu přišla. Po vypršení tohoto patentu akcie firmy během kalendářního roku 2023 stagnovala a výrazně zaostala za tržním průměrem.

Dalším klíčovým faktorem, který ovlivňuje cenotvorbu akcie, je personální zastoupení ve vedoucích pozicích firmy. Lidé v nejvyšším managementu a generální ředitel mají markantní roli ve vývoji ceny akcie. Ti totiž udávají firmě směr, dávají jí vizi a utvářejí strategii. Jejich vliv je často podceňován, ba dokonce i ignorován při výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Hodnota klíčové osoby je hlavně z tohoto důvodu tématem této práce. Tato práce slouží k tomu poukázat na roli klíčové osoby ve firmě a její nezanedbatelný vliv na cenový vývoj akcie.

4.3 Neočekávané faktory

Poslední kategorie faktorů, které lze považovat za vlivné na vývoj ceny akcie, jsou ty neočekávané. Firmy nemají šanci nijak predikovat příchod těchto událostí, ale jejich vliv je na vývoj ceny akcie výrazný. Některé z těchto faktorů mohou být ovlivněny lobbováním v politice či globální diverzifikace, avšak jejich příchodu lze jen těžko zabránit.

Prvním z těchto faktorů, jenž je v této kapitole zmíněn, je počátek obchodní války. Znepřátelené státy mohou na základě politických rozepří začít s obchodní válkou tím, že zavedou cla na zboží nepřátelského státu. To je většinou opětováno odvetným opatřením ze strany druhé, a tím pádem jsou mezi zeměmi oboustranná cla, která pouze poškozují podniky z obou zemí. To je obzvláště markantní, když mezi těmito státy probíhá obchod ve velmi výrazném objemu. Jako příklad lze uvést obchodní válku mezi dvěma největšími ekonomikami, Čínou a USA, která začala v roce 2018 se zvýšením cel na čínské zboží ze strany amerického prezidenta Donalda Trumpa¹². Ta měla za následek pomalejší ekonomický růst v obou zemích a dražší ceny pro koncové spotřebitele. Americké firmy obchodující s Čínou také měly problém s většími náklady na vstupy do výroby právě z důvodu cel. To mohlo způsobit stagnaci či pokles jejich akcie.

¹¹ How a Drug Company Made \$114 Billion by Gaming the U.S. Patent System. *The New York Times* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2023/01/28/business/humira-abbvie-monopoly.html>

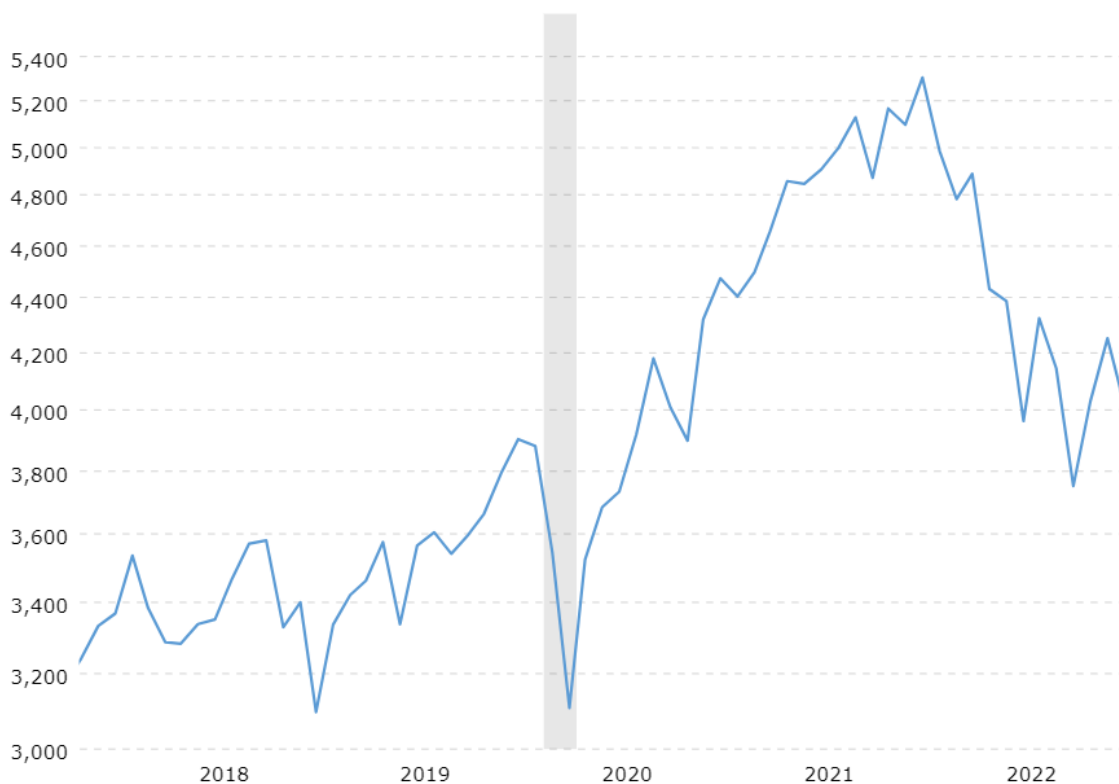
¹² Trump Hits China With Tariffs on \$200 Billion in Goods, Escalating Trade War. Online. *New York Times*. 2018. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2018/09/17/us/politics/trump-china-tariffs-trade.html>. [cit. 2024-04-26].

Dalším neočekávaným faktorem, který může vstoupit do hry, je počátek války. Ten má velmi ambivalentní účinky a může způsobit jak pokles, tak i nárůst ceny akcie. Závisí na vztahu daného podnikání k oblasti války, případně i na symbióze sektoru s válkou. K uvedení do praxe použiji příklad zbrojního průmyslu, na nějž má válka pozitivní vliv a na druhé straně případ izraelské burzy a její propad po útoku teroristické organizace Hamas¹³. Zbrojní průmysl zažil nevídaný a nadprůměrný růst po začátku války na Ukrajině, která výrazně zvýšila poptávku po zbraních a zbrojní firmy pomalu nestíhaly vyrábět. České zbrojovky zaznamenaly rekordní zisky v roce 2022 a s pokračující válkou tato poptávka příliš neustává. Naopak země po celém světě dále výrazně investují do obrany s příchodem strachu z rozšíření válečného konfliktu. Také existuje závazek pro členy Severoatlantické aliance, který dává za správnou míru výdajů na obranu 2 % HDP, což většina ze států NATO aktuálně nedodržuje. V době války se ale zvětšují výdaje na obranu i v evropských zemích, a proto poptávka výrazně roste. Tento fakt výrazně zvýšil také zájem investorů o akcie zbrojovek a ty díky tomu zažily v posledních letech nadprůměrný růst. Opačným případem je izraelská burza, která po útoku Hamasu v říjnu 2023 ztratila část své tržní kapitalizace a výrazně utrpěla začátkem války v pásmu Gazy. Celkově izraelská ekonomika z důvodu války upadá, což má za následek i pokles akcií izraelských firem.

Posledním neočekávaným faktorem, který tu bude zmíněn, je přírodní katastrofa. Firmy závislé na infrastruktuře v místě přírodní katastrofy mohou utrpět výrazné ztráty na zisku i majetku. V případě hurikánu či záplav mohou být následky drtivé. Například firma zaměřená na realitu v konkrétní lokalitě zasažené právě přírodní katastrofou může přijít o nevídanou část zisků, když dojde k poškození jejich nemovitostí. To se nepochybně projeví i na ceně akcie. Na opačné straně se může nacházet firma zaměřená na opravu domů a infrastruktury, která má následně v místě katastrofy silnou poptávku po svých službách. Ta může z této nešťastné situace profitovat a zajistit tím růst ceny své akcie. Mezi další katastrofické situace lze zařadit i například nedávno prožitý počátek pandemie COVID-19, což způsobilo výrazný pokles akciových trhů. Graf níže popisuje právě více než třicetiprocentní propad akciového trhu způsobený touto nečekanou událostí. V šedě vyznačené ploše lze vidět výrazný pokles v prvním kvartálu roku 2020, který přišel s příchodem koronaviru do Spojených států amerických a počátkem lockdownu a karantény. To totiž vedlo k zavírání podniků a krachu mnohých firem, což ekonomiku značně zpomalilo a ochladilo. Následkem byla všeobecná panika a odliv kapitálu z akciového trhu, což mělo za následek právě tento nevídaně velký pokles akciového indexu S&P 500. Větší ránu zažily akciové trhy pouze

¹³ Israel markets sink, businesses shut after Hamas attack. Online. *Reuters*. 2023. Dostupné z: <https://www.reuters.com/world/middle-east/israel-markets-sink-businesses-shut-after-hamas-attack-2023-10-08/>. [cit. 2024-04-26].

v roce 1929 při počátku Velké hospodářské krize a roku 2000 při prasknutí dot-com bubliny.



Obr. 2: Reakce akciového trhu na začátek pandemie COVID-19 – zdroj: Macrotrends

5 FAKTOR HODNOTY KLÍČOVÉ OSOBY

Faktor hodnoty klíčové osoby je metrika využitelná při výpočtu vnitřní hodnoty firmy pomocí fundamentální finanční analýzy. Díky ní lze absolutními čísly zjistit vliv jedné klíčové osoby na chod a prosperitu podniku či naopak úpadek. Inkluze této metriky ve finanční analýze firmy mění pohled analytika na firmu jako takovou. Vnáší do analýzy, jenž je plná tvrdých dat a čísel, faktor člověka, který je často kardinální pro hladké fungování a růst firmy. Dle mého výzkumu a vlastní zkušenosti s mnoha různými přístupy k analýze společnosti jsem došel k závěru, že je tento faktor výrazně přehlížený, dokonce až ignorovaný. Nalezení analytika, jenž zohledňuje tuto metriku ve své analýze, je opravdu obtížné. Ignorace a přehlížení této metriky může nezřídka způsobit výraznou chybu v designované výsledné vnitřní hodnotě firmy, vypočtené pouze na základě výkazu zisků a ztrát, rozvahy a přehledu o peněžních tocích.

Kvantifikace této metriky v konkrétních číslech není jednoduchá, jelikož je ovlivňována mnohými externalitami. Míra hodnoty klíčové osoby se výrazně liší u malých a velkých firem. Štíhlý start-up či malá firma o několika zaměstnancích je většinou existenciálně závislá na idejích generálního ředitele a jeho vizi o směřování firmy. Generální ředitel (CEO) malého podniku má tedy výrazný,

často majoritní vliv na vývoj firmy. To je ale po většinu času právě naopak u velkých firem, korporací a konglomerátů. Tam se jen zřídka stane, aby CEO majoritně ovlivňoval všechno dění ve firmě. Interní procesy jsou totiž automatizované a fungují nezávisle na vůli aktuálního vedení. K velmi nízké hodnotě klíčové osoby dochází také ve firmách s výraznou konkurenční výhodou, jimž často pouze stačí pokračovat v stejných krocích k udržení se na úspěšné trajektorii, což není příliš závislé na rozhodnutí generálního ředitele. Tyto velké podniky mnohokrát i cíleně pracují na snížení vlivu generálního ředitele, čehož docilují na základě výstavby stabilního kvalitního týmu ve vrstvě nevyššího managementu, čímž činí generálního ředitele více nahraditelným, a tím pádem méně hodnotným. Elitní firmy mají také často velmi propracovaný konkrétní plán následnictví, vcházející v platnost ve chvíli nečekané události, jako je smrt generálního ředitele, jeho odchod či odvolání.

Hodnota klíčové osoby je dále závislá na vlastnickém zainterесování generálního ředitele. V mnohých firmách je generální ředitel zároveň vlastníkem a zakladatelem firmy. To má výrazný vliv na jeho hodnotu, jelikož zakladatelství a vlastnictví firmy dodává generálnímu řediteli dokonalou znalost firmy a silný finanční zájem na její prosperitě a dalším rozvoji. V jiných firmách, kde není generální ředitel majoritním vlastníkem, je tato výrazná vnitřní motivace v podobě asymetrických výdělků, exponenciálně vyšších oproti normálnímu ročnímu ohodnocení, v generálním řediteli vznikena za pomoci vlastnického podílu na firmě, finančního ohodnocení na základě procenta ze zisků v daném roce, či dokonce na základě opčního programu, aktivujícího se při dosažení určitých předem vytyčených cílů a metrik.

Hodnota klíčové osoby u konkrétního generálního ředitele, avšak téměř nikdy nezůstává konstantní. Její vývoj v čase je dalším ukazatelem, který je třeba brát v potaz. Generální ředitel může mít v určitém období pozitivní a konstruktivní vliv na firmu, zatímco jindy negativní a destruktivní. Ve špatném období může nabývat hodnota klíčové osoby i záporných čísel. Stále je to ale jedna a ta samá osoba. Proto je velmi těžké i u jedné osoby kvantifikovat její hodnotu. Toto lze vyřešit sběrem vzorku z širšího časového období.

Další externalitou mající vliv na hodnotu klíčové osoby je stáří firmy. Mladé firmy, které absolvují své první roky na trhu, jsou často výrazně závislé na svém generálním řediteli. Správné vedení firmy by ale s vyspíváním firmy a jejím budování pozice ve svém sektoru mělo usilovat o stabilní tým vysokého managementu, který podpoří generálního ředitele, avšak zároveň ho sesadí z výsadní pozice s majoritním vlivem na firmu. Firmy vyspělé a starší se mnohokrát, avšak ne vždy, vyznačují právě nižší závislostí na jedné osobě v podobě generálního ředitele. Jsou zde ale i případy, kdy i obrovské firmy stojí na inovativnosti a vizionářství jediného člověka. Tyto firmy jsou v případě změny vedení odsouzeny k výrazným problémům způsobeným nenahraditelností generálního ředitele.

Analytik tedy při výpočtu hodnoty klíčové osoby musí přistoupit k několika subjektivním odhadům, kterými aproximuje právě vliv výše zmíněných externalit na míru hodnoty klíčové

osoby. To může způsobit značnou diskrepanci ve výsledcích výpočtů. Je tudíž třeba zahrnout více metod výpočtu a nalézt střední hodnotu k získání co nejpřesnější představy o hodnotě klíčové osoby.

5.1 Další potenciální pozice klíčových osob

Přestože tato práce z praktických důvodů bude zaměřena na klíčovou osobu pouze v podobě generálního ředitele, nemusí tomu tak vždy být. Pozice generálního ředitele jako klíčové osoby byla pro účely této práce zvolena z toho důvodu, že je klíčovou osobou nejčastěji a také proto, že je o něm velké množství transparentních a dohledatelných dat. Ty jsou součástí tzv. Proxy Statements, které musí každá veřejně obchodovaná firma v USA vydávat a deklarovat své finanční výkazy, mimo jiné také kompenzace vyplacené generálnímu řediteli.

Avšak kromě generálního ředitele může být klíčovou osobou například geniální obchodník, jenž firmě získává převážnou většinu všech zakázek. Dále jím může být třeba programátor, na němž celý software, který je jádrem podnikání firmy, stojí a bez něhož zkrátka a jednoduše nemůže fungovat. Dalším příkladem je celebrita, která je tváří nějakého produktu firmy, a tím pádem má výrazný vliv na tržby z tohoto produktu. To je možné vidět například u společnosti Nike a kolekce oblečení a bot Jordan, které své jméno získaly od jednoho z nejlepších basketbalistů v historii, Michaela Jordana. Tato kolekce je založena převážně na jeho jméně a osobnosti. Bylo by možné zmínit i další příklady klíčových osob na různých jiných pozicích, avšak tyto tři výše zmíněné jsou po generálním řediteli nejčastější.

6 METODY VÝPOČTU HODNOTY KLÍČOVÉ OSOBY

Jak bylo již výše zmíněno, k aproximaci hodnoty klíčové osoby použijeme více různých konceptů. Každý z nich se na tuto problematiku zaměří z jiného úhlu pohledu a za použití rozličných statistik monitorujících výkon firmy a generálního ředitele. Podíváme se na metodiky založené více na objektivní interpretaci dat vycházejících z finančních výkazů firmy a na druhé straně na ty, které svůj postup zakládají na několika subjektivních odhadech analytika.

První z metod popsanych v této práci je využívána pojišťovny zajišťujícími riziko smrti či zranění klíčové osoby, zatímco další metody jsou výsledkem mého přemýšlení a výzkumu nad tímto tématem. Toto porovnání může posloužit ke zjištění nedostatků v různých metodách ohodnocení a ve výsledků k vyhodnocení opravdového meritu výpočetních metod. Nejpřesnější metoda pak může dále sloužit různým investorům a institucím se zájmem o zahrnutí hodnoty klíčové osoby do jejich finanční analýzy podniku. Před samotným popisem metodik výpočtu hodnoty klíčové osoby je nutno podotknout, že faktory ovlivňující výpočet jsou u každé firmy unikátní, a proto lze jen těžko aplikovat jednotný vzorec pro všechny firmy. Jak již bylo výše zmíněno, je zde mnoho externalit, které ovlivňují hodnotu klíčové osoby, jako je například stáří

firmy, velikost firmy, vlastnické zainteresování generálního ředitele či konkurenční výhoda firmy. I z tohoto důvodu nelze unifikovat postup při výpočtu této hodnoty u různých firem.

Při porovnávání hodnot klíčové osoby je dále nutné dávat do srovnání pouze srovnatelné firmy. Pod pojem srovnatelné firmy řadím ty, podnikající ve stejném či velmi podobném odvětví za alespoň trochu porovnatelné velikosti dle tržní kapitalizace. Nelze totiž porovnávat hodnotu klíčové osoby ve firmě o deseti zaměstnancích a ve firmě o deseti tisících zaměstnancích, přestože třeba podnikají ve stejném sektoru. Na druhé straně lze jen těžko porovnat hodnotu klíčové osoby ve firmě zaměřené na výrobu elektriny a firmě zaměřené na distribuci a prodej potravin, přestože obě mají deset tisíc zaměstnanců a jejich tržní kapitalizace je obdobná. Z výše zmíněných důvodů se stojí za to zabývat komparací pouze firem splňujících podmínky shrnuté v posledních větách. Abych to konkrétně exemplifikoval, ke komparaci lze použít hodnotu klíčové osoby ve společnosti Apple a Samsung, jelikož lze obě firmy klasifikovat jako velké a podnikající ve stejném sektoru. To však opravdu nelze při porovnávání společnosti Apple se společností Starbucks. Firmy jsou svým zaměřením diametrálně odlišné, jejich způsob podnikání a struktura firmy je nesrovnatelná, a proto nelze porovnávat ani hodnotu klíčové osoby, přestože lze obě firmy klasifikovat jako velké.

6.1 Výpočet na základě ročních kompenzací

První ze způsobů, který lze k výpočtu hodnoty klíčové osoby využít, je násobek roční kompenzace generálního ředitele. Generální ředitel je většinou kompenzován dvěma různými složkami. První z nich je klasický měsíční základ, jenž je známým modelem u většiny zaměstnanců, k němuž je však u generálního ředitele přidávána téměř vždy jakási prémie závislá na finančních výsledcích firmy za dané období. Jelikož je velmi často navázána kompenzace právě na výkon a tato pohyblivá složka tvoří převážnou část z celkové kompenzace, zohledňuje tato metrika závislost hodnoty klíčové osoby na aktuálním stavu firmy. Dále může být ovlivněna samozřejmě i makroekonomickým cyklem, kdy konjunktura po většinu času zvyšuje pohyblivou složku kompenzace, zatímco recese dělá pravý opak. Ke zvolení konkrétního násobku roční kompenzace lze získat inspiraci u pojišťoven zabývajících se minimalizací rizika spojeného se smrtí či vážnou nemocí klíčové osoby. Některé pojišťovny pojistí klíčovou osobu na pěti až sedminásobek jejich roční kompenzaci, jiné zdroje mluví dokonce až o desetinásobku¹⁴. U výraznějších generálních ředitelů bude použit vyšší násobek blízký se číslu 10, u méně významných spíše blíže číslu 5. Touto metodou lze tedy zjistit jeden konkrétní číselný výsledek hodnoty klíčové osoby. Na slabou stránku této metodiky výpočtu analytik narazí v případě negativního vlivu generálního ředitele na firmu. Jelikož je i špatný generální ředitel kompenzován relativně štedře, nikdy nebude výsledkem výpočtu touto metodou záporné číslo, přestože hodnota klíčové osoby záporných čísel nabývat

¹⁴ SCOTTISH WIDOWS. Key person. *Scottish Widows* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.scottishwidowsprotect.co.uk/businessprotectiontools/KeyPersonRebrand>

může. Vzorec níže popisuje výpočet hodnoty klíčové osoby za pomoci násobku ročních kompenzací.

$$h_{ko} = x \cdot k; x \in \{5; 6; 7; 8; 9; 10\}$$

kde: h_{ko} představuje hodnotu klíčové osoby, k představuje celkovou roční kompenzaci

6.2 Výpočet na základě nákladů na nahrazení klíčové osoby

Druhý způsob výpočtu hodnoty klíčové osoby, který bude v této práci představen, vychází z nákladů na nahrazení klíčové osoby. Konec generálního ředitele ve funkci často firmu výrazně zasáhne a ta musí následně vynaložit velké úsilí a investovat mnoho peněz do nalezení odpovídající substitute. Ta ale musí být také řádně proškolená a adaptovat se na interní podmínky. Firma tedy během školení nového generálního ředitele má ušlý zisk a mzdové výdaje, které zatím negenerují protihodnotu. Ta se objeví až ve stavu, kdy je nový generální ředitel dokonale proškolen a je ve stavu plné výkonnosti na úrovni toho předchozího. Zatímco u nižších administrativních pozic netrvá nahrazení jedince mnoho času, změna generálního ředitele a vytrénování jeho náhrady může zabrat klidně i více než rok. Dále s tímto krokem neodmyslitelně souvisí odstupné, které ve sférách nejvyššího managementu ve velkých firmách dosahuje několika milionu dolarů, někdy i vyšších desítek milionů. V krajních případech si končící generální ředitel přijde i na stovky milionů dolarů. Například Philip Purcell, tehdejší generální ředitel společnosti Morgan Stanley, dostal balíček odstupného v hodnotě 113,7 milionu¹⁵ dolarů po jeho odchodu z firmy v roce 2005. Odstupné se většinou skládá z nižších jednotek násobku ročního platu, bonusu, akciových opcí a důchodového fondu, v některých případech i ze zdravotních benefitů a nákladů na kancelář a sekretariát.

Náklady na nahrazení klíčové osoby tedy tvoří součet odstupného končícího generálního ředitele, mzdové náklady u nového generálního ředitele během jeho doby zaškolování a ušlého zisku či poklesu tržeb v době jakéhosi bezvládní, tedy stavu, kdy již starý generální ředitel odešel a ten nový ještě není zaškolen do stavu plné výkonnosti.

Výsledky výpočtu za pomoci této metody se samozřejmě liší na základě způsobu odchodu generálního ředitele. V případě nečekaného a rychlého odchodu generálního ředitele či krajního případu smrti se náklady firmy na nalezení náhrady a náklady ušlého zisku většinou vyšplhají výše, než když je vše předem naplánováno, což je případ odchodu generálního ředitele dohodou s firmou s určitou předávací lhůtou sloužící k zachování kontinuity ve firmě. Specifickým případem je odvolání generálního ředitele. Tam se náklady liší u každé firmy, a proto je třeba přistupovat

¹⁵ DASH, Eric. The Reward For Leaving: \$113 Million. *The New York Times* [online]. 2005 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2005/07/08/business/the-reward-for-leaving-113-million.html%20113.7>

individuálně. Samozřejmě je jiným stavem vyhození bez připravené náhrady a vyhození s jasným vytyčeným plánem.

Slabinou této metody je situace, kdy má firma perfektně připravený plán následnictví, a tím pádem dojde k dokonale hladkému předání, které trvá v řádu jednotek měsíců. V tom případě jsou výsledkem výpočtu relativně nízké hodnoty na straně nákladů ušlého zisku a mzdových nákladech v době zaškolení, tedy dvou ze tří elementů výpočtu. To však může být kompenzováno vysokým odstupným, jelikož v případě konsenzuálního a plánovaného rozchodu generálního ředitele a firmy bývá odstupné, také často symptomaticky nazývané jako „zlatý padák“, obrovsky štedré.

Na další potíž naráží tato metoda v případě možnosti měření. Dokonale přesně lze vypočítat pouze zpětně, protože v žádném případě nelze predikovat výši odstupného, dobu zaškolení nového generálního ředitele a už vůbec ne ušlý zisk. Lze zde také najít stejný problém jako u první metody, a tedy, že výsledek tohoto výpočtu ze své podstaty nemůže nabývat záporných hodnot, přestože hodnota klíčové osoby být záporná může.

$$h_{ko} = o + z_u + n_z$$

kde: h_{ko} představuje hodnotu klíčové osoby, o odstupné, z_u ušlý zisk a n_z náklady na zaškolení

6.3 Výpočet na základě vývoje tržeb pod vedením klíčové osoby a jejího vlivu na ně

Třetí představený způsob výpočtu v této práci je postaven na premise, že klíčová osoba má vliv na vývoj tržeb. Tento vliv bude vyjádřen na základě koeficientu udávaného v procentech, který je závislý na velikosti firmy a vlivnosti konkrétního generálního ředitele. Je vždy těžké dojít ke konkrétnímu číslu u tohoto koeficientu, a proto musí analytik při svém bádání využít subjektivních odhadů. Jsou zde dva faktory, na základě kterých lze určit procentuální hodnotu koeficientu vlivu klíčové osoby na vývoj tržeb. Prvním z nich je velikost firmy. Obecně platí, že čím větší firma, tím menší je vliv klíčové osoby na vývoj tržeb firmy. Druhým je poté vlivnost generálního ředitele. Tento faktor je velmi subjektivní a musí zde dojít k určitému zamyšlení o konkrétním generálním řediteli a následném odhadu jeho vlivu. Vlivnost generálního ředitele je ale minoritní složkou při určování konkrétní hodnoty koeficientu vlivu klíčové osoby na vývoj tržeb. Analytik jej v případě zájmu a výrazně nadprůměrné či podprůměrné vlivnosti generálního ředitele může zahrnout, není však klíčovým faktorem tohoto výpočtu. Posouvá tuto hodnotu v řádu jednotek procent z hodnoty koeficientu, a proto je tedy tento koeficient založen převážně na velikosti firmy. Na základě mé odborné estimace jsem došel k určité kvantifikaci tohoto koeficientu na základě tržní kapitalizace firmy. To jsem shrnul v tabulce níže.

Tab. 1: Kvantifikace koeficientu vlivnosti na základě tržní kapitalizace firmy; Zdroj: Vlastní zpracování

Velikost firmy (tržní kapitalizace)	Koeficient vlivnosti
Large-cap (10 mld. USD+)	3%
Mid-cap (2-10 mld. USD)	6%
Small-cap (250 mil. - 2 mld. USD)	12%
Micro-cap (0-250 mil. USD)	30%

Tabulka popisuje vztah nepřímé úměry mezi velikostí firmy a koeficientem vlivnosti. Čím větší je firma, tím menší vliv má generální ředitel na vývoj tržeb. Tento vztah je zapříčiněn tím, že v případě velkých firem s tržní kapitalizací nad 10 miliard dolarů probíhá převážná většina interních procesů nezávisle na generálním řediteli. Z tohoto důvodu nemá generální ředitel takový vliv. Čím se firma zmenšuje, tím je závislost vývoje firmy na generálním řediteli exponenciálně vyšší, což u firem klasifikovaných jako „Micro-cap“ vede ke koeficientu vlivnosti v řádu desítek procent. U firem, které jsou na dolní hranici kategorie „Micro-cap“, tedy jejich tržní kapitalizace je pouze v jednotkách milionů dolarů, se může koeficient vlivnosti pohybovat i ve vyšších desítkách procent, někdy se může blížit až stu procent. Případ stoprocentního koeficientu vlivnosti nastává, když je generální ředitel zároveň jediným člověkem ve firmě, a proto je vše kompletně závislé na něm.

Pomocí výše zmíněného koeficientu lze v absolutních číslech vypočítat hodnotu klíčové osoby vynásobením koeficientu vlivu klíčové osoby na vývoj tržeb a číselného vývoje (růstu či poklesu) tržeb firmy v měřeném období.

Velkou výhodou této metody oproti předchozím dvěma je, že s jejím využitím může hodnota klíčové osoby nabývat záporných čísel. K tomuto dojde v případě poklesu tržeb pod vedením klíčové osoby. Po vynásobení celkového poklesu tržeb koeficientem vlivu klíčové osoby je výsledkem záporné číslo. Při použití této metody je však kardinální do úvahy brát i vliv makroekonomické situace. Ta totiž může výsledek značně zkreslovat.

Slabou stránkou této metodiky výpočtu je značná subjektivita jednoho ze dvou vstupů do výpočtu, a to koeficientu vlivu klíčové osoby na vývoj tržeb, jež výrazně ovlivňuje následný kvantifikovaný výsledek hodnoty klíčové osoby. Je tedy nutné věnovat značnou pozornost kvalitní aproximaci právě koeficientu vlivu klíčové osoby na vývoj tržeb.

$$h_{ko} = k_v \cdot v_t$$

kde: h_{ko} představuje hodnotu klíčové osoby, k_v koeficient vlivnosti a v_t vývoj tržeb

6.4 Výpočet na základě vlivu klíčové osoby na vývoj ceny akcie

Čtvrtou, a asi i nejkomplicovanější metodou výpočtu hodnoty klíčové osoby je porovnání aktuální hodnoty dané firmy za stavu participace klíčové osoby s hypotetickou hodnotou firmy, kdyby tam daná klíčová osoba nebyla. Tato metoda je nejtěžší ke generalizaci a exaktní kvantifikaci, avšak pokusím se zde popsat její kvality. V hypotetickém světě by totiž tato varianta byla úplně nepřesnějším způsobem výpočtu hodnoty klíčové osoby. Od hodnoty firmy X s klíčovou osobou byste odečetli hodnotu stejné firmy X bez klíčové osoby a rozdíl by dokonale vyjadřoval hodnotu klíčové osoby. Jelikož ale toto nelze reálně provést, je třeba se znovu obrátit k metodě odhadu a aproximace na základě dat z akciového trhu, na němž je firma obchodována.

V této práci pro výpočet hodnoty klíčové osoby na základě této nové, nikdy nepoužité metody, využiji metody diskontování přidané hodnoty klíčové osoby. Jednoduše porovnam výkon firmy na akciovém trhu s tržním průměrem a odchylku od průměru vynásobenou koeficientem vlivnosti přisoudím hodnotě klíčové osoby. Tedy firmy, které překonávají tržní výkon, mají generálního ředitele s kladnou hodnotou klíčové osoby a firmy zaostávající za trhem generálního ředitele s hodnotou negativní. Z odchylky od tržního průměru lze zjistit v absolutních číslech, kolik milionů či miliard dolarů v tržní kapitalizaci firmy přinesl generální ředitel jako přidanou hodnotu své osoby. Toto tvrzení vychází z premisy, že by měla firma bez klíčové osoby průměrný tržní výkon, a že právě klíčová osoba tento výkon elevuje nad tržní průměr, či ho naopak zpomaluje, a tím pádem firmu připravuje o jisté procento z tržní kapitalizace. Stejně jako u minulé metody výpočtu zde bude využit koeficient vlivnosti, jelikož klíčová osoba nemá plný vliv na překonávání či zaostávání oproti tržnímu průměru. Hodnoty koeficientu vlivnosti jsou stejné jako u předchozí metody výpočtu.

Jistou nevýhodou této metody může být již nastavené momentum firmy, do níž nastupuje nový generální ředitel. Když je totiž firma v pozitivním trendu, a zároveň v té době dochází ve změně generálního ředitele, může nový ředitel bez jakékoli zásluhy převzít firmu v době růstu nad tržní průměr, a tím pádem bude jeho hodnota klíčové osoby bezdůvodně nadhodnocena. Opačným případem je převzetí firmy novým generálním ředitelem ve špatném stavu a trendu poklesu. Ten pak nemůže jednoduše a rychle otočit trend, a proto může být jeho hodnota klíčové osoby negativně zkreslena. Ideálním stavem pro přesné výsledky výpočtu je tedy převzetí firmy novým generálním ředitelem ve stavu, kdy její výkonnost dosahuje hodnot tržního průměru.

$$h_{ko} = k_v \cdot o_p$$

kde: h_{ko} představuje hodnotu klíčové osoby, k_v koeficient vlivnosti a o_p odchylku od tržního průměru

7 VÝVOJ HODNOTY KLÍČOVÉ OSOBY V ČASE

Jak bylo již v úvodu hypotézy zmíněno, hodnota klíčové osoby není dlouhodobě konstantní a stále se vyvíjí. To je již z meritu všech čtyřech metod výpočtu jasné. První z nich je založena na ročních kompenzacích, které u generálního ředitele bývají opravdu jen zřídka každoročně stejné. Druhá metoda je pro změnu založena na nákladech nahrazení klíčové osoby, jež také fluktuují, jelikož odstupné závisí výrazně na stavu firmy a délce služby generálního ředitele, doba zaškolení nového generálního ředitele je pro změnu závislá na aktuálním stavu nejvyššího managementu. Ve třetí metodě výpočtu lze přičíst značnou volatilitu vývoji tržeb, jež může být ovlivněn mnoha různými externalitami, kterým nelze zabránit (přírodní katastrofa, makroekonomická situace a další). A nakonec čtvrtá metoda výpočtu má svou pohyblivou složku v podobě aktuálního nadvýkonu či zaostávajícího výkonu firmy oproti tržnímu průměru. Vývoj hodnoty klíčové osoby v čase je tedy závislý na mnoha faktorech na úrovni personální, mikroekonomické a makroekonomické.

Jako první se zaměříme na personální aspekt ovlivňující vývoj hodnoty klíčové osoby v čase. Každá firma má svou jistou strukturu, a i přes častou snahu o co největší rozmělnění zodpovědnosti mezi co nejvíce lidí, je zde skupina klíčových zaměstnanců, kteří výkon firmy neodmyslitelně ovlivňují. Tě se po většinu času koncentrují převážně ve vysokém managementu. V určitém momentu může dojít k určitým otřesům v tomto týmu a v případě jakéhosi rozpadu či restrukturalizaci vysokého managementu dochází často k negativním změnám v metrikách firmy. A přesně to ovlivňuje hodnotu klíčové osoby. Krátkodobý propad způsobený rozpadem či restrukturalizací vysokého managementu může zhoršit kvartální finanční výsledky, a tím pádem i způsobit pokles akcie firmy. To následně vede k nižší roční kompenzaci generálního ředitele, a tedy i nižší hodnotě klíčové osoby.

Na mikroekonomické úrovni může výrazně ovlivnit vývoj hodnoty klíčové osoby markantní změna v tržní kapitalizaci, a tím pádem i velikosti firmy. Jak bylo již dříve v této práci zmíněno, se zvětšováním firmy dochází k zmenšování vlivu klíčové osoby. S růstem firmy je čím dál více procesů automatizováno a outsourcováno mimo dohled klíčové osoby. To samozřejmě mění i hodnotu klíčové osoby. U té může docházet v případě růstu firmy k růstu i poklesu. Jestliže růst tržní kapitalizace firmy je rychlejší než pokles vlivnosti klíčové osoby, poté dochází k nárůstu hodnoty klíčové osoby. V případě, že je situace opačná, dochází k poklesu hodnoty klíčové osoby.

Poslední aspekty ovlivňující vývoj hodnoty klíčové osoby v čase vycházejí z makroekonomických agregátů a fáze hospodářského cyklu. Silná konjunktura v geografické oblasti podnikání pomůže umocnit zisky a růst akcií firmy, čímž se zlepší i kompenzace generálního ředitele, respektive pohyblivá část kompenzací závislá na výkonu firmy. Tím vzrůstá i hodnota klíčové osoby, jelikož právě na finančních kompenzacích, tržbách firmy a akciovém výkonu je hodnota klíčové osoby postavena. Konjunktura tedy ve většině případů vede k pozitivnímu vývoji hodnoty klíčové osoby v čase. Opačně je tomu v případě hospodářské recese. S ní se často pojí pokles zisků a akcie firmy,

což vede ke snižování výdajů firmy a větší opatrnosti. To negativně ovlivňuje hodnotu klíčové osoby, která může z důvodu nepříznivé fáze hospodářského cyklu v daném období utrpět značný pokles.

Posledním makroekonomickým faktorem, který ovlivňuje vývoj hodnoty klíčové osoby v čase, je aktuální stav daného odvětví podnikání. Zmenšující se poptávka po daném statku napříč sektorem způsobí zhoršení finančního zdraví firmy, což následně může vést i ke snížení hodnoty klíčové osoby. Příkladem toho je například sektor tištěných novin či cigaret. Oba prochází výrazným poklesem poptávky a celkovou kontrakcí. Naopak kladně může působit na hodnotu klíčové osoby expandující sektor, v němž firma podniká. Zvyšování poptávky vede k navýšení výroby, potenciálně tedy i k zvýšení cen a následných tržeb firmy. Tento růst firmy je poté reflektován ve finančním ohodnocení generálního ředitele, ceně akcie firmy, a hlavně ve velmi kladném vývoji hodnoty klíčové osoby.

8 MANAGEMENT RIZIKA SPOJENÉHO S KLÍČOVOU OSOBOU

S klíčovou osobou se pojí mnohá rizika, se kterými se firmy dlouhodobě snaží vypořádat. Rizika se většinou projevují výraznou závislostí právě na klíčové osobě. Cílem společnosti je co nejmenší hodnota klíčové osoby a její jednoduchá nahraditelnost. To se však často střetává se zájmem klíčové osoby v podobě generálního ředitele, který naopak chce co největší hodnotu stáhnout právě na sebe, jelikož se tato vysoká hodnota poté pojí s lepší finanční kompenzací. Generální ředitel je pak kvůli své těžké nahraditelnosti oceňován výrazně lépe, jelikož si firma nemůže dovolit jeho ztrátu. To vede i k silnější vyjednávací pozici v případě strukturálních změn.

Nabízí se několik způsobů, jak může firma toto riziko minimalizovat. Prvním z nich, který bych rád představil, je pojištění klíčové osoby. Na trhu existují společnosti poskytující službu pojištění klíčové osoby¹⁶. To se většinou vztahuje na událost smrti či vážného onemocnění. Krytí se pohybuje v relaci pěti až desetinásobku roční kompenzace klíčové osoby, to závisí na konkrétní pojišťovně. V mnoha případech se liší výše pojistného krytí na smrt a na vážné onemocnění, kde krytí na smrt bývá ve vyšších hodnotách, jelikož firmu zasáhne ještě výrazněji než vážné onemocnění. Dále se kalkuluje výše krytí dle ušlého zisku firmy a procentuální míry vlivnosti klíčové osoby na zisky firmy. Tato metoda je však komplikovanější, jelikož vyžaduje značný smysl pro odhad v oblasti míry vlivnosti klíčové osoby na zisky firmy. Ta nelze vypočítat stejně snadno jako násobek roční kompenzace, proto je pojišťovnami méně využívána než první zmíněná metoda.

¹⁶ *Key Person Protection*. Online. Dostupné z: <https://www.legalandgeneral.com/insurance/business-protection/key-person-insurance/>. [cit. 2024-04-26].

Další způsob, jímž může firma mitigoovat riziko spojené s klíčovou osobou, je výstavba kvalitního týmu v sekci nejvyššího managementu, hlavně v takzvané „C-suite“¹⁷, tedy nejužší skupině vysokého managementu, jejichž název pozice začíná na písmeno „C“ (CEO, CFO, COO, CIO atd.). Stabilní vysoký management bude sloužit jako jakási záchranná síť v případě nečekaných událostí týkajících se generálního ředitele a sníží tím dopady této normálně turbulentní situace. Na tento způsob minimalizace rizika navazuje další metoda, která se týká plánu následnictví v pozici generálního ředitele. To jde ruku v ruce se stabilním a kvalitním týmem vysokého managementu. Výchova silných kompetentních osobností v řadách vysokého managementu vede ke snížení hodnoty klíčové osoby, zvýšení nahraditelnosti klíčové osoby a ke zjednodušení hledání nového generálního ředitele v případě nečekané události (nového generálního ředitele lze vybrat právě z řad vysokého managementu). Nabízí výběr lidí, kteří mají s firmou bohaté zkušenosti, což pak vede k lepší kontinuitě, než kdyby novým generálním ředitelem byl člověk stojící kompletně mimo dané podnikání. Silný vysoký management je také schopný v krajní situaci bezvládně firmu dočasně udržet a zajistit následné hladké předání moci v momentu nalezení nového generálního ředitele.

Poslední a relativně jednoduchá metoda, kterou může firma zredukovat riziko související s klíčovou osobou, je konkurenční doložka. Při uzavírání smlouvy s generálním ředitelem může být zahrnuta právě konkurenční doložka zabráňující klíčové osobě v přechodu ke konkurenci v určitém časovém období po ukončení pracovního poměru s firmou, u které konkurenční doložku podepsal. Tedy navzdory potenciální ztrátě klíčové osoby má firma alespoň jistotu, že se z něj ve stanovené době nestane přímý konkurent. Této metody se využívá hlavně v silně konkurenčních prostředích, kde je know-how tou nejsilnější konkurenční výhodou firmy. Jeho ztráta by tedy znamenala i ztrátu konkurenční výhody. Z tohoto důvodu se kromě konkurenční doložky často při vstupu generálního ředitele podepisuje smlouva „NDA“, tedy Non-disclosure agreement (dohoda o mlčenlivosti).

9 REAKCE AKCIOVÉHO TRHU NA ZMĚNY TÝKAJÍCÍ SE KLÍČOVÉ OSOBY

Služba klíčové osoby v každé firmě má někdy svůj konec. Je to pro firmu výrazná změna, která může způsobit značný otřes. Konec klíčové občas přichází po dlouhé periodě v řádu několika desetiletí, jindy po jednotkách let. Může být předem domluvený, či neočekávaný a náhlý. Závisí také na tom, zdali je rozchod dobrovolný či jestli došlo k odvolání generálního ředitele. Nový generální ředitel může být na vyšší úrovni než ten předchozí, anebo může dojít ke zhoršení ve vedení firmy. To jsou vše faktory determinující, jakým způsobem se s touto událostí daná společnost vypořádá a jakým způsobem zareaguje trh a zainteresované subjekty s investovaným

¹⁷ BLOOMENTHAL, Andrew. What is the C Suite?: Meaning and Positions Defined. *Investopedia* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/c/c-suite.asp>

kapitálem. Tato kapitola je zaměřena právě na konec generálního ředitele ve své funkci a reakci akciového trhu na tuto klíčovou strukturální změnu uvnitř firmy. Jsou zde rozebrány statistiky z odborných studií věnujících se tomuto tématu. Lze vidět zajímavé tendence vývoje magnitudy reakce akciového trhu v čase. Změna ve vedení může přijít v několika různých podobách, jež jsou níže v podkapitolách rozebrány.

9.1 Náhlá smrt generálního ředitele ve funkci

Náhlá smrt generálního ředitele ve funkci zasáhne firmu i její tržní kapitalizaci navázanou na cenu akcie nejvíce. Aspekt neočekávanosti zde hraje klíčovou roli, jelikož firma kvůli němu často není schopná rychle a obratně zareagovat, což vede k době chaotického bezvládní, jež je reflektováno ve vývoji ceny akcie. Investoři ve chvíli náhlé smrti generálního ředitele ve funkci propadají panice spojené s impulzivním prodejem akcií, což způsobuje pokles ceny akcie. Je totiž více investorů se zájmem prodat než těch, kteří chtějí akcii koupit.

Dle studie Timothyho J. Quigleyho¹⁸, jež zkoumá 240 případů smrti generálního ředitele mezi lety 1950 a 2009 se reakce trhu na smrt generálního ředitele směrem k roku 2009 amplifikuje, z čehož vyplývá, že dle percepce akciových investorů je vliv generálního ředitele na celkový chod firmy čím dál tím výraznější. Ve 140 případech byla reakce trhu na smrt generálního ředitele negativní, v ostatních 100 naopak pozitivní. Dle již výše zmíněné studie byla průměrná reakce akciového trhu na smrt generálního ředitele v časovém období 1950-1969 v míře 3,03 % kumulativních abnormálních výnosů v absolutní hodnotě (jednoduše řečeno odchylka od normální tržní fluktuační akcie), zatímco v období 1990-2009 se jednalo už o 7,89 %. Tento rozdíl je markantní a vypovídá o tom, že nynější akciový trh tenduje k větší volatilitě a výraznějším reakcím v případě smrti generálního ředitele. To také může naznačovat jistý nárůst vlivnosti generálního ředitele, a tím pádem i vyšší hodnotu klíčové osoby v dnešní době oproti předchozímu století. Tato studie tedy popisuje trend, který vede v souvislosti s hodnotou klíčové osoby k zajímavé konkluzi.

Více než dvojnásobný nárůst reakce akciového trhu na náhlou smrt generálního ředitele v relativně krátkém časovém horizontu vede k otázkám, zdali tato volatilita bude i nadále růst, či se na této hodnotě ustálí. Pro firmy s vlivným generálním ředitelem by měla tato studie vést k zamyšlení, jak mohou minimalizovat riziko spojené s klíčovou osobou v případě takovéto neočekávané události. Minimalizace rizika spojeného s klíčovou osobou byla již dříve v této práci zmíněna a byly navrženy různé metody řešení této problematiky. Mezi ty se řadí pojištění, výstavba silného týmu ve vysokém managementu či jasný plán následnictví.

¹⁸ QUIGLEY, Timothy J., Craig CROSSLAND a Robert J. CAMPBELL. *SHAREHOLDER PERCEPTIONS OF THE CHANGING IMPACT OF CEOS: MARKET REACTIONS TO UNEXPECTED CEO DEATHS, 1950–2009*. Management Department, Terry College of Business, University of Georgia, Athens, Georgia, U.S.A.; Department of Management, Mendoza College of Business, University of Notre Dame, Notre Dame, Indiana, U.S.A., 2015.

9.2 Predikovatelná smrt generálního ředitele ve funkci

Jiným případem je smrt generálního ředitele, již bylo možné nějakým způsobem předvídat. To je například stav, kdy byl generální ředitel v pokročilém věku či ho sužovaly vážné zdravotní potíže. V této situaci pak akciový trh svým způsobem počítá s možností smrti této klíčové osoby a započítává ji do aktuální ceny akcie.

Reakce akciového trhu lze skvěle porovnat s předchozí variantou, jelikož predikovatelná smrt byla také jednou z položek zkoumaných ve studii Timothyho J. Quigleyho, a proto lze udělat relativní komparaci výsledků. V období 1950-1969 v případě očekávané smrti generálního ředitele došlo k průměrné reakci akciového trhu v míře 2,44 % kumulativních abnormálních výnosů v absolutní hodnotě. V porovnání s tím mezi lety 1990 a 2009 reagoval akciový trh průměrně fluktuací 4,81 %. Lze tedy zde vyzorovat podobný růstový trend reakcí akciového trhu jako v předchozím případě náhlé smrti s tím rozdílem, že u náhlé smrti se pohybujeme ve výrazně vyšších hodnotách. I růst mezi obdobími byl u očekávané smrti mírnější, konkrétně méně než dvojnásobný. Konkluzí tedy je, že akciový trh reaguje výrazně mírněji na smrt generálního ředitele, když je předvídatelná.

9.3 Odvolání generálního ředitele z funkce

Tento způsob ukončení spolupráce je velice unikátní a vzácný, jelikož ho ve firmách na elitní úrovni volí jen opravdu zřídka. Dle statistiky ze studie Taruna Mukherjeeho¹⁹ došlo mezi lety 2004 a 2012 ve firmách indexu S&P 500 k nucenému odchodu generálního ředitele pouze v 4,35 % procentech případů, což ukazuje na racionalitu těchto největších firem a generálních ředitelů a jejich ochotu najít rozumný kompromis sloužící k hladkému předání vlády novému vedení.

Když avšak opravdu dojde k této raritě a generální ředitel je odvolán, akciový trh na tuto událost reaguje pozitivně. Dle výše zmíněné studie reaguje akciový trh v rozmezí tří dní před a po události vyhození generálního ředitele z funkce průměrně v míře 3,96 % kumulativních abnormálních výnosů bez využití absolutní hodnoty. Z toho vyplývá, že akciový trh hodnotí vyhození generálního ředitele jako pozitivní krok. V posledních letech se čím dál častěji stává, že představenstvo firmy v případě nedostatečných kvalit odvolá generálního ředitele či jiným způsobem ukončí spolupráci. Výše zmíněný fakt, že akciový trh reaguje pozitivně na odvolání generálního ředitele, ukazuje nízké kvality právě ředitele firmy, a tím pádem i dobré rozhodnutí představenstva společnosti. Investoři jsou rádi za změnu ve vedení a berou to jako signál k nákupu a výhled k lepším časům. Výsledky této studie poukazují na to, že odvolaný ředitel měl velmi

¹⁹ MUKHERJEE, Tarun a HUONG NGUYEN. *CEO ability and firm performance: Stock market and job market reactions*. New York, 2017. University of New Orleans, New Orleans, LA, USA; University of Mount Olive, Mt Olive, NC, USA.

nízkou, ba dokonce zápornou hodnotu klíčové osoby, a tím pádem jeho nucený odchod je správným krokem pro budoucnost firmy.

Zajímavým případem z nedávné minulosti, kdy došlo k odvolání generálního ředitele představenstvem, je mediální gigant Walt Disney. V této firmě po odchodu Boba Igera nastoupil v roce 2020 nový generální ředitel vybraný právě Igerem, Bob Chapek. Pod jeho vedením se ale bohužel firmě vůbec nedařilo a její akcie klesly o desítky procent. Představenstvo tedy na podzim roku 2022 odvolalo Boba Chapeka a vybralo Boba Igera, aby se znovu stal generálním ředitelem firmy. Akciový trh na tuto událost reagoval prudkým nárůstem akcií společnosti Disney v míře 9 % za jediný den. To ukazuje na nízkou kvalitu vedení a mizivou důvěru akcionářů vůči Chapekovi, a tím pádem i nízkou až negativní hodnotu klíčové osoby. Zatímco Bob Iger je očividně hodnotným generálním ředitelem, jelikož investoři na jeho návrat reagovali bezprecedentně kladně. Iger tedy disponuje vysokou hodnotou klíčové osoby.

9.4 Dobrovolný odchod generálního ředitele z funkce

Ve většině kvalitních firem probíhají změny ve vedení právě dobrovolným odchodem generálního ředitele z funkce. Tento odchod bývá konsenzuální a předem domluvený s určitou lhůtou definitivního konce, což dává firmě prostor k nalezení vhodné náhrady a generálnímu řediteli k nalezení srovnatelné pracovní nabídky či promyšlení jiných variant. Právě dobrovolnost a dohodnutí odchodu vede k hladkému předání moci ve firmě bez chaotického bezvládní a rychlého hledání náhrady.

Strana zaměstnavatele i generálního ředitele je o situaci dobře informována, tudíž je na ni připravena. To reflektuje i mírnější reakce akciového trhu. Dle studie Taruna Mukherjeeho se průměrná reakce akciového trhu pohybuje v okolí třech dní od události v hodnotě -2,48 % kumulativních abnormálních výnosů. Záporná hodnota této reakce ukazuje na negativní percepci odchodu generálního ředitele z pohledu akcionářů firmy. To také implikuje, že z funkce odchází dobrovolně po většinu času generální ředitelé, jež měli na firmu kladný vliv a jejichž odchod tedy firmu poškozují. Jejich hodnota klíčové osoby má tedy nezpochybnitelně kladnou míru.

9.5 Odchod generálního ředitele do důchodu

Odchod do důchodu je v životě většiny pracujících lidí výrazným milníkem. Nárok na důchod se v každé zemi liší, výši důchodu určuje věk a pracovní činnost během života. Průměrný člověk v České republice stráví většinu svého života prací a až po šedesátém pátém roce věku má nárok na státní penzi. V jiných zemích je to velmi podobné. O něco jiným případem je však odchod do důchodu generálního ředitele. Obecně platí, že generální ředitelé vzhledem k jejich výsadnímu postavení ve firmě jsou kompenzováni prémiovými sumami peněz, často přesahujícími milion dolarů ročně. V případě větších firem se generální ředitel pohybuje v mezích desítek, či dokonce

nižších stovek milionu dolarů. Z důvodu tohoto finančního zajištění, často doplněného jistou rentou ze strany firmy, se věk odchodu do důchodu váže pouze na rozhodnutí daného generálního ředitele. V mnohých případech lze vidět ukončení pracovní kariéry okolo čtyřiceti či padesáti let věku. Jindy však zůstávají generální ředitelé ve své funkci do pokročilého věku přesahujícího sedmdesát let. Z tohoto důvodu nelze tuto událost paušalizovat a vázat ke konkrétnímu věku.

Studie Elisabeth Dedman²⁰ z Bristolské univerzity se zaměřila na změny bohatství akcionářů (pohyb ceny akcie) v případě konce generálního ředitele. Jedním ze zkoumaných způsobů konce generálního ředitele byl právě i odchod do důchodu. Se zkoumaným vzorkem 22 různých britských společností, jejichž generální ředitel odešel do důchodu, vyšla průměrná míra kumulativních abnormálních výnosů pouze 0,1 %, což je markantně nižší než u předchozích způsobů odchodu. Je to nejspíše způsobeno tím, že odchod generálního ředitele do důchodu bývá oznámen dostatečně dlouho předem, a proto je firma na tuto událost dobře připravena. Jelikož odchod do důchodu není náhlého charakteru, má firma dostatek času na přípravu nového kvalitního generálního ředitele, jemuž může ten odcházející předat před svým odchodem své zkušenosti a dobře ho připravit na tuto roli. To se přesně podepisuje ve velmi mírné reakci akciového trhu, jenž tuto událost do ohodnocení firmy započítává v průměru lehce pozitivně, tedy mírou 0,1 % abnormálních výnosů. Akcionáři tímto mírným nárůstem ukazují opatrný, ale kladný signál novému člověku ve vedení firmy. Tato reakce také implikuje nižší hodnotu klíčové osoby u odcházejícího ředitele, jelikož s jeho odchodem akcie mírně roste. Ukazuje to také jistou důvěru akcionářů v novou generaci vedení.

9.6 Následnictví generálního ředitele podle dědictví

Poslední případ, u něhož si ukážeme reakci akciového trhu na změnu klíčové osoby, je předání firmy z rukou generálního ředitele svému dědici, nejčastěji tedy potomkovi. Mnoho generálních ředitelů, kteří zároveň firmu majoritně či úplně vlastní, chce i na další léta po svém odchodu firmu nechat v rukou rodinného příslušníka. Někdy se jedná o příklad klasického dědictví podle zákona, jindy je firma předána nové generaci ještě za života generálního ředitele. V každém případě je velkou výhodou generálního ředitele a vlastníka, že má ve svém potomkovi již nalezeného nástupce, jehož může několik let, či dokonce desetiletí připravovat a vychovávat k vedení daného podniku. Potomek má mnoho času firmu poznat, pochopit její strukturu a fungování a díky tomu být dokonale připraven na moment, kdy přijde jeho čas a převezme vedení. Z tohoto důvodu bývá tato metoda změny ve vedení velmi hladká a nedochází k velkým problémům. Občasné nesnáze může způsobit nízká motivace dědice k inovativním krokům, jelikož nemá k firmě takový vztah jako jeho rodič, jenž ji vybudoval. Dosazení potomka do vedení firmy může být také problémem z toho důvodu, že jeho kompetence nemusí být pro tuto pozici dostatečné, jelikož neprošel žádným

²⁰ DEDMAN, Elisabeth a Stephan W-J LIN. *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. Bristol, 2002. University of Bristol; Manchester University.

výběrovým řízením a nesetkal se s reálnou konkurencí na trhu práce. V této situaci může vést zdědění firmy ke stagnaci a následnému úpadku.

Tuto situaci ve své již výše zmíněné studii prozkoumala rovněž britská vědkyně Elisabeth Dedman, která došla k závěru, že za zkoumaného vzorku 15 britských firem došlo k průměrné reakci trhu v míře -0,06 % kumulativních abnormálních výnosů, tedy inklinaci k mírně pesimistickému sentimentu akcionářů. Tento nepatrně negativní signál může popisovat nevoli akcionářů k nepotismu a pochybnostem o kompetenci nového generálního ředitele. Výsledek studie také mírně naznačuje vyšší hodnotu klíčové osoby v případě původního generálního ředitele. Tato reakce je však tak minimální, že nelze dělat jasné závěry. Zkoumaný vzorek patnácti firem také nemůže poskytnout úplně reprezentativní obrázek o reálné reakci trhu.

10 POROVNÁNÍ KLÍČOVÉ OSOBY S VLASTNICKÝM PODÍLEM A BEZ

Generální ředitel má v převážné většině případů silnou motivaci a zájem, aby firma pod jeho vedením prosperovala. Tuto motivaci ale může ještě výrazně umocnit vlastnický podíl, či dokonce status zakladatele firmy. V této kapitole bude porovnána hodnota klíčové osoby a výkon firmy pod vedením generálního ředitele bez vlastnického zainteresování či s minimálním a výkon firmy pod vedením generálního ředitele a vlastníka v jedné osobě, v některých případech i zakladatele.

Touto komparací se zabývalo nespočet studií, jež většinou došly k logickému závěru, že generální ředitel s vlastnickým podílem má silnější motivaci posouvat firmu k jejím cílům a dále ji rozvíjet. Studie Johna Griffitha²¹ z roku 1999 a studie Huimina Cuie²² z roku 2001 na základě metriky výkonu firmy „Tobinovo Q“²³ porovnávají jednotlivé firmy s různými vlastnickými podíly generálního ředitele. Tato metrika je vypočtena za pomoci podílu tržní a účetní hodnoty ekvity a závazků. Z těchto dvou studií vychází podobný závěr, jenž je velmi zajímavý a mírně překvapivý. Dle něho se totiž zlepšuje výkon firmy se zvyšujícím se vlastnickým podílem do 15 % podle Griffitha, do 30 % podle Cuie. Poté od 15, respektive 30 % do 50 % se výkon firmy v metrice Tobinova Q snižuje a znovu nastupuje na rostoucí křivku s majoritním až úplným vlastnictvím generálního ředitele. To poukazuje na zajímavou procentuální mezeru, kde dle výzkumu není motivace generálního ředitele tak výrazná, jako když je jeho podíl majoritní či naopak úplně minimální. Obecně ale platí, že klíčová osoba s vlastnickým podílem má výrazně větší motivaci, a

²¹ GRIFFITH, John M. *CEO Ownership and Firm Value*. Minnesota, 1999. School of Business and Economics, University of Minnesota, Duluth, MN, USA.

²² CUI, Huimin a Y. T. MAK. *The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms*. Singapore, 2001. Department of Finance and Accounting, National University of Singapore, FBA2 17 Law Link, Singapore 117591, Singapore.

²³ HAYES, Adam. Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples. *Investopedia* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

tedy i lepší výsledky ve své pozici, což vede k výborným výkonům dané firmy. Tento poznatek je také znám většině firem, a proto je převážná majorita generálních ředitelů kromě základní mzdy kompenzována i vlastnickým podílem ve firmě či účastí na opčním programu. To má právě kýžený efekt vedoucí k následnému lepšímu výkonu generálního ředitele ve funkci, a tím pádem i nárůstu hodnoty celé firmy. Hodnota klíčové osoby má tedy také do jisté míry závislost na vlastnickém zainteresování klíčové osoby. Více motivovaný generální ředitel zaznamenává kvalitnější výsledky práce, za něž je lépe odměňován a firma prosperuje. To jsou všechno vstupy do výpočtu hodnoty klíčové osoby, které jsou vlastnickým podílem generálního ředitele zvýšeny, čímž je pak samozřejmě i samotná hodnota klíčové osoby vyšší.

11 TRŽNÍ OHODNOCENÍ KLÍČOVÉ OSOBY DO METRIK FIRMY

Veřejně obchodovaná firma je ze zákona povinna každý kvartál reportovat své finanční výsledky za uplynulé obchodní období, čímž informuje své aktuální a potenciaální investory o nynějším stavu a budoucím výhledu firmy. Různé metriky a ukazatele jsou popsány přímo v kvartálním reportu, zatímco jiné jsou na základě reportovaných dat vypočteny. Ty pak slouží investorovi k posouzení tržní valuace firmy v porovnání s vnitřní hodnotou. Rozhodnutí, zdali je firma podhodnocená, nadhodnocená, či férově oceněná, vede k učinění dalších kroků ze strany investora.

Uznávanou metrikou ukazující ohodnocení firmy je Price to book ratio (P/B)²⁴, tedy poměr tržní kapitalizace akcie vůči účetní hodnotě firmy. Tato metrika bude také v této kapitole použita k výzkumu, jakým způsobem započítává akciový trh faktor klíčové osoby právě do této valuační metriky firmy. K porovnání bude sloužit stav a vývoj této metriky v přítomnosti klíčové osoby a následně bez ní či s jejím menším angažmá. To by mělo poskytnout představu o tom, jakým způsobem působí klíčová osoba na firmu a jak ji ohodnocují akcionáři firmy.

Vývoj této metriky je u každé firmy rozdílný a závisí i na mnoha jiných faktorech. Mezi ně patří makroekonomická situace, která může v případě celkové hospodářské recese způsobit pokles tržní kapitalizace firmy, a tedy i ceny akcie, což vede za neměnné účetní hodnoty firmy ke snížení P/B ratia. Při zaměření na menší jednotku v hospodářství, na hospodářský sektor, lze zjistit, že stav celého sektoru má také vliv na P/B ratio zkoumané firmy. Expandující sektor tuto metriku většinou zvyšuje, ustupující pro změnu snižuje, aniž by to často mohla firma nějakým způsobem ovlivnit. Vracíme se tím k již dříve zmíněným externalitám, jež mají vliv i na hodnotu klíčové osoby. Dále mezi tyto faktory patří doba generálního ředitele ve funkci, velikost, stáří a konkurenční výhoda firmy.

²⁴ VENCL, Jirí. P/B poměr: Co je to a jak ho využít na akciových trzích? *Finex* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://finex.cz/pb-pomer-price-to-book-value/>

Pro podložení výše rozebrané hypotézy, že trh započítává do valuace firmy jisté premium na určitých metrikách v souvislosti s klíčovou osobou, bude použit případ konglomerátu Berkshire Hathaway. Zde budou porovnány hodnoty P/B v době aktivního angažmá Warrena Buffetta a Charlieho Mungera a v jejich postupném ústupu z aktivního podnikání, respektive smrti v případě Mungera. Tímto způsobem bude možné zjistit, do jaké míry zvyšovala či snižovala hodnotu firmy přítomnost klíčové osoby a jak se to měnilo se snižováním vlivu na vnitřní procesy a přípravami plánu následnictví. Případ Berkshire Hathaway byl vybrán z důvodu výrazné vlivnosti klíčových osob, díky čemuž by měl být jejich vliv na tuto metriku výraznější než v jiných firmách.

Warren Buffett vstoupil do Berkshire Hathaway v roce 1965, Charlie Munger v roce 1978. Tito dva muži jako generální ředitel a místopředseda představenstva dovedli Berkshire Hathaway ke kolosálnímu úspěchu, jenž je nevídaný. Jejich přístup k investování je vzorem pro miliony dnešních investorů a jejich myšlenky jsou jednoduše nesmrtelné. Podívejme se, jaký vliv měla přítomnost těchto dvou klíčových osob na vývoj valuačních metrik firmy Berkshire Hathaway. První tabulka popisuje vývoj P/B ratio v níže vymezených obdobích.

Tab. 2: Price to book ratio společnosti Berkshire Hathaway ve třech dekáдах; Zdroj: Vlastní zpracování

Období	průměrné P/B ratio
1995-2004	1.78
2005-2014	1.38
2015-2024	1.35

V roce 1995, tedy na začátku měření tohoto vzorku, bylo Warrenu Buffettovi 65 let a Charliemu Mungerovi 71 let. Lze tedy mluvit o ještě relativně aktivním věku, kdy se oba silně angažovali v rozhodnutích Berkshire Hathaway. V desetiletém období od roku 1995 se pohybovalo P/B ratio v průměrných hodnotách 1,78. Hned v následujícím desetiletí lze vidět výrazný pokles, který lze přičítat vyššímu věku obou klíčových osob, a tedy většímu riziku smrti či vážné nemoci způsobující neschopnost dále pracovat. V tomto období Munger s Buffettem dále pracovali na automatizaci vnitřních procesů a decision-makingu firmy. Vyvíjeli také strategii, jakým způsobem by mohl fungovat Berkshire Hathaway bez nich. V roce 2012 byla také Warrenu Buffettovi diagnostikována rakovina prostaty, která zvedla obavy ohledně jeho zdravotního stavu. To vše jsou faktory snižující premium na P/B ratiu, které trh započítával při plném aktivním angažmá obou výše zmíněných aktérů, a tedy za stavu vysoké závislosti na nich.

Pokračováním trendu, avšak ve zmírněné tendenci, je následující desetiletí, tedy rozmezí 2015-2024, kde P/B ratio nejdříve klesalo, a pak se ustálilo okolo hodnoty 1,35. Tato stabilita je způsobena jasným plánem následnictví, jež byl v roce 2021 představen. Byl vybrán generální ředitel, který přebere roli po smrti Warrena Buffetta. Tím je Greg Abel, který má s firmou bohaté zkušenosti. Tento krok představený Warrenem Buffettem uklidnil akcionáře, kteří nyní ví, že Berkshire Hathaway bude i nadále v dobrých rukou. V tomto desetiletí zasáhla tuto firmu nešťastná

zpráva, kdy ve věku 99 let zemřel Charlie Munger. Z pohledu reakce akciového trhu a změny P/B ratiu ale nelze mluvit o mimořádné zprávě. Vzhledem k věku Mungera s touto událostí trh počítal a v momentu, kdy tato tragédie nastala, bylo již vše započteno v ceně akcie a P/B ratiu, které v sobě již nemělo příliš započítáno premium související s klíčovou osobou. Munger se totiž v tomto věku už výrazně neangažoval, a proto jeho hodnota klíčové osoby nebyla tak vysoká, jako dříve. Warren Buffett je stále naživu a ve svých 93 letech se stále angažuje v Berkshire Hathaway. Nelze však mluvit o výrazné aktivitě a snaze o další vývoj a změny ve firmě. Vedení firmy z jeho strany je nyní spíše formální a působí jako morální vzor a mentor. Nejvíce práce odvádí nejvyšší management a analytici na nižších pozicích. Vše sice probíhá podle investiční filozofie Warrena Buffetta, ten ale už sám tolik nezasahuje. Při rozhodování se určitě zapojuje do debaty a jeho názor má váhu, je stále totiž generálním ředitelem, avšak mnoho práce je schopen delegovat na jiné. To vše se tedy projevuje v P/B ratiu, které se ustálilo okolo hodnoty, která je na úrovni tržního průměru v sektoru pojišťovnictví. Na případu Berkshire Hathaway tedy lze vidět, že akciový trh započítával v souvislosti s klíčovými osobami v podobě Warrena Buffetta a Charlieho Mungera jisté premium na metrice price to book ratio.

12 PŘÍPADOVÁ STUDIE APLIKACE METOD VÝPOČTU

Aby vše nezůstalo pouze u teoretického bádání, tato kapitola je zaměřena na aplikaci výše rozebraných metod a faktorů do reálného světa, kvantifikaci hodnoty klíčové osoby u různých generálních ředitelů a porovnání výsledků různých metod výpočtu. Bude zde vypočtena hodnota klíčové osoby u firem z různých sektorů a druhů podnikání. Americká firma Meta je jedna z největších firem na světě s tržní kapitalizací přesahující 1 bilion dolarů²⁵, která je charakteristická svým majitelem, zakladatelem a generálním ředitelem v jedné osobě, a tedy Markem Zuckerbergem. Dále se bude případová studie zabývat mediálním gigantem Disney, kde došlo k již dříve zmíněné rošádě na místě generálního ředitele a výrazné reakci akciového trhu na návrat Boba Igera, jenž bude předmětem zkoumání hodnoty klíčové osoby.

12.1 Meta Platforms a Mark Zuckerberg

Společnost Meta Platforms je americký gigant v oblasti sociálních sítí patřící mezi největší firmy na světě dle tržní kapitalizace, jenž byl založen v roce 2004. Vlastní platformy Facebook, Instagram a WhatsApp, které jsou využívány miliardami lidí denně po celém světě. Tyto sociální sítě jsou také nejfrekventovanějším místem v reklamní inzerci, a proto do reklam na Facebooku a Instagramu proudí miliardy dolarů ročně od všech druhů firem. Meta Platforms absolvovaly IPO

²⁵ Companies Market Cap. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/meta-platforms/marketcap/>

(úpis akcií) a vstoupily na akciový trh 17. května 2012²⁶ s počáteční valuací 104 miliardy dolarů, což byla v té době historicky nejvyšší valuace pro firmu vstupující na akciový trh. Tato společnost se od svého úpisu akcií výrazně posunula a nyní (data k 7. 3. 2024) činí její valuace přes 1 bilion dolarů.

Firma je vlastnický postavena na svém zakladateli a generálním řediteli Mark Zuckerbergovi, jenž vlastní 13,68 % všech akcií, avšak disponuje 61,2 % hlasovacích práv na valné hromadě²⁷, a tím pádem rozhoduje majoritně o krocích, které Meta podniká. Mark Zuckerberg je tedy logicky i klíčovou osobou, kterou se bude tento výpočet zabývat. Budou aplikovány všechny čtyři metody, určena průměrná hodnota a jednotlivé odchylky výpočetních metod od ní. Obdobím zkoumání bude rozmezí mezi lety 2013 a 2022, jelikož společnost Meta Platforms na akciový trh vstoupila roku 2012 v květnu, a proto jsou první data za celý rok dostupná až od roku následujícího. Důvodem konce měření v roce 2022 jsou zatím nekompletní data z roku 2023. Toto rozmezí také reprezentuje přesně jednu celou dekádu, a proto je pro výpočet ideální.

12.1.1 Aplikace metody násobku roční kompenzace

V období mezi lety 2013 a 2022 byl dle tzv. Proxy Statements, které jsou dle zákona každoročně vydávány skrze Komisi pro kontrolu cenných papírů, kompenzován Mark Zuckerberg dohromady 3,449 miliardami dolarů²⁸. Do toho je započítána základní mzda, která je však pro výpočet zanedbatelná, jelikož v posledních 10 letech činila vždy jen symbolický 1 dolar. Dále se počítají kompenzace použité na ochranu Marka Zuckerberga a jeho rodiny, na jeho transport a další výdaje. Poslední, avšak velmi klíčovou částí, je opční program, z něhož dostal Zuckerberg v roce 2013 dohromady 3,3 miliardy dolarů²⁹, což výrazně ovlivnilo výslednou kompenzaci v tomto období. Případ Meta Platforms je lehce ovlivněn zvláštním způsobem kompenzací a neodpovídající mzdou svému generálnímu řediteli. Mark Zuckerberg je totiž i vlastníkem s majoritními hlasovacími právy na valné hromadě akcionářů, je finančně zajištěný z akciového vlastnictví, a proto nemá potřebu se kompenzovat nějak zvlášť vysokou základní mzdou. To při aplikaci této výpočetní metody vede k nižším výsledkům. To je naštěstí částečně vykompenzováno rokem 2013, kdy Zuckerberg získal již dříve zmíněných 3,3 miliard z opčního programu. Jelikož je Zuckerberg velmi vlivným

²⁶ REGISTRATION STATEMENT ON FORM S-1: Facebook, Inc. [online]. In: . Washington, D.C., 2012 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

²⁷ Proxy Statement Meta Platforms, Inc. Edgar [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/1326801/000132680123000050/meta-20230414.htm#id8aff64984c64035b3e93501af472b14_52

²⁸ Meta Platforms, Inc. Edgar [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1326801&owner=exclude>

²⁹ Facebook 2014 Proxy Statement [online]. 2014, 58 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000132680114000016/facebook2014proxystatement.htm>

generálním ředitelem, je k výpočtu použit desetinásobek roční kompenzace, tedy nejvyšší použitelný násobek v této výpočetní metodě.

Výsledkem výpočtu za pomoci této metody za použití sumy roční kompenzace za posledních 10 let je hodnota klíčové osoby ve výši **3,449 miliardy dolarů**. Níže v tabulce lze vidět rozpad této částky mezi jednotlivé roky dle čísel reportovaných společností Meta Platforms pro Komisi pro kontrolu cenných papírů.

Tab. 3: Kompenzace Marka Zuckerberga mezi lety 2013 a 2022; Zdroj: Vlastní zpracování

rok	kompenzace (\$)
2013	3,300,330,665
2014	610,454
2015	5,037,841
2016	8,852,366
2017	9,100,000
2018	22,554,543
2019	23,415,973
2020	25,288,265
2021	26,823,061
2022	27,110,418
celkem	3,449,123,586

$$h_{ko} = x \cdot k; x \in \{5; 6; 7; 8; 9; 10\}$$

12.1.2 Aplikace metody nákladů na nahrazení

Nyní se zaměříme na druhou metodu výpočtu hodnoty klíčové osoby u společnosti Meta Platforms. Je velmi těžké nějakým způsobem odhadnout, jak by probíhal odchod Marka Zuckerberga z této firmy. Jako držitel majoritních hlasovacích práv by měl v případě svého odchodu výrazný vliv na výši odstupného a způsob odchodu včetně plánu následnictví. Dle mého názoru lze v případě nějaké změny ve vedení v Meta Platforms očekávat odchod Marka Zuckerberga z pozice generálního ředitele, nikoli však odstoupení od majoritních hlasovacích práv a prodej svých akcií. Přijde mi jako vysoce pravděpodobné, že Zuckerberg i po odchodu z aktivního angažmá v Metě zůstane jako vlastník. Za této hypotetické situace lze nějakým způsobem aproximovat tři proměnné, které vstupují do výpočtu za pomoci této metody. Odstupné nejspíše bude relativně vysoké a bude realizováno za pomoci opčního programu, ušlý zisk firmy by neměl být příliš výrazný, jelikož je i v Zuckerbergově zájmu, aby jeho nástupce byl připraven a došlo k hladkému předání moci. Nástup nového generálního ředitele by tedy měl být dobře anticipovaný, a tím pádem ani náklady na zaškolení by neměly přesahovat únosnou mez. Na pozici nového generálního ředitele lze očekávat spíše nějakého insidera, tedy člověka zevnitř firmy, pravděpodobně dokonce z vysokého managementu.

Když to budeme konkretizovat do čísel, odstupné se nejspíše bude pohybovat v okolí stovek milionů či jednotek miliard dolarů, ušlý zisk v okolí stovek milionů dolarů a náklady na zaškolení v řádu jednotek milionů dolarů. Ušlý zisk nebude příliš vysoký, jelikož příchod nového ředitele bude očekávaný a plánovaný. Avšak určitě v nějaké míře k ušlému zisku dojde, jelikož vedení Marka Zuckerberga je na elitní úrovni a ze dne na den nejde nahradit člověkem jemu rovným. Výši odstupného lze jen těžko odhadovat, ale pokusím se aproximovat nějaké konkrétní číslo.

V roce 2022 ve velké farmaceutické firmě Moderna dostal tehdejší odstupující generální ředitel kompenzace ve výši 926 milionu dolarů³⁰, roku 2019 generální ředitel společnosti WeWork dokonce 1,7 miliardy dolarů³¹. Meta Platforms je společnost, která je ještě o mnoho větší. Mark Zuckerberg již v roce 2013 dostal přes 3 miliardy dolarů v opčním programu a od té doby firma výrazně vzrostla. Na druhou stranu Zuckerberg jako vlastník nemá potřebu firmu nějakým způsobem vyždímat, jelikož má mnoho akcií a nutně nepotřebuje obrovský zlatý padák. Můj konzervativní odhad vzhledem ke všem výše zmíněným faktorům a okolnostem bude jednoho dne odstupné jako balíček ve výši 4 miliard dolarů. Většina bude pocházet z opčního programu, něco dále na zdravotní výdaje a náklady na kancelář, transport, ochranu a ubytování.

Ušlý zisk lze vztáhnout jako relativní částku vůči celkovým ročním ziskům firmy. Za předpokladu, že by zaučení nového generálního ředitele šlo relativně hladce a díky jeho dřívější znalosti firmy by se dostal na výkonnost srovnatelnou se Zuckerbergem za 6 měsíců, by ušlý zisk nebyl až tak markantní. Podívejme se na čistý zisk v roce 2022, který činil 23,2 miliardy dolarů³². Za předpokladu, že by nový generální ředitel měl po dobu 6 měsíců o 10 % horší výkonnost než Zuckerberg, by ušlý zisk činil 1,16 miliardy dolarů. To je vše za premisy, že v roce 2023 by zisk zůstal s Zuckerbergem stejný, byl každý měsíc rovnoměrný a během půl roku by nový ředitel každý měsíc zaostával o 10 % za výkonem Zuckerberga. Po vydělení čistého zisku 23,2 miliardy dvěma k získání čistého zisku za půl roku 11,6 miliard dolarů byla tato suma vynásobena 10 %, čímž bylo získáno výsledných 1,16 miliardy. Deset procent je právě zaostávání nového generálního ředitele za starým.

A jako poslední je kompenzace nového generálního ředitele během zaškolování. Jak bylo již v předchozí výpočetní metodě zmíněno, kompenzace Marka Zuckerberga se v posledních letech

³⁰ KIMBALL, Spencer. Moderna CEO Bancel's golden parachute soared by hundreds of millions over the pandemic. *CNBC* [online]. 2022 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2022/03/10/moderna-ceo-golden-parachute-soared-by-hundreds-of-millions-over-the-pandemic.html>

³¹ AYDIN, Rebecca. Adam Neumann is reportedly getting a \$1.7 billion 'golden parachute' — here are 6 more ousted execs who received millions. *Business Insider* [online]. 2019 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.businessinsider.com/what-is-a-golden-parachute-severance-exit-package-buyout-ceo>

³² *Meta Reports Fourth Quarter and Full Year 2022 Results* [online]. 2023, 1.2.2023, 11 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/399680738/files/doc_financials/2022/q4/Meta-12.31.2022-Exhibit-99.1-FINAL.pdf

pohybovaly okolo 25 milionů dolarů ročně. Kdyby se u tohoto zůstalo, tak jsou náklady na zaškolení nového generálního ředitele během půl roku 12,5 milionů dolarů.

Po sečtení třech vypočtených čísel, tedy 4 miliard dolarů, 1,16 miliardy dolarů a 12,5 milionu dolarů, se dostaneme k výsledné hodnotě klíčové osoby **5,173 miliardy dolarů**. Součet je rozepsán ještě v tabulce níže.

Tab. 4: Výpočet nákladů na nahrazení Marka Zuckerberga; Zdroj: Vlastní zpracování

položka	částka (\$)
odstupné	4,000,000,000
ušlý zisk firmy	1,160,000,000
náklady na zaškolení	12,500,000
celkem	5,172,500,000

$$h_{ko} = o + z_u + n_z$$

12.1.3 Aplikace metody vlivu na vývoj tržeb

U této metody výpočtu se znovu zaměříme na desetileté období mezi lety 2013 a 2022, jelikož v něm disponujeme relevantními daty pro tyto účely. Během těchto 10 let firma obrovsky vyrostla a zažila úspěšný rozvoj v mediálního giganta. To vše pod vedením stále stejného generálního ředitele Marka Zuckerberga. Vliv generálního ředitele na vývoj tržeb je zde nepochybný, což bude zohledněno v této metodě výpočtu.

Společnost Meta Platforms patří mezi firmy s tržní kapitalizací vysoko nad 10 miliard dolarů, konkrétně přes 1 bilion dolarů, a proto ji řadíme mezi large-cap firmy. Koeficient vlivnosti klíčové osoby u large-cap firem je dle tabulky výše v této práci 3 %. S obrovským vlivem Marka Zuckerberga jako vlastníka firmy s majoritními hlasovacími právy bude pro účely tohoto výpočtu navýšen koeficient vlivnosti o 1 % na 4 %. To reflektuje právě závislost firmy a jejích tržeb na rozhodnutích Marka Zuckerberga.

Za celý rok 2013 byly tržby společnosti Meta Platforms 7,872 miliardy dolarů. To se markantně změnilo během desetiletého období, když za čtyři kvartály roku 2022 dosahovaly tržby neuvěřitelných 116,609 miliard dolarů³³. Pod vedením Marka Zuckerberga se tedy roční tržby během dekády 2013-2022 zvýšily o 108,737 miliardy dolarů.

³³ Meta Platforms Revenue 2010-2023 | META. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/META/meta-platforms/revenue>

Samotný výpočet pak probíhá jednoduše, a tedy vynásobením koeficientu vlivnosti vývojem tržeb během zkoumaného období, čímž se dostaneme k hodnotě klíčové osoby. V tomto případě tedy násobek 4 % krát 108,737 miliardy, což je **4,349 miliardy dolarů**. Výpočet je sepsán v rovnici níže.

$$\text{hodnota klíčové osoby} = 4 \% \cdot 108,737 \text{ mld.} = 4,349 \text{ mld. \$}$$

$$h_{ko} = k_v \cdot v_t$$

12.1.4 Aplikace metody vlivu na vývoj ceny akcie firmy

Poslední metoda výpočtu, jež zde bude aplikována, je založena na vlivu klíčové osoby na vývoj ceny akcie firmy v daném období, a tím pádem i na vývoj tržní kapitalizace firmy. Znovu se podíváme na dekádu 2013-2022. Stejně jako u předchozí metody lze bude využít i koeficient vlivnosti, který zůstává na stejné hodnotě.

Společnost Meta Platforms se obchodovala 31. 12. 2012 na ceně 26,59 dolarů za akcii. 30. 12. 2022 to bylo již 120,21 dolarů³⁴ (tyto dny byly použity, jelikož jsou posledním obchodním dnem v daném roce). To představuje růst 352,09 % během deseti let. Mezitím tržní kapitalizace vzrostla z 63,14 miliard dolarů na 319,89 miliard dolarů³⁵. Procentuální růst tržní kapitalizace není úplně stejný jako růst ceny akcie, jelikož bylo v roce 2022 v oběhu méně akcií než roku 2013, Meta totiž realizovala v tomto období zpětné odkupy. Ve stejném období se index S&P 500 posunul ze 1426,19 bodů na 3839,50 bodů koncem roku 2022. To je pro změnu růst 169,21 %³⁶.

Za premisy, že by Meta bez Marka Zuckerberga rostla tempem akciového indexu S&P 500, dojdeme k výsledku, že by cena akcie na konci roku 2022 byla 71,58 dolarů. To je za předpokladu růstu 169,20 % mezi koncem roku 2012 a koncem 2022. Tržní kapitalizace za této ceny akcie by činila místo 319,89 miliard dolarů pouze 190,49 miliardy dolarů, to vychází z poměru ceny akcie za růstu ve výši akciového indexu S&P 500 a ceny akcie pod vedením Marka Zuckerberga jako generálního ředitele. Odchylna v tržní kapitalizaci mezi růstem v hodnotách tržního průměru a růstem pod vedením Marka Zuckerberga činí 129,40 miliard dolarů. Toto číslo je odchylna od tržního průměru, kterou přineslo vedení klíčové osoby v podobě právě Zuckerberga. Toto číslo už stačí pouze vynásobit 4 % a dostaneme se k hodnotě klíčové osoby ve výši **5,176 miliardy dolarů**. Výpočet popisuje tabulka přiložená níže.

³⁴ Meta Platforms - 12 Year Stock Price History | META. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/META/meta-platforms/stock-price-history>

³⁵ Companies Market Cap. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/meta-platforms/marketcap/>

³⁶ S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>

Tab. 5: Výpočet hodnoty klíčové osoby na základě odchylky od tržního průměru; Zdroj: Vlastní zpracování

Den měření	Cena akcie Meta Platforms (\$)	Tržní kapitalizace Meta Platforms (v mld. \$)	Cena indexu S&P 500 (body)
31.12.2012	26.59	63.14	1426.19
30.12.2022	120.21	319.89	3839.5
Růst (%)	352.09%	406.64%	169.21%
Růst tempem S&P 500	71.58	190.49	
Rozdíl v tržní kapitalizaci (v mld. \$)		129.40	
Hodnota klíčové osoby (v mld. \$)		5.176	

$$\text{hodnota klíčové osoby} = 4 \% \cdot 129,40 = 5,176 \text{ mld. \$}$$

$$h_{ko} = k_v \cdot o_p$$

12.1.5 Konkluze výpočtu

Za pomoci čtyřech různých, na sobě nezávislých metod, se došlo ke čtyřem výsledkům hodnoty klíčové osoby. V této podkapitole bude zhodnocena přesnost výpočtu a validita metod. Za pomoci první metody byla vypočtena hodnota klíčové osoby 3,449 miliardy dolarů, v druhém výpočtu 5,173 miliard dolarů, ve třetím 4,349 miliardy dolarů a v posledním 5,176 miliardy dolarů. Z těchto čtyřech hodnot vychází jako průměr **4,537 miliardy dolarů** jako hodnota klíčové osoby generálního ředitele společnosti Meta Platforms Marka Zuckerberga. Největší odchylka od průměru se vyskytla u první výpočetní metody, tedy součtu kompenzací za posledních 10 let. Nabyla hodnoty 23,98 %, což lze částečně přičítat relativně podprůměrným kompenzacím, které si Zuckerberg nechává vyplácet. To je způsobeno hlavně jeho vlastnickým podílem, který má hodnotu přes 100 miliard dolarů. Z tohoto důvodu nemá Zuckerberg potřebu mít vysoké každoroční kompenzace, přestože by na ně mohl mít nárok. Častokrát jsou i ostatní členové vysokého managementu placeni výrazně více než samotný Zuckerberg.

U ostatních metod ale byla odchylka v relativně nízkých mezích, a přestože na sobě metody výpočtu nejsou závislé a vychází z různých proměnných, jejich výsledky se celkem shodovaly. U třetí a čtvrté metody byla také prokázána validita mé aproximace míry koeficientu vlivnosti, jelikož se jejich výsledky příliš nerozházely. To implikuje, že koeficient vlivnosti 4 % pasuje na reálnou

hodnotu vlivu Marka Zuckerberga. Závěrem lze říci, že hodnota klíčové osoby se v budoucnu může dále vyvíjet, avšak za desetileté období 2013-2022 se u Marka Zuckerberga pohybovala okolo 4,5 miliardy dolarů.

12.2 The Walt Disney Company a Bob Iger

Druhý případ, na nějž budou aplikovány metody výpočtu hodnoty klíčové osoby, je americký mediální a zábavní gigant Disney. Tato firma byla založena roku 1923, a tím pádem má za sebou již více než stoletou historii. Na Newyorskou akciovou burzu vstoupila již v roce 1940, a tím pádem má zkušenosti se všemi různými situacemi počínaje druhou světovou a konče koronavirovou pandemií. Její hlavní zdroj příjmů pochází z produkovaných filmů a svých zábavních parků, které jsou rozprostřeny po celém světě. Firma dále expanduje akvizicemi jiných společností ze zábavního sektoru, a tím pádem navyšuje svůj tržní podíl a tržby. Mezi úspěšné akvizice patří nákup studia Pixar, Marvel nebo 20th Century Studios.

Z bohaté historie společnosti Disney bude výpočet hodnoty klíčové osoby zaměřen na Boba Igera, významného generálního ředitele této firmy, který byl u vlády mezi lety 2005 a 2020, a poté nečekaně znovu od listopadu 2022 až dodnes. Iger v únoru 2020 odstoupil ze své pozice za účelem odchodu do důchodu, avšak po dvou letech bídného vedení Boba Chapeka byl v listopadu 2022 navrácen představenstvem do funkce, kde dle jeho vyjádření zůstane až do konce roku 2026³⁷. Představenstvo prodloužení Igerova kontaktu jednomyslně prosadilo. Tento návrat vznikl za účelem nalezení dobrého nástupce a záchraně finančního zdraví společnosti po nepovedeném 33měsíčním vedení Boba Chapeka. Třiasedmdesátiletý Bob Iger byl k tomuto návratu namotivován možností ročních bonusů ve výši až pětinasobku ročního platu, což je velmi lákavou pobídkou, která nakonec Igera přesvědčila k návratu z důchodu.

Zajímavou změnou oproti předchozímu případu společnosti Meta Platforms je vlastnická struktura The Walt Disney Company. Tato firma má velmi pestré spektrum vlastníků, jelikož je z velké části vlastněna retailovými investory, poté některými institucemi, avšak žádný individuální investor nemá podíl vyšší než jedno procento firmy. Samotný generální ředitel Bob Iger má dle posledního reportu pro Komisi pro kontrolu cenných papírů jen něco přes 200 000 akcií firmy³⁸, což tvoří zanedbatelný podíl na celkovém počtu 1,83 miliardy vydaných akcií. Přesněji řečeno to je jen něco více než jedna setina procenta z celé firmy. Iger má sice ještě nějaké akcie v opčním programu,

³⁷ Bob Iger to stay on as CEO of Walt Disney Company through 2026. *ABC News* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://abcnews.go.com/US/bob-iger-remain-ceo-walt-disney-company-through-2026/story?id=101187959>

³⁸ NOTICE OF ANNUAL MEETING OF SHAREHOLDERS AND PROXY STATEMENT – The Walt Disney Company. *Edgar* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1744489/000174448924000050/dis-20240116.htm>

který může uplatnit, ale ani tak se nejedná ani zdaleka o markantní podíl. Firma je tedy ovládána hlavně aktuálním představenstvem a nejvyšším managementem.

Pro účely tohoto výpočtu bude použita dekáda 2007-2016, jelikož reprezentuje převážnou část vedení Boba Igera, a zároveň během ní disponujeme relevantními daty. Tato perioda začíná dva roky po nástupu Igera do funkce, proto už není příliš ovlivněna předešlým vedením firmy, ale převážně kroky samotného Igera.

12.2.1 Aplikace metody násobku roční kompenzace

Při hledání ročních kompenzací Boba Igera byly znovu zdrojem informací ročně vydávané Proxy Statements³⁹, v nichž lze najít roční kompenzaci elitního managementu rozepsanou do jednotlivých složek mzdy. V tomto případě byl kladen důraz na dekádu 2007-2016. V těchto deseti letech byl Iger kompenzován dohromady 349,12 miliony dolarů.

Tato částka se skládá ze základní mzdy, která se v těchto deseti letech pohybovala mezi dvěma a třemi miliony dolarů. Důležitější a výraznější částí jsou odměny, jež dostal Bob Iger v podobě akcií a opcí. Ty činí vždy nižší desítky milionů dolarů, což poté posouvá celkové kompenzace za dekádu směrem ke stovkám milionů dolarů. Dále se také do těchto kompenzací započítává renta, spořicí investiční plán a další bonusy, které generální ředitel dostává. Jelikož je Iger velmi vlivným generálním ředitelem, je k výpočtu použit desetinásobek roční kompenzace.

Výsledkem výpočtu za pomoci této metody za použití sumy roční kompenzace za posledních 10 let je hodnota klíčové osoby ve výši **349,12 milionů dolarů**. Níže v tabulce lze vidět rozpad této částky mezi jednotlivé roky dle čísel reportovaných společnostmi The Walt Disney Company pro Komisi pro kontrolu cenných papírů.

³⁹ Walt Disney Co. *Edgar* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1744489&owner=exclude>

Tab. 6: Kompenzace Boba Igera mezi lety 2007 a 2016; Zdroj: Vlastní zpracování

rok	kompenzace (\$)
2007	27,699,201
2008	30,617,352
2009	21,578,471
2010	28,017,484
2011	31,363,013
2012	40,227,848
2013	34,321,055
2014	46,497,018
2015	44,913,614
2016	43,882,396
celkem	349,117,452

$$h_{ko} = x \cdot k; x \in \{5; 6; 7; 8; 9; 10\}$$

12.2.2 Aplikace metody nákladů na nahrazení

Společnost Disney si již jednou v minulosti vyzkoušela, jaké je to se pokusit nahradit Boba Igera. K tomu došlo roku 2020, kdy Iger odešel do důchodu a jako svého nástupce vybral Boba Chapeka. Dopadlo to tristně, což dokazuje fakt, že Chapek ve své roli nevydržel ani 3 roky a byl odvolán představenstvem firmy. Během jeho vedení firmě poklesla cena akcie o více než 20 %, což vedlo k navrácení Igera do funkce za jednomyslného hlasování představenstva. Iger se tedy vrátil z důchodu a je minimálně do konce roku 2026 zpět ve funkci. To ukazuje na jeho vysokou hodnotu pro firmu a náročnost hledání náhrady. Igerovy kvality jsou jen těžko nahraditelné, a proto Disney nemůže najít adekvátní náhradu. Ukázkou této marnosti hledání je jakési přemlouvání Boba Igera k zůstání ve funkci. Disney nabídlo Igerovi bonusy až ve výši pětinasobku jeho mzdy, za což výměnou zůstane ve funkci až do svých neuvěřitelných 75 let.

Všechny tyto výše zmíněné faktory ukazují na potenciálně vysoký zlatý padák, který by mohl Igera při odchodu čekat. Jelikož ale čisté zisky společnosti Disney nejsou až tak vysoké, rozhodně si nemůže dovolit platit Igerovi odstupné ve výši vyšších stovek milionů či dokonce miliard dolarů. Odhaduji tedy, že odstupné včetně všech bonusů a opčního programu bude činit zhruba 200 milionu dolarů. To je zhruba úměrné mzdě a akciovým kompenzacím za posledních 5 let, což je adekvátní při odstupném takto významného ředitele. Tato částka byla zvolena také z toho důvodu,

že Disney již teď platí výrazně nadprůměrné kompenzace svému generálnímu řediteli, a proto si jednoduše nemůže dovolit ještě výrazněji přidat na odstupném.

Složka ušlého zisku by znovu nejspíše činila 10 % po dobu půl roku, jelikož věřím, že se Igerovi napodruhé podaří vybrat správného nástupce, který bude schopen po půl roce ve funkci podat výkon na úrovni svého předchůdce. Bob Iger má skvělou znalost společnosti Disney a má možnost vybrat svého nástupce z řad elitního managementu firmy, a tím pádem napodruhé již vybrat správně a poklidně odejít do důchodu. Když budeme počítat s čistým ziskem z roku 2023, tedy s 1,91 miliardami dolarů, pak činí, uvažujeme-li konstantní zisky každý měsíc, půlroční čistý zisk 0,955 miliardy dolarů. Kdyby výkon nového generálního ředitele byl o 10 % horší během tohoto půl roku, došlo by k ušlému zisku ve výši 95,5 milionu dolarů.

A poslední složkou výpočtu za pomoci nákladů na nahrazení je kompenzace během doby zaškolení nového generálního ředitele. Za předpokladu, že by tato tranzice proběhla hladce a nový generální ředitel by byl schopný stejné výkonnosti jako jeho předchůdce již po půl roce ve funkci, činila by tato složka asi 20 milionu dolarů. To je za předpokladu základní roční mzdy nového generálního ředitele ve výši 40 milionů dolarů ročně, což by bylo o něco méně, než má nyní Iger, ale bylo by to logické vzhledem prvnímú roku ve funkci. Iger také teď disponuje relativně silnými bonusy, které mu Disney platí, aby ještě zůstal ve funkci. Tyto bonusy jsou vysoce nadstandardní a pochybuji, že by byly dědičné a dostupné i novému generálnímu řediteli.

Po sečtení všech složek se dostaneme na hodnotu klíčové osoby **315,5 milionu dolarů**. V tabulce níže je sepsán rozpad jednotlivých sum.

Tab. 7: Náklady na nahrazení Boba Igera; Zdroj: Vlastní zpracování

položka	částka (\$)
odstupné	200,000,000
ušlý zisk firmy	95,500,000
náklady na zaškolení	20,000,000
celkem	315,500,000

$$h_{ko} = o + z_u + n_z$$

12.2.3 Aplikace metody vlivu na vývoj tržeb

Mezi lety 2007 a 2016 firma The Walt Disney Company prosperovala, přestože svět v roce 2008 zasáhla hypoteční krize. Tato prosperita firmy byla reflektována ve všech jejích metrikách. V této podkapitole se zaměříme na růst tržeb, na základě nichž vypočteme hodnotu klíčové osoby. Nelze zpochybnit vliv Boba Igera na vývoj tržeb Disney v tomto období, což bude zohledněno ve výpočtu.

Disney se řadí mezi firmy large-cap, jelikož jeho tržní kapitalizace výrazně přesahuje 10 miliard dolarů. Pro firmy této velikosti je koeficient vlivnosti 3 %. Teď je otázkou, jak moc s tímto koeficientem pohybovat s ohledem na vliv Boba Igera. Přestože měl Iger nepochybný vliv na vývoj tržeb Disney, nelze tento vliv srovnávat například s Markem Zuckerbergem z předchozího případu. Disney je firma s více než stoletou historií a zaběhlými automatizovanými procesy, se kterými Iger moc neudělal a ani udělat nemohl. Firma je tak obrovská a globálně diverzifikovaná, že je zde převážná většina kroků úplně nezávislá na rozhodnutí Igera. Tato společnost také není postavena pouze na vizi jednoho člověka a jediném projektu, jako jsou například sociální sítě a vizionářství Zuckerberga. Z tohoto důvodu jsem se rozhodl snížit koeficient vlivnosti u Boba Igera a použít čísla 2 %.

Mezi lety 2007 a 2016 se tržby společnosti Disney zvýšily markantně. Dle finančních výkazů v roce 2007 činily 35,51 miliard dolarů⁴⁰, zatímco v roce 2016 to bylo dokonce 55,63 miliard. Rozdíl mezi těmito ročními výsledky je 20,12 miliard. Za předpokladu koeficientu vlivnosti ve výši 2 % by tedy hodnota klíčové osoby vypočtena touto metodou činila **402,4 milionů dolarů**. Výpočet je sepsán v rovnici níže.

$$\text{hodnota klíčové osoby} = 2 \% \cdot 20,12 \text{ mld.} = 402,4 \text{ mil. \$}$$

$$h_{ko} = k_v \cdot v_t$$

12.2.4 Aplikace metody vlivu na vývoj ceny akcie firmy

Poslední způsob, jímž bude vypočtena hodnota klíčové osoby u společnosti Disney, je založen na vývoji ceny akcie firmy. Disney v období mezi lety 2007 a 2016 prošlo silným růstem své akcie, asymetrickým k růstu tržeb. Akcie v tomto období téměř zčtyřnásobila svou hodnotu, zatímco tržby nevyrostly ani na dvojnásobek. Tato výrazná asymetrie může způsobit výraznou odchylku ve výsledku výpočtu za pomoci metody tržeb a vývoje ceny akcie. Když totiž tyto metriky rostou nelogicky úplně jiným tempem, nelze za užití stejného koeficientu vlivnosti dojít ke stejným výsledkům.

Společnost The Walt Disney Company se 29. 12. 2006 obchodovala na ceně 28,48 dolarů za jednu akcii. 30. 12. 2016 to bylo již 99,28 dolarů na akcii⁴¹. To představuje růst 251,77 % za deset let. Mezitím tržní kapitalizace vzrostla z 69,75 miliard dolarů na 165,89 miliard dolarů⁴². Tento až překvapivě nízký růst lze vysvětlit silnými zpětnými odkupy akcií, které Disney v tomto období

⁴⁰ Global revenue of the Walt Disney Company in the fiscal years 2006 to 2023. *Statista* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/273555/global-revenue-of-the-walt-disney-company/>

⁴¹ Disney - 62 Year Stock Price History | DIS. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/DIS/disney/stock-price-history>

⁴² Walt Disney (DIS) - Market Capitalization. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/walt-disney/marketcap/>

provádělo. Akcie tedy výrazně rostly, ale jelikož jejich počet v oběhu výrazně klesl, tržní kapitalizace vzrostla pomalejším tempem. Konkrétně tedy o 137,79 %. Index S&P 500 ve stejném období vzrostl pouze ze 1424,16 na 2275,12 bodů, což je tempo 59,75 % za 10 let⁴³. Tento podprůměrný výnos je způsoben hypoteční krizí, která výrazně zasáhla mnoho firem z tohoto indexu. Tyto negativní externality působící na cenu indexu pokrývají i výsledky výpočtu za pomoci této metody, jelikož v porovnání s velmi slabým výkonem trhu se poté jeví výkon Disney jako extrémně silný, což je poté i částečně neprávem přičítáno Bobu Igerovi a zvyšuje to uměle jeho hodnotu klíčové osoby.

Kdyby akcie společnosti Disney rostla stejným tempem jako index S&P 500 v období 2007-2016, tak její cena na konci roku 2016 činí 45,18 dolarů na akcii. S touto cenou by tržní kapitalizace Disney činila pouze 75,32 miliardy dolarů. To v porovnání se 165,89 miliardami dolarů, což je reálná tržní kapitalizace koncem roku 2016, tvoří rozdíl ve výši 90,54 miliard dolarů. Po vypočtení dvou procent z tohoto rozdílu, který představuje překonávání akciového trhu ze strany Disney, se dostaneme k výsledku **1,811 miliardy dolarů** v hodnotě klíčové osoby. To je samozřejmě obrovská odchylka od předchozích, sobě relativně podobných výsledků. To je, jak již výše zmíněno, způsobeno extrémně slabou dekadou z pohledu amerického indexu S&P 500, a zároveň až neuvěřitelně silnou dekadou společnosti Disney. Ta i přes ani ne dvojnásobný růst tržeb za toto období více než ztrojnásobila cenu své akcie, což je velmi asymetrické, až nelogické. Tyto neobvyklé faktory způsobily tento velký rozdíl ve výsledku. Vysoká hodnota klíčové osoby je způsobena velmi nízkou srovnávací základnou, kterou poskytl trh v této zkoumané dekádě. Výpočty jsou popsány v tabulce níže.

Tab. 8: Výpočet hodnoty klíčové osoby na základě tržní odchylky; Zdroj: Vlastní zpracování

Den měření	Cena akcie The Walt Disney Company (\$)	Tržní kapitalizace The Walt Disney Company (v mld. \$)	Cena indexu S&P 500 (body)
29.12.2006	28.28	69.75	1424.16
30.12.2016	99.48	165.86	2275.12
Růst (%)	251.77%	137.79%	59.75%
Růst tempem S&P 500	45.18	75.32	
Rozdíl v tržní kapitalizaci (v mld. \$)		90.54	
Hodnota klíčové osoby (v mld. \$)		1.811	

⁴³ S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>

$$\text{hodnota klíčové osoby} = 2 \% \cdot 90,54 = 1,811 \text{ mld. \$}$$

$$h_{ko} = k_v \cdot o_p$$

12.2.5 Konkluze výpočtu

V této případové studii byly znovu výsledkem čtyři různé hodnoty klíčové osoby, které reprezentují hodnotu, kterou Bob Iger přinesl společnosti Disney mezi lety 2007 a 2016. Ve výpočtech pomocí prvních tří metod byl výsledek relativně podobný a odchylka mezi nimi nebyla příliš markantní. To se bohužel změnilo u čtvrté výpočetní metody, jež byla ovlivněna asymetrickým a nadprůměrným růstem společnosti Disney, a naproti tomu velmi podprůměrným výkonem zbytku amerického akciového trhu ve zkoumané dekádě 2007-2016. Z tohoto důvodu vyšla hodnota klíčové osoby násobně vyšší, přestože Iger rozhodně nepředvedl o tolik lepší výkon ve své pozici než jeho kolegové na trhu.

Průměrnou hodnotou těchto čtyř výpočtů je hodnota klíčové osoby 719,5 milionů dolarů v případě Boba Igera. Směrodatnější však je číslo pohybující se okolo průměru z prvních třech metod, které vycházejí relativně podobně. Ten nám dává hodnotu klíčové osoby 355,67 milionů dolarů.

V každém případě lze z tohoto výpočtu udělat závěr, že hodnota klíčové osoby Boba Igera je nižší než u Marka Zuckerberga. Hlavním důvodem je dle mého názoru téměř nulové procentuální vlastnictví Boba Igera ve společnosti Disney oproti majoritním hlasovacím právům Marka Zuckerberga v Metě. Dále tento výsledek souvisí s celkově nižšími tržbami, čistými zisky a tržní kapitalizací společnosti Disney v porovnání se společností Meta. Peněžní toky jsou zde nižší, a tím pádem logicky nedisponuje klíčová osoba tak velkou mocí. Obecně při pohledu na společnost Disney však rozhodně nelze popřít míru, jakou ji Bob Iger ovlivnil a během svého vedení posunul. Jeho akvizice a další strategické kroky nepochybně pomohly k nadprůměrnému výkonu společnosti. Akciový trh vždy reagoval na změny okolo Boba Igera velmi bouřlivě, což mu dále přidává na kredibilitě a hodnotě. V případě aproximace jeho hodnoty klíčové osoby lze říci, že se pohybuje v jednotkách stovek milionů dolarů. V případě využití pouze prvních tří metod se dostaneme k hodnotě 355,67 milionů dolarů. Za předpokladu započtení i čtvrté výpočetní metody bude výsledek značně modifikován, a to na 719,5 milionů dolarů.

13 ZÁVĚR

Tato práce zaměřená na aplikaci hodnoty klíčové osoby při valuaci firmy poukázala na vliv klíčové osoby na celkové směřování a vývoj firmy. Cílem bylo vysvětlit důležitost této osoby, protože její vliv bývá analytiky marginalizován, ba dokonce ignorován. Dalším objektem zkoumání a

kompletně novým přínosem práce je koeficient vlivnosti, který byl poprvé definován a kvantifikován. V této práci byly nejdříve popsány mechanismy fungování akciového trhu a nejčastější metody analýzy společnosti. Poté byl popsán faktor klíčové osoby, jenž byl poté exemplifikován a aplikován na reálné případy. Do úvahy byly brány nejrůznější neočekávané události týkající se generálního ředitele a reakce akciového trhu na ně, dále metriky navázané na klíčovou osobu a konečně závislost na stáří a velikosti firmy. Tento výzkum ukázal, že významnost role klíčové osoby je nepřímou úměrná velikosti firmy. Čím větší firma, tím je menší procentuální vlivnost klíčové osoby kvantifikovaná za pomoci koeficientu vlivnosti, jenž byl v této práci poprvé v historii aproximován a aplikován.

Při aplikaci různých výpočetních metod, které jsou na sobě nezávislé, byla hodnota klíčové osoby kvantifikována a bylo zjištěno, že klíčová osoba má nezanedbatelný vliv na vnitřní hodnotu firmy. Ve firmě Meta Platforms dokonce byl vyčíslena hodnota klíčové osoby na více než 4 miliardy dolarů, což je již velmi vysoká suma, která i s takto velkou firmou hýbe. Relativně vysoká hodnota klíčové osoby byla vypočtena i u generálního ředitele společnosti Disney Boba Igera. Ta se však pohybovala spíše ve stovkách milionů dolarů než v miliardách. To je také způsobeno v této práci již dříve rozebranými faktory, a to stářím firmy, konkurenční výhodou či vlastnickým podílem samotného generálního ředitele.

Celkově lze říci, že hodnota klíčové osoby rozhodně není jediným či snad hlavním faktorem, který by měl být ve fundamentální analýze firmy brán v potaz. Avšak je to nedílná součást každé pečlivé analýzy, jež se chce dopočítat k co nejpřesnějšímu výsledku. Dle výše popsaného výzkumu má nepochybně klíčová osoba nezanedbatelný vliv na vývoj firmy, a proto by měl být tento faktor v každém případě zohledněn. V sektoru fundamentální analýzy plně finančních dat a čísel dodává metrika hodnoty klíčové osoby důležitý a často zapomínaný lidský rozměr, jenž se u každé firmy vyskytuje a výrazným způsobem ji ovlivňuje. Všechny firmy jsou nakonec postaveny hlavně na lidech a jejich rozhodnutích.

14 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

AYDIN, Rebecca. Adam Neumann is reportedly getting a \$1.7 billion 'golden parachute' — here are 6 more ousted execs who received millions. *Business Insider* [online]. 2019 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.businessinsider.com/what-is-a-golden-parachute-severance-exit-package-buyout-ceo>

BLOOMENTHAL, Andrew. What is the C Suite?: Meaning and Positions Defined. *Investopedia* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/c/c-suite.asp>

Companies Market Cap. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/meta-platforms/marketcap/>
Companies Market Cap. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/meta-platforms/marketcap/>

CUI, Huimin a Y. T. MAK. *The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms*. Singapore, 2001. Department of Finance and Accounting, National University of Singapore, FBA2 17 Law Link, Singapore 117591, Singapore.

DASH, Eric. The Reward For Leaving: \$113 Million. *The New York Times* [online]. 2005 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2005/07/08/business/the-reward-for-leaving-113-million.html%20113.7>

DEDMAN, Elisabeth a Stephan W-J LIN. *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. Bristol, 2002. University of Bristol; Manchester University.

Discounted Cash Flow DCF Formula. *Corporate Finance Institute* [online]. [cit. 2024-03-15]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/DCF-formula-guide/>

Disney - 62 Year Stock Price History | DIS. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/DIS/disney/stock-price-history>

Dividend Discount Model (DDM) Formula, Variations, Examples, and Shortcomings. *Investopedia* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>

Facebook 2014 Proxy Statement [online]. 2014, 58 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000132680114000016/facebook2014proxystatement.htm>

GRIFFITH, John M. *CEO Ownership and Firm Value*. Minnesota, 1999. School of Business and Economics, University of Minnesota, Duluth, MN, USA.

HAYES, Adam. Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples. *Investopedia* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

HOFFMAN, Riley. Bob Iger to stay on as CEO of Walt Disney Company through 2026. *ABC News* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://abcnews.go.com/US/bob-iger-remain-ceo-walt-disney-company-through-2026/story?id=101187959>

How a Drug Company Made \$114 Billion by Gaming the U.S. Patent System. *The New York Times* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2023/01/28/business/humira-abbvie-monopoly.html>

Israel markets sink, businesses shut after Hamas attack. Online. *Reuters*. 2023. Dostupné z: <https://www.reuters.com/world/middle-east/israel-markets-sink-businesses-shut-after-hamas-attack-2023-10-08/>. [cit. 2024-04-26].

Key Person Protection. Online. Dostupné z: <https://www.legalandgeneral.com/insurance/business-protection/key-person-insurance/>. [cit. 2024-04-26].

KIMBALL, Spencer. Moderna CEO Bancel's golden parachute soared by hundreds of millions over the pandemic. *CNBC* [online]. 2022 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2022/03/10/moderna-ceos-golden-parachute-soared-by-hundreds-of-millions-over-the-pandemic.html>

Meta Platforms - 12 Year Stock Price History | META. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/META/meta-platforms/stock-price-history>

Meta Platforms Revenue 2010-2023 | META. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/META/meta-platforms/revenue>

Meta Platforms, Inc. *Edgar* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1326801&owner=exclude>

Meta Reports Fourth Quarter and Full Year 2022 Results [online]. 2023, 1.2.2023, 11 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/399680738/files/doc_financials/2022/q4/Meta-12.31.2022-Exhibit-99.1-FINAL.pdf

MITCHELL, Cory. *Historical Average Stock Market Returns for S&P 500 (5-year to 150-year averages)* [online]. [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://tradethatswing.com/average-historical-stock-market-returns-for-sp-500-5-year-up-to-150-year-averages/>

MUKHERJEE, Tarun a Huong NGUYEN. *CEO ability and firm performance: Stock market and job market reactions*. New York, 2017. University of New Orleans, New Orleans, LA, USA; University of Mount Olive, Mt Olive, NC, USA.

NOTICE OF ANNUAL MEETING OF SHAREHOLDERS AND PROXY STATEMENT – The Walt Disney Company. *Edgar* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1744489/000174448924000050/dis-20240116.htm>

Proxy Statement Meta Platforms, Inc. *Edgar* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/1326801/000132680123000050/meta-20230414.htm#id8aff64984c64035b3e93501af472b14_52

QUIGLEY, Timothy J., Craig CROSSLAND a Robert J. CAMPBELL. *SHAREHOLDER PERCEPTIONS OF THE CHANGING IMPACT OF CEOS: MARKET REACTIONS TO UNEXPECTED CEO DEATHS, 1950–2009*. Management Department, Terry College of Business, University of Georgia, Athens, Georgia, U.S.A.; Department of Management, Mendoza College of Business, University of Notre Dame, Notre Dame, Indiana, U.S.A, 2015.

REGISTRATION STATEMENT ON FORM S-1: Facebook, Inc. [online]. In: . Washington, D.C., 2012 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>

S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>

SCOTTISH WIDOWS. Key person. *Scottish Widows* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.scottishwidowsprotect.co.uk/businessprotectiontools/KeyPersonRebrand>

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. Research Quarterly: Equities. *Securities Industry and Financial Markets Association* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sifma.org/resources/research/research-quarterly-equities/>

Trading & Data. Online. *NYSE*. Dostupné z: <https://www.nyse.com/trading-data>. [cit. 2024-04-26].

Trump Hits China With Tariffs on \$200 Billion in Goods, Escalating Trade War. Online. *New York Times*. 2018. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2018/09/17/us/politics/trump-china-tariffs-trade.html>. [cit. 2024-04-26].

U.S. Securities and Exchange Commission. *Filings & Forms* [online]. 2017 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar>

VENCL, Jiří. Druhy akcií: Vyznáte se v akciích? Jaký je rozdíl mezi akcií kmenovou a prioritní? *Finex* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://finex.cz/druhy-akcii-a-jejich-rozdily/>

VENCL, Jiří. P/B poměr: Co je to a jak ho využít na akciových trzích? *Finex* [online]. 2021 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://finex.cz/pb-pomer-price-to-book-value/>

Walt Disney (DIS) - Market Capitalization. *Companies Market Cap* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/walt-disney/marketcap/>

Walt Disney Co. *Edgar* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1744489&owner=exclude>

Warren Buffett Brilliantly Explains Discounted Cash Flow Analysis + Example! (How to Value a Stock!). Online. 2022. Dostupné z: Dividendology, <https://www.youtube.com/watch?v=GhApasUpb0U>. [cit. 2024-04-26].

What Percentage of Americans Own Stock? *Gallup* [online]. 2023 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. Market Statistics – February 2024. *World federation of exchanges* [online]. 2024 [cit. 2024-03-14]. Dostupné z: <https://focus.world-exchanges.org/issue/february-2024/market-statistics>

15 SEZNAM OBRÁZKŮ A TABULEK

Obr. 1: Výnosnost akciového indexu S&P 500 v porovnání se zlatem a americkými vládními dluhopisy	11
Obr. 2: Reakce akciového trhu na začátek pandemie COVID-19.....	20
Tab. 1: Kvantifikace koeficientu vlivnosti na základě tržní kapitalizace firmy	26
Tab. 2: Price to book ratio společnosti Berkshire Hathaway ve třech dekáдах.....	37
Tab. 3: Kompenzace Marka Zuckerberga mezi lety 2013 a 2022.....	40
Tab. 4: Výpočet nákladů na nahrazení Marka Zuckerberga.....	42
Tab. 5: Výpočet hodnoty klíčové osoby na základě odchylky od tržního průměru	44
Tab. 6: Kompenzace Boba Igera mezi lety 2007 a 2016.....	47
Tab. 7: Náklady na nahrazení Boba Igera	48
Tab. 8: Výpočet hodnoty klíčové osoby na základě tržní odchylky.....	50